

Martin Erhardt

Unternehmensbewertung *kompakt*



Edition Wissenschaft & Praxis

MARTIN ERHARDT

Unternehmensbewertung *kompakt*

Martin Erhardt

Unternehmensbewertung *kompakt*



Edition Wissenschaft & Praxis

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.

Alle Rechte vorbehalten

© 2021 Edition Wissenschaft & Praxis
bei Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Druck: mediaprint solutions GmbH, Paderborn
Printed in Germany

ISSN 2702-2234

ISBN 978-3-89673-765-6 (Print)

ISBN 978-3-89644-765-4 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Veröffentlichung wurde für die Vorlesung zur Unternehmensbewertung im Studiengang Master of Auditing and Taxation an der Hochschule Pforzheim entwickelt, um insbesondere Studierende mit dem Berufsziel Wirtschaftsprüfer mit den wesentlichen Grundlagen der Unternehmensbewertung vertraut zu machen. Mit ihr soll die Möglichkeit geschaffen werden, der Vorlesung aufmerksam zu folgen und gleichzeitig eine Unterlage für die Klausurvorbereitung zu haben. Dabei wurde dem heutzutage vorhandenen Verlangen nach kompakten Übersichten besonders Rechnung getragen. Wissen muss immer häufiger unter Zeit- und Erfolgsdruck erworben oder reaktiviert werden. Deshalb eignen sich Übersichtsdarstellungen besonders dafür, rasch einen Überblick über das Fachgebiet zu gewinnen und begünstigen somit ökonomisches Lernen. Der studierende, lernende oder interessierte Leser ist zudem aufgerufen, den Inhalt dieses Buches mit der vielfach vorhandenen Fachliteratur punktuell abzugleichen und in Ruhe nachzuvollziehen. Die angegebene Fachliteratur eignet sich in hervorragender Weise zur weiteren Vertiefung der Grundlagen, welche hier vermittelt werden.

Den inserierenden Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaften danke ich dafür, dass sie auf der Suche nach guten Mitarbeiter(inne)n dieses Lehrbuch durch die Einbringung von Stellenanzeigen unterstützen. Ohne sie wäre diese Form der Veröffentlichung nicht möglich gewesen. Weisen Sie bitte bei Ihrer Bewerbung auf die Anzeige in diesem Buch hin! Falls dem geneigten Leser Fehler, Unklarheiten und Lücken auffallen, ist er herzlich eingeladen, mich diesbezüglich in Kenntnis zu setzen.

Pforzheim, im Dezember 2020

Prof. Dr. Martin Erhardt

Inhaltsverzeichnis

1. Umfang der Unternehmensberatung	1
2. Investitionsrechnung	2
2.1 Statische Verfahren	2
2.2 Dynamische Verfahren	2
3. Anforderungen an die Unternehmensbewertung	3
4. Werttheorien	4
5. Anlässe und Funktionen der Bewertung	5
5.1 Hauptfunktionen (neutraler Gutachter, Berater, Vermittler, Argumentation)	5
5.2 Nebenfunktionen (Information, Steuerbemessung, Vertragsgestaltung)	6
6. Grundsätze der Unternehmensbewertung	9

7. Verfahren der Unternehmensbewertung	11
7.1 Einzelbewertungsverfahren	
7.1.1 Substanzwert	12
7.1.2 Liquidationswert	13
7.2 Gesamtbewertungsverfahren	
7.2.1 Ertragswertverfahren	14
7.2.1.1 Konzeption	14
7.2.1.2 Ertragsbegriffe	15
7.2.1.3 Prognose	17
7.2.1.4 Kritik	21
7.2.2 Discounted Cashflow-Verfahren	22
7.2.2.1 Konzeption	22
7.2.2.2 WACC-Ansatz mit Free Cashflows	23
7.2.2.3 WACC-Ansatz mit Total Cashflows	27
7.2.2.4 APV-Ansatz	28

Inhaltsverzeichnis

7.2.2.5 Netto-Verfahren	31
7.2.3 Ermittlung des Basiszinssatzes	35
7.2.4 Berücksichtigung von Risiko und Geldwertänderung	40
7.2.4.1 Risikozuschlag und Sicherheitsäquivalenz	41
7.2.4.2 CAPM und Tax-CAPM	47
7.2.4.3 β -Faktor	51
7.2.5 Gegenüberstellung der DCF-Verfahren	56
7.2.6 Verbindungen von Ertragswert- und DCF-Verfahren	58
7.2.7 Terminal Value	61
7.3 Multiplikatorverfahren	
7.3.1 Grundlagen	71
7.3.2 Comparative Company Approach	73
7.3.2.1 SimilarPublic Company Method	73
7.3.2.2 Recent Acquisition Method	74
7.3.2.3 Initial Public Offering Method	74

Inhaltsverzeichnis

7.3.3 Multiplikatorverfahren bei KMU	76
7.4 Mischverfahren	77
8. Bewertung digitaler Unternehmen	80
9. Digitalisierung der Unternehmensbewertung	87
10. Vorbereitung der Unternehmensbewertung	90
Klausuraufgaben und Lösungshinweise	91

Abkürzungsverzeichnis

A	Annuität	EBIT	Earnings before Interest and Taxes
AktG	Aktiengesetz	EK	Eigenkapital
APV	Adjusted Present Value	ErbStG	Erbschaft- und Schenkungsteuergesetz
At	Ausgaben der Periode t	EW	Ertragswert
Aufl.	Auflage	EZB	Europäische Zentralbank
AV	Anlagevermögen	f., ff.	folgende, fortfolgende
BewG	Bewertungsgesetz	FCF	Free Cashflow
BGH	Bundesgerichtshof	FK	Fremdkapital
bzw.	beziehungsweise	FTE	Flow to Equity
CAPM	Capital Asset Pricing Model	ggf.	gegebenenfalls
CF	Cashflow	GK	Gesamtkapital
d_m	Dividendenrendite des Marktportfolios	GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
DCF	Discounted Cashflow	Hrsg.	Herausgeber
d.h.	das heißt	i	Zinssatz
E	Erwartungswert	IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
E_t	Ertrag der Periode t	IPOM	Initial Public Offering Method

Abkürzungsverzeichnis

JÜ	Jahresüberschuss	S	Standard, Seite
km	Kursrendite des Marktportfolios	SÄ	Sicherheitsäquivalent
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen	SPCM	Similar Public Company Method
KW	Kapitalwert	SW	Substanzwert
L. u. L.	Lieferungen und Leistungen	SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
lt.	Laut	T	Planungshorizont
mind.	mindestens	TCF	Total Cashflow
N_0	Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	TS	Tax Shield
nbV	nicht betriebsnotwendiges Vermögen	TV	Terminal Value
PH	Prüfungshinweise	u. a.	und andere
PS	Prüfungsstandard	UmwG	Umwandlungsgesetz
q	Ausschüttungsquote	UW	Unternehmenswert
r	Kalkulationszinsfuß	v.	von
R	Richtlinie	vs.	versus
RAM	Recent Acquisition Method	w	nachhaltige Wachstumsrate
RH	Rechnungslegungshinweise	WACC	Weighted Average Cost of Capital
RSS	Stellungnahmen zur Rechnungslegung	z	Inflationsrate
s	Steuersatz	z. B.	zum Beispiel

Literaturempfehlungen

Ballwieser, W./Hachmeister, D.: Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden, Probleme, 5. Aufl., Stuttgart 2016.

Ballwieser, W./Hachmeister, D. (Hrsg.): Digitalisierung und Unternehmensbewertung, Stuttgart 2019.

Drukarczyk, J./Schüler, A.: Unternehmensbewertung, 7. Aufl., München 2015.

Henselmann, K./Kniest, W.: Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen, 5. Aufl., Herne 2015.

IDW (Hrsg.): Wirtschaftsprüfer-Handbuch, Band I, aktuelle Aufl., Düsseldorf.

IDW (Hrsg.): IDW Prüfungsstandards (IDW PS)/IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung (IDW RS)/IDW Standards (IDW S) einschließlich der dazugehörigen Entwürfe sowie IDW Prüfungs- und IDW Rechnungslegungshinweise (IDW PH und IDW RH).

Peemöller, V. H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Herne 2019.

1. Umfang der Unternehmensbewertung

Der Unternehmensbewerter hat viele Disziplinen zu beherrschen, weshalb ihm Spezialisten im einzelnen Fachgebiet überlegen sind. Allerdings wird der Blick auf das ganze Unternehmen gebraucht. Am Ende soll für das gesamte Unternehmen nur ein einziger Wert stehen. Diese praktische Erfordernis benötigt am Ende zumindest eine tragfähige Lösung.

Einfluss auf die Wertfindung haben folgende (insbesondere betriebswirtschaftliche) Disziplinen:

- Entscheidungstheorie: es geht um Nutzenströme, zwischen denen Art-, Wert-, Zeit- und Risikopräferenzen bestehen,
- Investitions- und Finanzierungstheorie,
- Rechnungslegung und Bilanzanalyse,
- Strategische und operative Planung aufgrund der Zukunftsbezogenheit,
- Kostenrechnung und Controlling: Kosten-Nutzen-Abwägungen sowie Vereinfachungen und Pauschalierungen statt aufwändiger Simulationen und
- Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Familien-, Erb- und Steuerrecht u.a.

2. Investitionsrechnung

2.1 Statische Verfahren

1. Einperiodige Verfahren:

- Kostenvergleichsrechnung
(Wähle die Investition mit den geringsten Kosten je Periode)
- Rentabilitätsvergleichsrechnung
(Wähle die Investition mit der größten Kapitalrentabilität je Periode)
- Gewinnvergleichsrechnung
(Wähle die Investition mit dem größten Gewinn je Periode)

2. Mehrperiodiges Verfahren:

- Amortisationsrechnung
(Wähle die Investition mit der kürzesten Amortisationsdauer)

2.2 Dynamische Verfahren

1. Hauptverfahren:

Vollständiger Finanzplan (zum Vergleich werden mehrperiodige Investitionen durch ergänzende Investitionen und Finanzierungen zu echten Alternativen vervollständigt)

2. Hilfsverfahren (Annahmen!):

- a. Kapitalwertmethode
 $(KW = -I_{t_0} + \sum (E_t - A_t) / (1+i)^t)$
- b. Annuitätenmethode
 $(A = KW * i * (1 + i)^t / ((1+i)^t - 1))$
- c. Interne Zinsfußmethode
→ modifizierte interne Zinsfußmethode

3. Anforderungen an die Unternehmensbewertung

