

**SCHÄFFER
POESCHEL**

1 Einführung

1.1 Gegenstand der Aktien- und Unternehmensbewertung

Die Bewertung von Aktien und Unternehmen hat eine lange Tradition. 1602 wurde in den Niederlanden die Vereenigte Oost-Indische Compagnie – kurz VOC – gegründet. Einige Kaufleute und Staatsbeamte beschlossen in Den Haag, eine Flotte mit 1722 Schiffen zu bauen, um Güter aus der fernen Welt – anfänglich aus Ostasien – zu importieren: Pfeffer und Gewürznelken, Salpeter und Farben, Holz und chinesisches Porzellan. Die Finanzierung der Flotte überstieg damals jedoch die Finanzkraft der holländischen Gründer. Man kam auf die geniale Idee, kleingestückelte Anteilsscheine auszugeben, um eine Vielzahl von Investoren anzusprechen. Die Aktie war geboren, und schon damals musste der Wert der Aktien bestimmt werden.

Das historische Beispiel macht deutlich, dass die Bewertung von Aktien und Unternehmen immer situationsabhängig ist. Die Aktionäre der VOC standen häufig zitternd am Hafen von Amsterdam. Sie wussten nicht, ob die Schiffe – voll beladen – wieder zurückkehren würden. In Zeiten von Kriegen wurden die Anteilsscheine deshalb niedriger bewertet als in Friedenszeiten. Der Wert kann auch von Person zu Person unterschiedlich beurteilt werden. Während die Staatsbeamten vornehmlich an einer Dividende ihrer Beteiligung interessiert waren, konnten einige Kaufleute mit Hilfe ihres Engagements darüber hinaus sogar eine führende Marktposition erlangen. Den individuellen, situationsabhängigen Wert von Unternehmen und Vermögensgegenständen bezeichnet man auch als Gebrauchswert.

Bei einer betriebswirtschaftlichen Betrachtung befasst sich Bewertung genauer mit dem ökonomischen Wert von Aktien bzw. Unternehmen. Der ökonomische Wert eines Gutes wird durch den Nutzen bestimmt, den das Gut dem Wirtschaftssubjekt stiftet. Unternehmen wie die VOC stellen ein komplexes Bündel von unterschiedlichen Gütern und Rechten dar. Auch der Wert eines Unternehmens wird durch den subjektiven Nutzen bestimmt, den der Inhaber aus ihm ziehen kann. Der Nutzen resultiert dabei vornehmlich aus den Überschüssen, die ein Unternehmen generiert und an seine Eigentümer ausgeben kann. Bei der VOC wurde damals die Dividende in Natura, in Form von Pfeffersäcken, an die Inhaber verteilt. Heutzutage werden jedoch nahezu immer finanzielle Überschüsse ausgeschüttet. Die Überschüsse ermöglichen eine Steigerung des privaten Konsums und erhöhen so den Nutzen der Wirtschaftssubjekte. Den Wert der finanziellen Überschüsse von Unternehmen bezeichnet man auch als Ertragswert.

Die Ermittlung von Ertragswerten engt die Bewertung auf die Betrachtung von Zahlungsströmen ein. Das Beispiel der VOC verdeutlicht jedoch, dass bei der Bewertung von Unternehmen auch nicht-monetärer Nutzen beachtet werden sollte. So haben die Kapitalgeber der VOC den Nutzen dadurch steigern können, dass sie ihre Rechte flexibel an der Amsterdamer Börse handeln konnten. Darüber hinaus konnten die Kapitalgeber einen Zusatznutzen dann erzielen, wenn die Höhe des Anteils einen maßgeblichen Einfluss auf

das Unternehmen begründete. So schätzen Großaktionäre den Wert der einzelnen Aktie häufig höher ein als Kleinaktionäre. Heute werden für die Anteilsscheine der VOC sogar Liebhaberpreise gezahlt. Der Wert von historischen Aktien wird auch durch das Vergnügen bestimmt, dass der Eigentümer bei der Sammlung/Betrachtung verspürt.

Die Begriffe »Wert« und »Preis« werden bei theoretischen Betrachtungen häufig unterschieden. Preise bilden sich auf der Grundlage von Angebot und Nachfrage auf Märkten. Im Marktverhalten der Teilnehmer spiegeln sich nicht nur die (monetären und nicht-monetären) Nutzenvorstellungen, sondern auch taktische und psychologische Überlegungen wieder. Auch die Marktstruktur bestimmt maßgeblich das Marktergebnis. So wird sich bei knappen Gütern ein höherer Preis herausbilden als bei Gütern, die reichlich vorhanden sind. Der Wert ist deshalb nur ein Faktor, der in die Preisbildung von Gütern bzw. Unternehmen einfließt. In der Folge unterscheiden sich Werte und Preise regelmäßig voneinander. Die Preise, die sich auf Märkten herausbilden, werden allerdings widersprüchlich auch als Tauschwerte bezeichnet.

Wert und Preis sind jedoch auch untrennbar miteinander verbunden. Ein rationaler Käufer eines Gutes ist nur bereit, das Eigentum an diesem Gut zu erwerben, wenn er den Marktpreis niedriger bewertet als das Eigentum an dem Gegenstand. Auf der anderen Seite ist ein rationaler Verkäufer nur bereit, eine Transaktion einzugehen, wenn er den vereinbarten Preis höher als das Eigentum an dem Gut bewertet. Ein Tauschvorgang beinhaltet deshalb – zumindest unbewusst – immer auch einen Bewertungsvorgang.

Die vorangehenden Ausführungen machen deutlich, dass die Bewertung eines Unternehmens vom Bewertungsanlass abhängt. Der Bewertungsanlass bestimmt die betroffenen Individuen und konstituiert das zugrunde liegende Wertesystem. Die Vielzahl der Bewertungsanlässe lässt sich zu unterschiedlichen Zwecken der Unternehmensbewertung zusammenfassen. Der Zweck wiederum bestimmt die geeigneten Verfahren der Wertermittlung.

Abbildung 1.1 verdeutlicht diesen Zusammenhang exemplarisch für die Wertermittlung von Aktien. Bewertungsanlässe können sowohl eine Börseneinführung als auch eine Kapitalerhöhung des Unternehmens sein. Beide Anlässe machen eine Ermittlung des Emissionspreises der neuen Aktien erforderlich. Für diesen Zweck eignen sich Verfahren zur Ermittlung von Marktwerten.

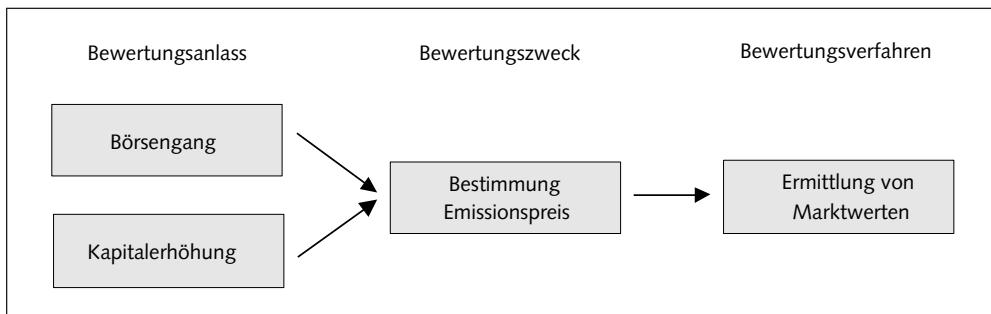


Abb. 1.1: Zusammenhang von Bewertungsanlass, Bewertungszweck und Bewertungsverfahren

1.2 Unternehmens- versus Aktienbewertung

Der Begriff des Unternehmenswertes bezeichnet in der Regel den Wert, den das Unternehmen für alle seine Kapitalgeber, also sowohl von Eigen- als auch von Fremdkapital, generiert. Den Wert für seine Eigentümer erhält man, indem vom Unternehmenswert (auch Unternehmensgesamtwert) der Wert des Fremdkapitals abgezogen wird. Den Wert für die Eigentümer bezeichnet man als Eigentümerwert bzw. bei Aktiengesellschaften auch als Aktionärswert (Shareholder Value).

Die fundamentale Bewertung von Aktien und die Unternehmen sind deshalb bei Aktiengesellschaften zwei Seiten der gleichen Medaille. Aktien verbrieften Eigentumsrechte an einer AG. Der Aktionär ist Eigentümer der Aktien und somit Anteilseigner der Aktiengesellschaft. Der fundamentale Wert von Aktien lässt sich in der Folge leicht aus dem Unternehmenswert errechnen, indem der Shareholder Value durch die Anzahl der Aktien geteilt wird:

- (1.1) Unternehmenswert der AG
 - Marktvalor des Fremdkapitals
 - = Shareholder Value
 - ./. Anzahl der Aktien
 - = Wert der Aktie

Diese Vorgehensweise ist einwandfrei, wenn es nur eine Aktiengattung gibt oder die Aktiengattungen mit vergleichbaren Eigentumsrechten ausgestattet sind. Falls es neben Stammaktien auch stimmrechtslose Vorzugaktien gibt, die eher als Fremdkapital interpretiert werden können, sollte das Berechnungsschema leicht modifiziert werden:

- (1.2) Unternehmenswert der AG
 - Marktvalor des Fremdkapitals
 - Marktvalor der Vorzugaktien
 - = Shareholder Value der Stammaktien
 - ./. Anzahl der Stammaktien
 - = Wert der Stammaktie

Bei einer angekündigten Kapitalerhöhung kann sich allerdings die Zahl der Aktien bald ändern. Darüber hinaus haben zahlreiche Aktiengesellschaften von einer bedingten Kapitalerhöhung Gebrauch gemacht und Umtausch- oder Bezugsrechte herausgegeben, deren Ausübung in absehbarer Zeit die Anzahl der Aktien erhöhen kann. Dies können gem. § 192 (2) AktG Aktien zur Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten an Inhaber von Wandelschuldverschreibungen, Gewährung von Rechten zum Aktienbezug an Arbeitnehmer des Unternehmens (Belegschaftsaktien) oder Aktien zur Vorbereitung eines Unternehmenszusammenschlusses sein. In diesen Fällen macht es Sinn, schon vorsorglich einen verwässerten (diluted) Wert der Aktien zu ermitteln. Das Berechnungsschema lautet wie folgt:

- (1.3) Unternehmenswert der AG (inklusive der Effekte der neuen Aktien)
 - Marktvalor des Fremdkapitals
 - Marktvalor der Vorzugaktien
 - = Shareholder Value der Stammaktien

- ./. [Anzahl der Stammaktien
 - + Aktien aus der Ausgabe von Umtauschrechten (für Wandelanleihen, Fusionen etc.)
 - + Aktien aus der Ausgabe von Bezugsrechten (für Aktienoptionen, Belegschaftsaktien etc.)]
- = Verwässerter Wert der Stammaktie

Bei einer derartigen Berechnung ist zu beachten, dass der Unternehmenswert unter der Annahme ermittelt werden muss, dass die Aktien tatsächlich ausgegeben werden. Es müssen deshalb z.B. die ersparten Zinsen für die Wandelanleihen oder die absehbare Verzinsung auf das zufließende Kapital aus der Ausgabe der neuen Aktien berücksichtigt werden.

1.3 Bewertungsanlässe

Die Anlässe für die Durchführung einer Unternehmensbewertung lassen sich nach verschiedenen Aspekten gliedern. Abbildung 1.2 gibt einen Überblick über die verschiedenen Anlässe für Unternehmensbewertungen.

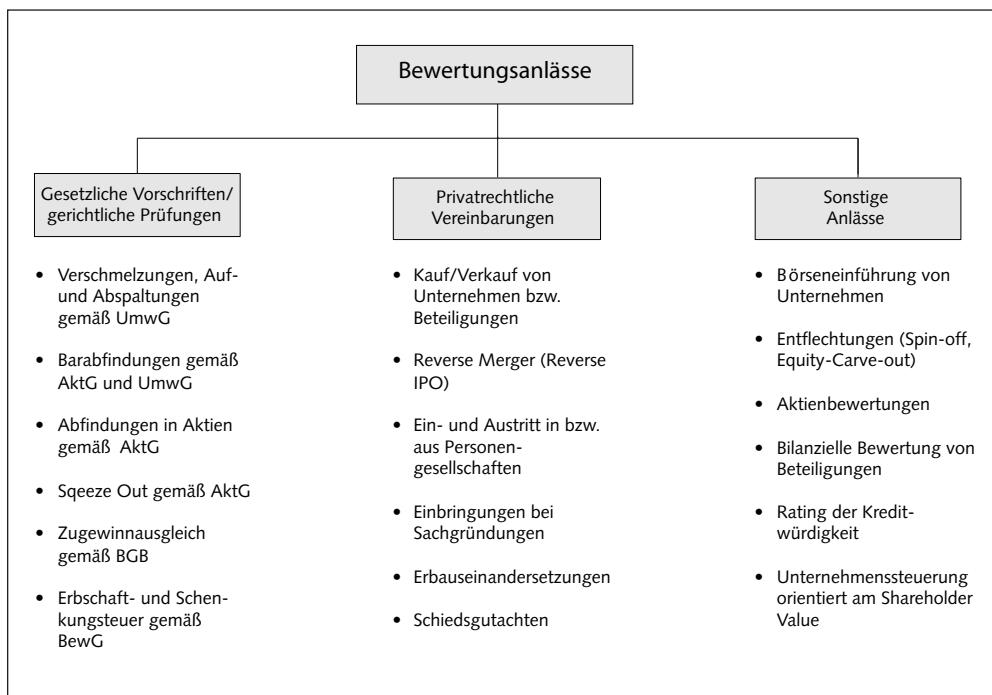


Abb. 1.2: Bewertungsanlässe für Unternehmensbewertungen

Man erkennt, dass die Anlässe für Bewertungen sehr vielfältig sind. Sie entziehen sich jedoch einer eindeutigen Klassifizierung. So hätte man ebenfalls eine Einteilung der Bewertungen nach Lebensphase, Entscheidungssituation oder Eigentumswechsel vornehmen können. Am Beginn des Lebenszyklus, z.B. bei einem Börsengang, sind andere Bewertungsverfahren sinnvoll als am Ende des Lebenszyklus, z.B. bei der Liquidation des Unternehmens.

Bei dominierten Bewertungsanlässen kann eine Partei die Veränderung in den Eigentumsrechten unabhängig vom Ausgang der Bewertung durchsetzen (Beispiele: Kündigung von Gesellschaftern bei Personengesellschaften, Squeeze Out der AG). Bei nicht dominierten Situationen können beide Parteien – je nach Ausgang der Bewertung – frei über die Durchführung der Transaktion entscheiden (Beispiele: Kauf von Unternehmensteilen, Eintritt von Gesellschaftern, Börsengang).

Daneben unterscheidet man Anlässe, die mit einem Eigentumswechsel verbunden sind und solche, bei denen dies nicht der Fall ist. Ohne Eigentumswechsel werden Unternehmen z.B. zur Unternehmenssteuerung (z.B. zur wertorientierten Unternehmensführung anhand des Shareholder Value), aus steuerlichen Gründen (z.B. Ermittlung von Bemessungsgrundlagen für Substanzsteuern) oder aus anderen Gründen (z.B. Bilanzielle Bewertung von Reporting Units nach US-GAAP, Rating der Kreditwürdigkeit) bewertet.

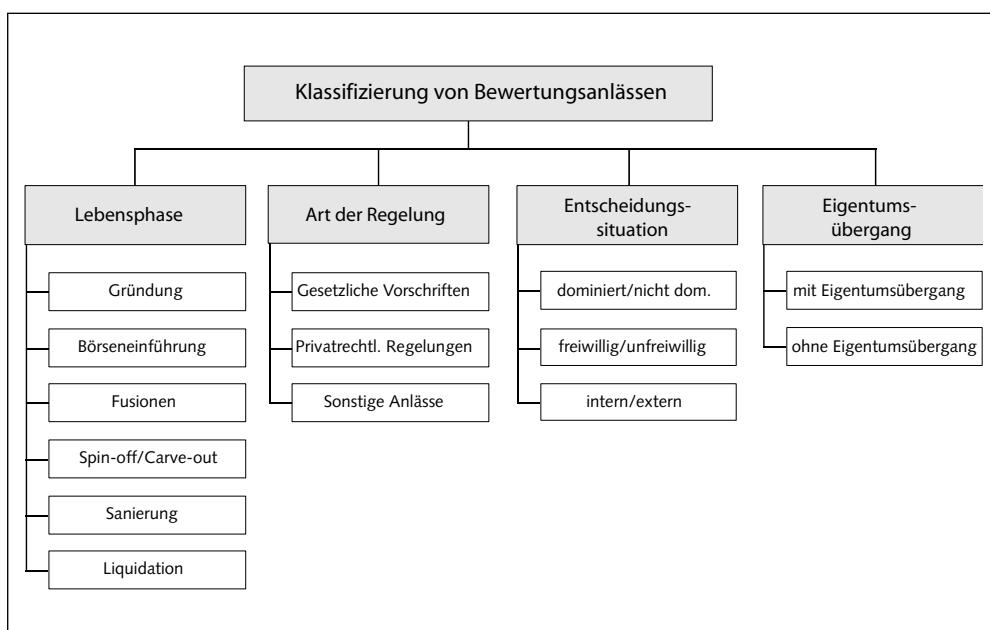


Abb. 1.3: Klassifizierung von Bewertungsanlässen

In der Praxis haben die verschiedenen Anlässe der Unternehmensbewertung eine unterschiedliche Bedeutung. Der mit Abstand häufigste Bewertungsanlass ist der Kauf und Verkauf von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen, wobei der Handel von börsennotierten Aktien

herausragende Bedeutung hat. Allein an deutschen Börsen wurden im Jahre 2011 Aktien im Werte von ca. 1,5 Billionen Euro gehandelt. Das Transaktionsvolumen bei Übernahmen belief sich im gleichen Zeitraum in Deutschland auf ca. 140 Mrd. Euro.

Auch bei der Emission von Aktien handelt es sich um einen wichtigen Bewertungsanlass. Emittierendes Unternehmen und Konsortialbanken müssen einen Emissionskurs festlegen, mit dem die Interessen des emittierenden Unternehmens (möglichst hoher Emissionskurs und damit hoher Emissionserlös), der Anleger (möglichst niedriger Emissionskurs und damit hohes Potenzial für Kurssteigerungen) und der Banken (eher niedriger Emissionskurs¹, um die Aktien platzieren zu können) in Einklang gebracht werden können. Die Anleger beurteilen zumeist im Rahmen eines Bookbuilding-Verfahrens (Pre-Marketing, Order Taking) die Angemessenheit des vorgeschlagenen Emissionskurses.

Darüber hinaus macht häufig auch die Lösung des Nachfolgeproblems in Unternehmen Bewertungen erforderlich. So muss häufig die Bemessungsgrundlage für die Erbschafts- und Schenkungssteuer ermittelt werden oder bei einer Veräußerung an das Management (Management-buy-out) muss ein fairer Preis bestimmt werden.

1.4 Bewertungszwecke

In Deutschland hat in den vergangenen Jahrzehnten eine abstrakte Diskussion über das Wesen des betriebswirtschaftlichen Wertes von Unternehmen die wissenschaftliche Diskussion wesentlich beeinflusst. Auf der Grundlage von objektiven und subjektiven Werttheorien wurden zahlreiche Bewertungszwecke abgegrenzt. In der Literatur werden folgende Unternehmenswerte unterschieden:

- **Marktwert:** Der Wert des Unternehmens am Kapitalmarkt,
- **Steuerungswert:** Unternehmenswert, der zur internen Unternehmensteuerung ermittelt wird,
- **»Objektivierter Unternehmenswert« nach dem IDW:** »Zukunftentnahmewert ... der sich bei Fortführung des Unternehmens in seinem Konzept und seinem Vorhaben unter Leitung des vorhandenen Managements ... ohne Wertvorstellungen eines potenziellen Käufers und ohne wertverändernde Argumentationen des Verkäufers ... ergibt.«
- **Entscheidungswert (Grenzpreis):** Wert, den ein Verkäufer/Käufer mindestens verlangen muss/ höchstens bezahlen kann, um sich nach der Transaktion nicht schlechter zu stellen,
- **Schiedswert (Einigungswert, »fairer Wert«):** Mittelwert im »Einigungsbereich« zwischen Grenzpreis des Käufers bzw. Grenzpreis des Verkäufers,
- **Argumentationswert:** Unternehmenswert, der mit Hilfe eines Gutachtens ermittelt wird, um die eigene Verhandlungsposition zu stärken,

¹ In Phasen eines Börsenbooms sind jedoch auch die Konsortialbanken häufig an einem hohen Emissionskurs interessiert, da die Verkaufsprovisionen vom Emissionsvolumen bestimmt werden. In diesen Phasen sind Neuemissionen zumeist deutlich überzeichnet und die Platzierung erweist sich als wenig problematisch.

- *Vertragswert*: Unternehmenswert, der anlässlich von Vertragsgestaltungen ermittelt wird und
- *Steuerlicher Wert*: Unternehmenswert, der als Bemessungsgrundlage für Substanzsteuern dient.

Eine derartig abstrakte Diskussion über den Wert von Unternehmen hat es in den USA nicht gegeben. Offensichtlich wurde die Zweckabhängigkeit der Bewertung dort bereits früh als eine Selbstverständlichkeit angesehen, die keiner weiteren Diskussion bedurfte. In den USA wurde die Unternehmensbewertung bereits früh als investitionstheoretisches Problem gesehen, auf das die allgemeinen Erkenntnisse der finanzwirtschaftlichen Theorie anzuwenden sind. Aufgrund der Kapitalmarktorientierung von US-Unternehmen dominierten zudem marktbezogene Bewertungsanlässe. Demzufolge werden dort vornehmlich Marktwerte ermittelt.

Die verschiedenen Bewertungszwecke bzw. Bewertungsbegriffe werden im Folgenden vorgestellt.

1.4.1 Ermittlung von Marktwerten

Bei der Ermittlung von Marktwerten hat der Bewerter keine speziellen Bewertungssubjekte vor Augen, sondern er ermittelt den Unternehmenswert aus Sicht des Kapitalmarktes, d.h. aus Sicht *aller* dort operierenden Eigen- und Fremdkapitalgeber. Der Marktwert des Unternehmens setzt sich demnach aus dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Marktwert des Fremdkapitals zusammen.

Die Ermittlung der Marktwerte von Unternehmen ist in den USA der dominierende Bewertungszweck. Die Ermittlung von Marktwerten erfolgt deshalb zumeist auf Grundlage der in den USA entwickelten finanzwirtschaftlichen Theorie. Der Marktwert entspricht demzufolge dem Barwert aller zukünftigen Zahlungen, die die Kapitalgeber des Unternehmens (Eigen- und Fremdkapitalgeber) erwarten können. Werttreiber sind die zu erwartenden Cashflows einerseits und die Renditeforderungen der Kapitalgeber andererseits.

Die Bestimmung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber fußt in der Regel auf kapitalmarkttheoretischen Modellen, zumeist auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM). Es wird unterstellt, dass den am Kapitalmarkt operierenden Investoren nur das systematische Risiko vergütet wird, unsystematisches Risiko kann durch Portfoliobildung eliminiert werden und wird auf Kapitalmärkten nicht bewertet. Die Ermittlung von Marktwerten basiert deshalb auf der Vorstellung von Investoren, die vollständig diversifizierte Portfolios halten.

Die Ermittlung von Marktwerten blendet subjektive Werteinflüsse und -empfindungen aus. Die Ermittlung von Marktwerten drängt sich in der Folge besonders auf, wenn es eine Vielzahl (unbekannter) Bewertungssubjekte gibt und die Unternehmensanteile an Kapitalmärkten (Börsen) gehandelt werden. Die Ermittlung von Marktwerten hat deshalb bei der Ermittlung von Emissionspreisen im Rahmen des Going Public oder bei der laufenden Bewertung von Aktien besondere Bedeutung erlangt.

Es sollte betont werden, dass die ermittelten Marktwerte nur eine Richtgröße für die potenziellen Marktpreise vorgeben können. Börsenpreise sind das Ergebnis von Marktverhandlungen und spiegeln neben den Ertragsperspektiven auch zahlreiche andere Einflüsse

wider, z.B. psychologische Faktoren, Wachstums- oder Übernahmephantasien, Liquidität des Börsenhandels (Indexzugehörigkeit) oder Einflussmöglichkeiten der Investoren (Kontrollprämien). Es kann jedoch angenommen werden, dass sich Börsenwerte zumindest langfristig an den fundamentalen Marktwerten von Aktien orientieren.

1.4.2 Ermittlung von Steuerungswerten

Eine Unternehmensbewertung kann auch die Unternehmensführung bei der Steuerung des Unternehmens (bzw. des Konzerns) unterstützen. Die Unternehmensbewertung wird zum regelmäßig durchgeführten Instrument der Unternehmensführung und verliert damit ihren Status als Hilfsmittel in besonderen Situationen.

Im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung hat die Ermittlung von Steuerungswerten eine immense Bedeutung erlangt. Nahezu alle größeren, börsennotierten Unternehmen richten ihre Geschäftspolitik an der Steigerung des Aktionärsvermögens (Shareholder Value) aus. Die Unternehmen verfolgen das Ziel, den Marktwert des Unternehmens für seine Eigentümer zu steigern. Ausgangspunkt für die Ermittlung von Steuerungswerten ist deshalb auch eine Marktwertermittlung des Unternehmens. Ausführliche Erläuterungen zur Shareholder-Value-Strategie findet man in Kapitel 7.4.

1.4.3 Ermittlung von »objektivierten Unternehmenswerten« nach dem IDW

Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) sieht für Wirtschaftsprüfer die Funktion des neutralen Gutachters bei Unternehmensbewertungen vor. Der neutrale Gutachter hat die Aufgabe, einen objektivierten Wert des Unternehmens als Ausgangsbasis für Preisverhandlungen zu ermitteln. Der objektivierte Wert soll sich ohne Berücksichtigung individueller Wertschätzungen der von der Bewertung betroffenen Bewertungssubjekte ergeben. Das Unternehmen soll bewertet werden »so wie es steht und liegt«, d.h. der objektivierte Unternehmenswert drückt den Wert aus, der sich bei einer Fortführung des Unternehmens in seiner bisherigen Unternehmenskonzeption ergibt.

Der objektivierte Unternehmenswert eignet sich damit eher für Bewertungsanlässe, bei denen von einer unveränderten Fortführung des Unternehmens ausgegangen werden kann (z.B. laufende Bewertung von Aktien, Bewertung der Aktien einer Neuemission, Abfindung von Gesellschaftern). Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes wird allerdings auf einen »typischen« Erwerber abgestellt, und nicht unbedingt auf einen am Kapitalmarkt operierenden, diversifizierten Investor. Geht man davon aus, dass es sich bei dem »typischen« Investor um einen diversifizierten Investor handelt, so wird der objektivierte Unternehmenswert dem Marktwert des Unternehmens entsprechen.

Da der objektivierte Unternehmenswert individuellen Aspekten der Bewertung keine Beachtung schenkt, eignet er sich demgegenüber kaum als Entscheidungsgrundlage bei Fusionen und Übernahmen. So werden z.B. mögliche Synergieeffekte, die nach dem Kauf eines Unternehmens entstehen können, missachtet. Der objektivierte Unternehmenswert

entspricht deshalb bei M&A-Transaktionen in der Regel einem (tendenziell niedrigen) Verkäuferwert und ist mitnichten »objektiv«.

1.4.4 Ermittlung von Entscheidungswerten

Der Entscheidungswert wird für ein bestimmtes Bewertungssubjekt ermittelt, wobei die subjektiven Wertvorstellungen des Bewertungssubjektes zu beachten sind. Oder in der Sprache der Entscheidungstheorie formuliert: Der Unternehmenswert soll das Zielsystem und das Entscheidungsfeld des Entscheidungsträgers berücksichtigen. Zur Vereinfachung wird bei der Unternehmensbewertung unterstellt, dass der Entscheidungsträger im Zielsystem ausschließlich die Erfolge eines Unternehmens betrachtet. Andere, nicht-monetäre Ziele werden ausgeblendet. Die Bewertung erfolgt demzufolge auf Basis der zukünftigen Erfolge des Unternehmens. Das geeignete Verfahren zur Ermittlung von Entscheidungswerten ist das Ertragswertverfahren (vgl. dazu Kapitel 2.2).

Die Ermittlung von Entscheidungswerten findet nicht nur bei Kauf- bzw. Verkaufssituativen Anwendung. Auch Fusionen, Spinn Offs oder Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlage können diesem Bewertungszweck zugeordnet werden. Die Bewertung dient jeweils als interne Entscheidungsgrundlage, die nicht offen kommuniziert wird.

1.4.5 Ermittlung von Schiedswerten

Grundlage einer Schiedsbewertung sind die Entscheidungswerte verschiedener Konfliktparteien. Die Entscheidungswerte der beiden Parteien umschreiben den Transaktionsbereich, innerhalb dessen eine Einigung möglich ist. Der Entscheidungswert des Verkäufers stellt die Untergrenze und der Entscheidungswert des Käufers stellt die Obergrenze dar. Der Schiedswert muss zwischen den beiden Entscheidungswerten liegen. Der Bewerter hat die Aufgabe, den Transaktionsbereich zwischen beiden Parteien aufzuteilen.

Falls der Entscheidungswert des Verkäufers über dem Entscheidungswert des Käufers liegt, es also keinen Transaktionsbereich gibt, wird keine Einigung möglich sein. Der unparteiische Bewerter wird von einer Transaktion abraten. In dominierten Konfliktsituationen wird der Bewerter allerdings auch dann einen Schiedswert vorschlagen müssen, wenn kein Transaktionsbereich vorliegt. Häufig geben in diesen Fällen jedoch zwingende Normen, etwa Gesetze oder Rechtsprechungen, Anhaltspunkte für eine Bewertung.

1.4.6 Ermittlung von Argumentationswerten

Ausgangspunkt für Argumentationswerte sind ebenfalls Entscheidungswerte. Der Argumentationswert soll mit überzeugenden Argumenten der Gegenseite einer Transaktion einen glaubwürdigen Wert des Unternehmens vermitteln. Zu diesem Zweck werden zumeist

Gutachter mit hoher Reputation rekrutiert. Der Einfluss dieser Gutachten ist größer, wenn eine in Unternehmenskäufen erfahrene Verhandlungspartei auf unerfahrene Verkäufer oder Käufer trifft. Kompetente Verhandlungspartner werden die mangelnde Objektivität von Argumentationswerten dagegen schnell durchschauen.

Argumentationswerte werden häufig anlässlich von Käufen bzw. Verkäufen von Unternehmen, insbesondere bei Auseinandersetzungen vor Gericht, ermittelt. Aber auch innerbetrieblich werden regelmäßig Argumentationswerte berechnet. Im Rahmen einer Shareholder-Value-Politik wird häufig der Wertbeitrag einzelner Geschäftsbereiche zum Unternehmenswert des Gesamtkonzerns gemessen. Die verantwortlichen Personen der Geschäftsbereiche haben ein Interesse daran, einen besonders hohen Wertbeitrag ihres Bereichs darzustellen. Das weitere Fortkommen in der Firmenhierarchie oder die Bezahlung wird häufig von diesen Werten abhängig gemacht. Die verantwortlichen Personen werden deshalb versuchen, ihre Lage mit überzeugenden Argumenten zu verbessern.

1.4.7 Ermittlung von Vertragswerten

Bei der Ermittlung von Vertragswerten gilt es, vertragliche Regelungen zu entwickeln bzw. zu interpretieren. Bedeutung erlangen Vertragswerte bei der Gestaltung von Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen. Einem ausscheidenden Gesellschafter muss eine Abfindung durch die in der Gesellschaft verbleibenden Gesellschafter gezahlt werden. Nach § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB ist dem Ausscheidenden »dasjenige zu zahlen, was er bei der Auseinandersetzung erhalten würde, wenn die Gesellschaft zur Zeit seines Ausscheidens aufgelöst worden wäre.« Diese Regelung findet auf Grundlage §§ 105 Abs. 2 und 161 Abs. 2 HGB auch für die Rechtsformen der offenen Handelsgesellschaft und der Kommanditgesellschaft Anwendung.

1.4.8 Ermittlung von steuerlichen Werten

Aufgrund der Verfassungswidrigkeit der Erbschaft- und Schenkungsteuer wegen der Ungleichbehandlung der Vermögensarten vor dem 1. Januar 2009 musste der Gesetzgeber zum 1. Januar 2009 sowohl das Bewertungsgesetz als auch das Erbschaftsteuer- und Schenkungssteuergesetz ändern.

Gemäß § 11 Abs. 1 BewG sind Aktien mit dem niedrigsten am Stichtag für sie im regulierten Markt notierten Kurs anzusetzen. Liegt eine Notierung am Stichtag nicht vor, so ist der letzte innerhalb von 30 Tagen vor dem Stichtag im regulierten Markt notierte Kurs maßgebend. Falls der Marktwert nicht feststellbar ist, muss ein sog. gemeiner Wert ermittelt werden. Der gemeine Wert wird durch den Preis bestimmt, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach der Beschaffenheit des Wirtschaftsgutes bei einer Veräußerung zu erzielen wäre. Dabei sind alle Umstände, die den Preis beeinflussen, zu berücksichtigen. Ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse müssen nicht beachtet werden.

Lässt sich der gemeine Wert nicht aus Verkäufen unter fremden Dritten ableiten, die weniger als ein Jahr zurückliegen, so ist er unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der

Kapitalgesellschaft zu ermitteln. Hierbei kommt das sog. vereinfachte Ertragswertverfahren zur Anwendung.

In einem ersten Schritt werden die Betriebsergebnisse pro Jahr bereinigt, danach wird ein durchschnittlicher Jahresertrag ermittelt. Ausgangswerte sind die Gewinne im Sinne des § 4 Abs. 1 und 3 EStG, diese Jahreserträge werden nun um Hinzurechnungen wie Investitionsabzugsbeträge, Sonderabschreibungen, Abschreibungen auf den Firmenwert, einmalige Veräußerungsverluste, außerordentliche Aufwendungen, Ertragssteueraufwand u.a. ergänzt (§ 202 Abs. 1 Nr. 1 BewG). Danach werden Abrechnungen vorgenommen (§ 202 Abs. 1 Nr. 2 BewG) wie z.B. einmalige Veräußerungsgewinne, außerordentliche Erträge, Erträge aus der Erstattung von Ertragsteuern und ein angemessener Unternehmerlohn.

Von den bereinigten Betriebsergebnissen pro anno wird dann ein typisierter pauschaler Ertragssteueraufwand von jeweils 30% abgezogen; die so ermittelten Betriebsergebnisse der letzten drei Jahre werden dann gemittelt. Es wird unterstellt, dass dieser Durchschnittsbetrag auch in allen zukünftigen Jahren erzielt wird und konstant bleibt. Der Barwert aller zukünftigen Erträge kann demzufolge mit der Formel der ewigen Rente errechnet werden.

Basiszins für die Kapitalisierung ist ein einmal jährlich zum ersten Börsentag des Jahres durch die Bundesbank festgesetzter Zinssatz, der regelmäßig im Bundesanzeiger veröffentlicht wird. Der von der Deutschen Bundesbank auf den 02.01.2012 ermittelte Basiszins für alle Wertermittlungen auf Bewertungstichtage in 2012 beträgt 2,44 %.

Auf den Basiszins wird ein pauschalierter Risikozuschlag von 4,5 % gerechnet, sodass sich dann ein Kapitalisierungszins von 6,94% ergibt. Für ein Unternehmen mit einem Durchschnittsertrag von 1 Mio. € kann der vereinfachte Ertragswert folgendermaßen ermittelt werden:

Durchschnittsertrag (§ 202 BewG): 1 Mio. €

Kapitalisierungzinssatz (§ 203 BewG): 6,94 %

Vereinfachter Ertragswert: $1\text{Mio. €} / 6,94 \% = 14,41 \text{ Mio. €}$

Bei den aktuell sehr niedrigen Zinsen entspricht der Ertragswert mehr als dem 14-fachen des Durchschnittsertrags.

Es muss beachtet werden, dass der so ermittelte Wert nie kleiner als der Substanzwert der einzelnen Vermögensgegenstände sein darf. In der Folge muss für steuerliche Zwecke zusätzlich auch der steuerliche Substanzwert ermittelt werden (§ 95 bis 97 BewG i. V. m. § 11 Abs. 2 BewG). Darüber hinaus kann der Steuerpflichtige versuchen, durch ein individuelles Bewertungsgutachten, das ein Ertragswertverfahren sein muss (auf Grundlage des Standards der Wirtschaftsprüfer IdW S1), einen niedrigeren Wert zu ermitteln.

Das vereinfachte Ertragswertverfahren hat den Vorteil, dass es auf Vergangenheitsdaten beruht und daher einfach anzuwenden ist. Der Unternehmerlohn ist die einzige Rechengröße, die sich nicht aus dem Rechnungswesen ergibt, sondern individuell ermittelt werden muss.¹ Das Verfahren eignet sich deshalb gut für die massenhafte Anwendung in der Finanzverwaltung.

Die Ertragsperspektiven eines Unternehmens werden jedoch nur unzureichend gewürdigt. Es ist sehr fragwürdig, ob die in der Vergangenheit erwirtschafteten Ergebnisse eine gute

¹ Die Finanzverwaltung hat es in ihren ErbSt-Richtlinien bisher versäumt, den Unternehmen wesentliche Hinweise zur richtigen Ermittlung eines angemessenen kalkulatorischen Unternehmerlohnes zu geben.

Prognose für die Zukunft darstellen. In Situationen eines Ergebniseinbruchs, wie z.B. während der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise, kann es daher sein, dass die verwendeten Ergebnisse von drei vorangegangenen »Boomjahren« eine zu hohe Ergebnisentwicklung in Zukunft suggerieren. Im Gegensatz dazu dürfte der Steuerpflichtige bei Unternehmen mit starken Wachstumserwartungen mit dem vereinfachten Ertragswertverfahren besser fahren, da das zukünftige hohe Ertragspotenzial nicht erfasst wird.

Die Vorgabe eines Kapitalisierungssatzes von aktuell 6,94% ist ebenfalls problematisch und entspricht kaum den langjährigen, marktüblichen Kapitalkosten (ca. 8-12%). Es ist ökonomisch kaum nachvollziehbar, dass weit in die Zukunft reichende Erträge mit einem risikolosen Basiszins abzuzinsen sind, der durch die aktuell sehr expansive Geldpolitik der EZB maßgeblich gedrückt wird.

Darüber hinaus ist der veröffentlichte Basiszinssatz für sämtliche Wertermittlungen in diesem Kalenderjahr anzuwenden. Im Rahmen einer Bewertung nach den Grundsätzen der Wirtschaftsprüfer wird dagegen auf den jeweiligen Bewertungsstichtag abgestellt und ein aus der entsprechenden Zinsstrukturkurve dieses Tages gewonnener risikoloser Zinssatz verwendet. Je stärker die Zinsen im Laufe eines Jahres gestiegen sind und je steiler die aktuelle Zinsstrukturkurve ist (d.h. je größer der Unterschied zwischen kurz- und langfristigen Zinsen ist), desto mehr wird der tatsächliche Wert eines Unternehmens überschätzt. In der Folge würde die Steuerlast deutlich zu hoch ausfallen.

Auch der pauschale »mittlere« Risikozuschlag von 4,5 % ist selten realistisch. Bei Unternehmen aus Branchen mit sehr hohen Risikozuschlägen – wie etwa Technologie, Banken, Bau, Industrie oder Transport – ist dieses Vorgehen besonders nachteilig. Auch in diesen Fällen ist es empfehlenswert, eine individuelle Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen der Wirtschaftsprüfer (IDW S1) durchzuführen. Dort wird der Risikozuschlag individuell für das Unternehmen auf Basis des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) ermittelt.

1.5 Methodenüberblick

Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung sind durch eine große Methodenvielfalt gekennzeichnet. Aus der Diskussion der Funktionen der Unternehmensbewertung wurde die zentrale Rolle von Entscheidungs- und Marktwerten deutlich. Auf der Ermittlung von Entscheidungswerten basieren Entscheidungswerte, aber auch Schieds- und Argumentationswerte. Marktwertermittlungen sind demgegenüber Ausgangspunkt für die Bestimmung von Marktwerten, Steuerungswerten und in etwa auch des »objektiven« Unternehmenswertes nach IDW. Die Ermittlung von steuerlichen Werten oder Vertragswerten stellen besondere Bewertungszwecke dar und es sind spezielle Aspekte zu beachten. In Deutschland werden die Verfahren der Unternehmensbewertung üblicherweise nach diesen Funktionen der Bewertung klassifiziert.

	Erfolgsorientierte Bewertungsverfahren	Marktorientierte Bewertungsverfahren	Kostenorientierte Bewertungsverfahren	Realoptionen
Wesen	Kapitalwert zukünftiger verfügbarer Cashflows	Vergleich mit Bewertungsrelationen einer Peer-Group	Wert der Asset abzgl. Verbindlichkeiten	Optionswert strategischer Handlungsmöglichkeiten
Prinzip	Gesamtbewertung	Gesamtbewertung	Einzelbewertung	Ergänzende Einzel-/Gesamtbewertung
Varianten	<ul style="list-style-type: none"> • DCF-Verfahren <ul style="list-style-type: none"> – Equity-Verfahren – Entity-Verfahren • Ertragswertverfahren 	<ul style="list-style-type: none"> • Equity-Multiples • Entity-Multiples • Asset-Multiples • Umsatz-Multiples 	<ul style="list-style-type: none"> • Reproduktionswert • Liquidationswert • Buchwert 	<ul style="list-style-type: none"> • Investitionsoption • Desinvestitionsoption
Stärken	<ul style="list-style-type: none"> • Zukunftsorientiert • Berücksichtigung vieler Informationen 	<ul style="list-style-type: none"> • Objektivierung durch Marktwerte • Nutzung von Marktinformationen • Einfach und schnell • Leicht nachvollziehbar 	<ul style="list-style-type: none"> • einfach 	<ul style="list-style-type: none"> • Frühzeitige Bewertung von Chancen, Flexibilität
Schwächen	<ul style="list-style-type: none"> • Komplexe Modelle/ Viele Freiheitsgrade • Unsichere Prognose der Cashflows 	<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichbarkeit kritisch • Irrationale Marktbewertungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Nur begrenzt sinnvoll <ul style="list-style-type: none"> – Make-or-Buy-Entscheidung – Liquidation 	<ul style="list-style-type: none"> • Komplexe Modelle/Viele Freiheitsgrade • Praktische Umsetzung

Tab. 1.1: Übersicht der Verfahren der Unternehmensbewertung

In den USA wird hingegen in der Regel nach Art der Verfahren zwischen erfolgsorientierten Bewertungsverfahren (»Income Approach«), kostenorientierten Verfahren (»Cost Approach«) und marktorientierten Bewertungsverfahren (»Market Approach«) unterschieden. Der Income Approach basiert auf einer Bewertung der zukünftigen Erfolge eines Unternehmens. Sowohl das deutsche Ertragswertverfahren als auch das angelsächsische Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) fallen unter diesen Ansatz. Diese Verfahren werden in den Kapiteln 2 und 3 ausführlich dargestellt. Diese Verfahren werden häufig um die Bewertung von Realoptionen ergänzt. Eine Darstellung dieses Ansatzes findet man in Kapitel 4.

Bei den marktorientierten Verfahren werden Unternehmenswerte mit Hilfe aktueller Marktpreise ermittelt. Bei diesem Ansatz wird der Wert eines Unternehmens anhand eines Kennzahlenvergleichs mit anderen Unternehmen ermittelt. Diese Kennzahlen bezeichnet man auch als Multiplikatoren (Multiples), da Marktpreise ins Verhältnis zu Performancegrößen gesetzt werden. Die Multiples können anhand von Marktbewertungen börsennotierter Unternehmen (»Peer Group«) oder anhand von gezahlten Kaufpreisen bei vergleichbaren

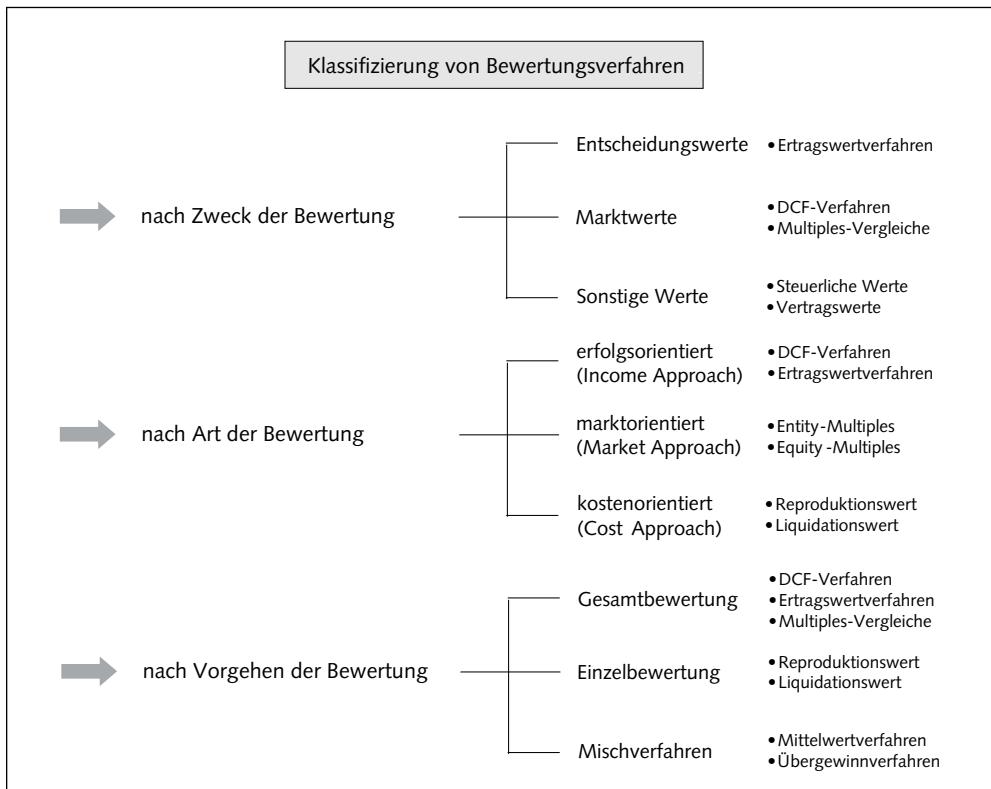


Abb. 1.4: Klassifizierung von Bewertungsverfahren

Transaktionen gebildet werden. Dabei kann grundsätzlich zwischen Equity- und Entity-Multiplikatoren unterschieden werden. Mit der Hilfe von Equity-Multiplikatoren wird das Eigenkapital bewertet, entweder das gesamte Eigenkapital oder die einzelne Aktie. Bei Entity- (oder Enterprise-Value) Multiplikatoren wird die Gesamtheit des Unternehmens bewertet, also das Eigen- zuzüglich des Fremdkapitals. Der markorientierte Ansatz wird detailliert in Kapitel 5 dargestellt.

Den kostenorientierten Verfahren liegt der Gedanke zugrunde, dass die für den Aufbau der Gesellschaft entstandenen Kosten Rückschlüsse auf den Wert des Unternehmens geben. Die Ermittlung von Substanz- und Liquidationswerten folgt diesem Ansatz. Das Substanzwertverfahren wird traditionell in der Betriebswirtschaftslehre als Reproduktionswert verstanden. Der Wert basiert auf Kosten, die aufzuwenden wären, um das Unternehmen in der vorliegenden Form zu reproduzieren. Bei der Bewertung werden somit Wiederbeschaffungswerte angesetzt. Bei der Ermittlung von Liquidationswerten werden die einzelnen Vermögensgegenstände mit ihren erwarteten Verwertungserlösen bewertet. Davon müssen die Liquidationskosten und die Verbindlichkeiten abgezogen werden. Die Bewertung der Substanz ist Gegenstand des 6. Kapitels.

Die verschiedenen Verfahren der Unternehmensbewertung sind ebenfalls durch ein unterschiedliches Vorgehen gekennzeichnet. So lassen sich Gesamtbewertungsverfahren,

Einzelbewertungsverfahren und Mischverfahren unterscheiden. Beim Einsatz von Gesamtbewertungsverfahren wird das Unternehmen als Bewertungseinheit betrachtet. Der Unternehmenswert wird durch den Gesamtertrag bestimmt, der aus dem Unternehmen künftig erwartet wird. Sowohl die erfolgsorientierten DCF- und Ertragswertverfahren als auch die marktorientierte Bewertung mit Multiples fallen in diese Kategorie. Im Gegensatz dazu wird bei den Einzelbewertungsverfahren der Unternehmenswert als Summe der einzelnen Vermögensbestandteile (Vermögensgegenstände und Schulden) berechnet. Dies ist bei der Ermittlung von Reproduktions- und Liquidationswerten der Fall. Mischverfahren sind Kombinationsverfahren aus Gesamtbewertungs- und Einzelbewertungsverfahren.

1.6 Ablauf der Unternehmensbewertung

Eine Unternehmensbewertung vollzieht sich in mehreren Schritten. Eine typische Vorgehensweise ist in Abbildung 1.5 skizziert. Zunächst muss eine geeignete Bewertungsmethode ermittelt werden. Die Wahl einer geeigneten Methode hängt von der jeweiligen Unternehmenssituation, dem Bewertungszweck und der Unternehmensstruktur ab.

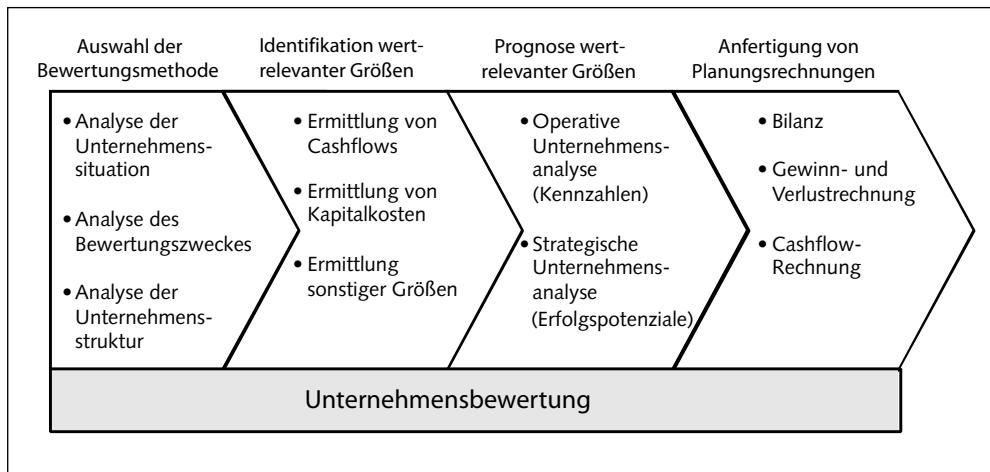


Abb. 1.5: Ablauf der Unternehmensbewertung

Die Unternehmenssituation zum Zeitpunkt der Bewertung korrespondiert mit der Auswahl eines geeigneten Bewertungsverfahrens. Ist der Anlass der Bewertung eine (absehbare) Liquidation, sollte der Liquidationswert ermittelt werden. Reproduktionswerte kommen bei der Ermittlung von steuerlichen Werten zur Anwendung. Der Reproduktionswert sollte auch ermittelt werden, wenn in Erwägung gezogen wird, ein Unternehmen vollständig neu aufzubauen. Reproduktionswerte sollten mithin auch dann ermittelt werden, wenn das Management vor einer Make-or-buy-Entscheidung steht. Eine Alternative zum

Unternehmenskauf stellt immer eine Reproduktion des gewünschten Kapitalstocks dar. Die Kaufentscheidung (»Buy«) ist nur dann zu rechtfertigen, falls der Reproduktionswert (»Make«) höher als der Kaufpreis ist.

Beispiele

»»» Die comdirect bank AG hat lange Zeit die Strategie verfolgt, mit ihrem Geschäftsmodell ins europäische Ausland zu expandieren. Dabei hatte man in verschiedenen Ländern die Wahl, einheitliche Direktbanken zu kaufen oder selbstständig Niederlassungen aufzubauen. Für die Entscheidungsfindung war es deshalb erforderlich, den möglichen Kaufpreisen der Übernahmekandidaten die entsprechenden Reproduktionswerte gegenüberzustellen.

Die Ermittlung von Reproduktionswerten wird offensichtlich bei vielen Unternehmensübernahmen missachtet. So wurden bei Übernahmen von Unternehmen der »New Economy« vielfach Kaufpreise gezahlt, die einer ökonomischen Logik entbehren. Bei Dienstleistungsunternehmen mit einer Handvoll Mitarbeitern, geringen Marktanteilen und einem niedrigen Bekanntheitsgrad wäre der eigenständige Aufbau des Geschäfts häufig günstiger gewesen als der gezahlte Akquisitionspreis. So wurde das deutsche Internet-Auktionshaus Ricardo Anfang 2000 (Umsatz 1999: 3,2 Mio. Euro, 10 Mitarbeiter) bei der Übernahme durch den britischen Konkurrenten QXL mit ca. 1,1 Mrd. Euro (bezahlt in Aktien) bewertet. Für einen derartig hohen Betrag hätte man zahlreiche Mitarbeiter einstellen und umfangreiche Werbekampagnen zur Steigerung des Bekanntheitsgrades starten können. «««

Im Regelfall kann man bei der Unternehmensbewertung von einer Fortführung des Unternehmens ausgehen – es müssen deshalb Fortführungswerte ermittelt werden. Hat die Unternehmensbewertung zum Zweck, individuelle Entscheidungswerte zu berechnen (z.B. bei Übernahmen, Abfindung von Gesellschaftern) bietet sich das Ertragswertverfahren an. Sollen hingegen Marktwerte ermittelt werden (z.B. bei der Bewertung von Aktien für die laufende Börsenbewertung oder im Rahmen des Going Public), sollte sich die Bewertung auf das Discounted-Cashflow-Verfahren oder eine Bewertung mit Multiples stützen.

Sowohl Entscheidungs- als auch Marktwerte können um verschiedene Aspekte ergänzt werden. Handelt es sich bei dem zu bewertenden Unternehmen um einen Konzern mit recht unterschiedlichen Geschäftsbereichen, ist es zweckmäßig, die Erfolgsaussichten und Risiken der einzelnen Bereiche separat zu bewerten. Diese Vorgehensweise bezeichnet man auch als Sum-of-the-parts-Bewertung. Handelt es sich bei dem Bewertungsobjekt um ein Unternehmen, das über zahlreiche strategische Handlungsoptionen verfügt (z.B. typische Wachstumsunternehmen), ist eine ergänzende Bewertung dieser sog. Realoptionen sinnvoll.

Bei den meisten Unternehmen ist darüber hinaus auch eine Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens erforderlich. Fortführungswerte auf Basis von Entscheidungs- oder Marktwerten spiegeln lediglich die zukünftigen Ertragsperspektiven (Cashflows) der operativen Geschäftstätigkeit wider. Viele Unternehmen verfügen aber über zusätzliches Vermögen, z. B.

- flüssige Mittel, die über das erforderliche Niveau hinausgehen,
- Wertpapiere und spekulative Beteiligungen und
- Sachanlagen (Grundstücke, Immobilien),

die man ohne Beeinträchtigung der originären Geschäftstätigkeit veräußern könnte. Der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens kann beträchtliche Ausmaße annehmen. Dieses Vermögen ist deshalb mit seinen Liquidationswerten (abzüglich der Ertragssteuern auf die möglichen realisierten Gewinne) anzusetzen.

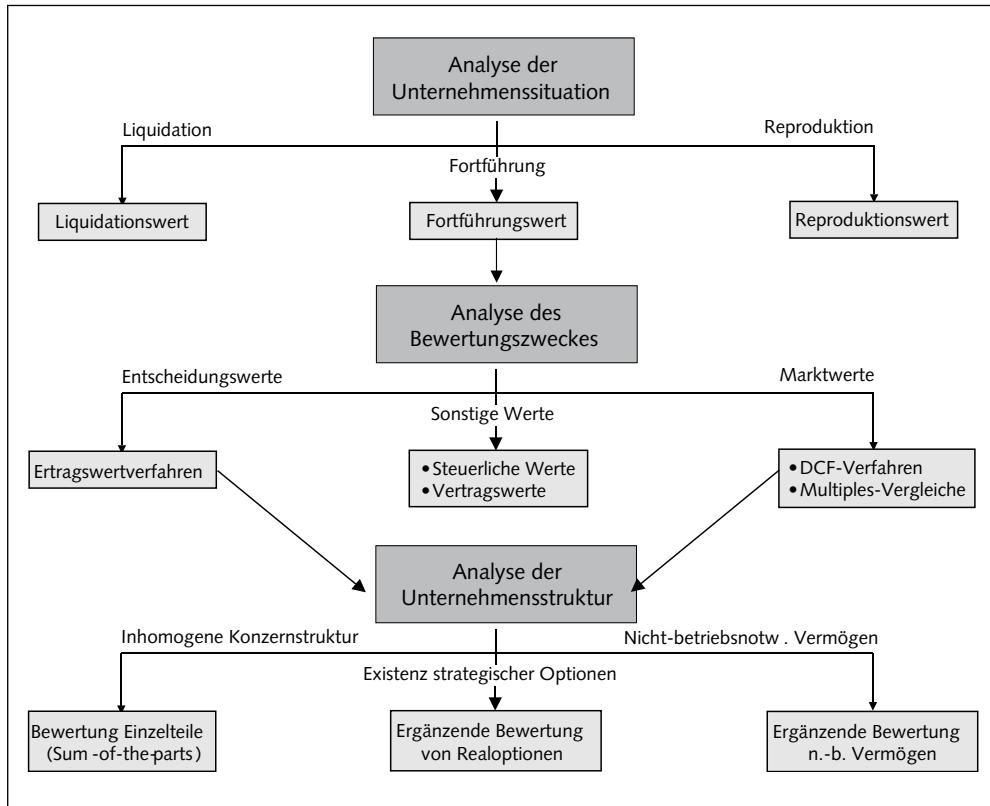


Abb. 1.6: Auswahl geeigneter Bewertungsverfahren

Nach der Festlegung der geeigneten Verfahren müssen die jeweiligen wertrelevanten Größen ermittelt und prognostiziert werden. Bei Fortführungswerten müssen demnach zukünftige Performancegrößen und Kapitalkosten errechnet werden. Für die Wertbestimmung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens oder von Realoptionen müssen ggf. besondere Größen berechnet werden (z.B. Grundstückspreise oder Volatilitäten zukünftiger Cashflows). Die Prognose der Größen mündet in der Anfertigung von konsistenten Planungsrechnungen. In der Regel werden Planungsrechnungen für zukünftige Erfolge (Plan-GuV), zukünftige Cashflows (Plan-Cashflows) und zukünftige Vermögensbestände (Plan-Bilanzen) angefertigt.

Die Prognose zukünftiger Erfolge ist für die Güte der Unternehmensbewertung von besonderer Bedeutung und nimmt deshalb regelmäßig die meiste Zeit bei der Bewertung in Anspruch. Für eine fundierte Erfolgsprognose können sämtliche Erkenntnisse der Volks- und Betriebswirtschaftslehre genutzt werden.

Auf Basis von Vergangenheitsdaten können Kennzahlen zur Ertrags- und Liquiditätslage des Unternehmens berechnet werden. Diese Kennzahlen zeigen einige Stärken (z.B. ertragreiche Geschäftsbereiche) und Schwächen (z.B. Insolvenzgefahren) auf, die Anhaltspunkte