

---

# Unternehmensbewertung und ökonomische Analyse

---

Stefan Behringer • Florian Follert  
Hrsg.

# Unternehmensbewertung und ökonomische Analyse

Interdisziplinäre Aspekte zwischen Theorie  
und Praxis

*Hrsg.*  
Stefan Behringer  
Rotkreuz, Schweiz

Florian Follert  
Seekirchen am Wallersee, Österreich

ISBN 978-3-658-40234-1      ISBN 978-3-658-40235-8 (eBook)  
<https://doi.org/10.1007/978-3-658-40235-8>

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

© Der/die Herausgeber bzw. der/die Autor(en), exklusiv lizenziert an Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2023

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jedermann benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des jeweiligen Zeicheninhabers sind zu beachten.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Planung/Lektorat: Vivien Bender

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature.

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

---

## Vorwort

Die Unternehmensbewertung zeichnet sich wie kaum eine andere Disziplin durch eine immense Breite an Betrachtungsperspektiven aus. Sie wird vielfach als die „Königdisziplin“ der betriebswirtschaftlichen Zunft bezeichnet, weil die Prognose und Bewertung künftiger und damit unsicherer Erfolge ein breites Verständnis des betrieblichen Geschehens erfordert.

Die Grenzen der Unternehmensbewertung sind dabei jedoch keineswegs durch die Betriebswirtschaftslehre im Allgemeinen oder das Unternehmen im Besonderen fixiert. Zum einen lässt sich die Bewertungstheorie als konzeptioneller Rahmen auf zahlreiche Individualentscheidungen jenseits der betrieblichen Sphäre übertragen. Zum anderen lässt sich das Themengebiet in seiner Komplexität nur durch das Zusammenspiel der Erkenntnisse unterschiedlicher Disziplinen ergründen. Die unterschiedlichen Zugänge und das Ringen um die beste Idee münden jedoch in Konflikten zwischen verschiedenen Strömungen innerhalb der Bewertungslehre.

Neben der wissenschaftlichen Interdisziplinarität und dem akademischen Ideenwettbewerb, ist auch der Austausch zwischen Bewertungstheorie und Bewertungspraxis ein Charakteristikum des Feldes. Die Wertfindung ist die Grundlage zahlreicher Entscheidungen in Wirtschaft und Gesellschaft, die die Wohlfahrt verschiedener Akteure beeinflusst. Dabei ist es selbstverständlich, dass auch die Interessen an eine Bewertungsmethode konfliktieren können und ein Verfahren nur selten in gleichem Maße zweckadäquat und praktikabel sein kann. Die Erwartungen an die Methoden der Unternehmensbewertung sind in der Praxis teilweise weitergehend als sie von einem theoretischen Standpunkt überhaupt möglich sind.

Das vorliegende Buch verfolgt das Ziel, zumindest einen kleinen Ausschnitt aus der Breite der Unternehmensbewertung zu präsentieren. Dem Titel folgend, wird eine besonders große Schnittmenge zur Ökonomie identifiziert. Die Subjektivität des Werts und die Marginalanalyse sind von herausragender Bedeutung für die ökonomische Beurteilung von Transaktionen jeder Art, somit auch der Übertragung von Verfügungsrechten an Unternehmen. Offenkundig wird damit sowohl die theoretische Fundierung als auch die lange Historie der Disziplin, welche im ersten Abschnitt des Werkes im Vordergrund stehen. Matschke eröffnet das Buch mit einem Aufsatz zu den Grundsätzen ordnungsgemäßer

Unternehmensbewertung. Hierbei fokussiert der Autor die von ihm (mit)begründete funktionale Unternehmensbewertung als theoretische Basis, aus der Grundsätze für die Bewertung gewonnen werden. In jüngerer Zeit wird die Bewertungstheorie nicht nur auf materieller Ebene analysiert, sondern auch einer eingehenden prozessualen Untersuchung unterzogen. Quill blickt aus soziologischer Perspektive mit einem Netzwerkansatz auf die Verbreitung neoklassischer Ansätze in gängigen Lehrbüchern und verdeutlicht einmal mehr die Interdisziplinarität innerhalb der Sozialwissenschaften.

Die Bewertungstheorie ist insbesondere im deutschsprachigen Raum durch die Trennung in zwei konkurrierende Lager – die investitionstheoretische und die finanzierungstheoretische Schule – gekennzeichnet. Follert und Behringer tragen diesem Umstand Rechnung, indem sie die Entscheidung eines Wissenschaftlers, sich einer Bewertungsschule anzuschließen, auf Basis der Rational Choice-Theorie untersuchen. Buchheim widmet sich mit der Arisierung einem historischen Bewertungsanlass und zeigt auf, wie scheinbar rein technische Vorgänge zum Unrecht missbraucht werden können. Die Bewertungsmethodik wird dabei zum Schleier, hinter dem sich tiefes Unrecht verbirgt. Abgerundet wird der Abschnitt durch eine marktbezogene Sichtweise Brauns, der die Verbindungslinien zwischen Nationalökonomie und der Bewertung von Vermögensgegenständen nachzeichnet.

Der Markt für Unternehmen, Unternehmensteile sowie deren Anteile ist durch divergierende Interessen, oftmals mehrdimensionale Zielsetzungen und dynamische Rahmenbedingungen rechtlicher und ökonomischer Natur gekennzeichnet. Der zweite Abschnitt des Buchs bettet die Wertfindung als zentralen Aspekt im Rahmen von Unternehmenstransaktionen (M&A) in einen volkswirtschaftlichen und gesellschaftlichen Kontext ein. Schmidt beschreibt in seinem Beitrag die Auswirkungen von Umwelt-, Sozial- und Governancekriterien zum Unternehmenswert. Nach erfolgter Übernahme wird die Unternehmensbewertung zum Ansatz der Beteiligung im Rechnungswesen des Käufers benötigt. Tettenborn und Pasch gehen auf die Diskussion um die Fair Value Bewertung in der Rechnungslegung ein, die erhebliche Auswirkungen auf den Gewinnausweis von Konzernen hat und in der Folge die Wertentwicklungen an den Kapitalmärkten mitbestimmt. Gleißner et al. gehen in ihrem Aufsatz zu aktuellen Herausforderungen bei M&A insbesondere auf den oftmals vernachlässigten Risikoaspekt ein. Besonders aufschlussreich dürften vor allem die Ausführungen zu jenen Risiken sein, deren Treiber in der politischen Sphäre zu verorten sind. Makroökonomische und politische Rahmenbedingungen beeinflussen Unternehmen jeder Größe, von der großen Publikumsgesellschaft bis zum kleinen Handwerksbetrieb. Buchner et al. widmen sich in ihrem Beitrag der Bewertung im Mittelstand, in Klein- sowie Kleinstunternehmen und analysieren den AWH-Standard aus ökonomischer und bewertungstheoretischer Sicht.

Der dritte Teil des Buchs thematisiert mit der rechtsgeprägten Unternehmensbewertung ein praktisch wie wissenschaftlich kontrovers diskutiertes Sujet. Knoll widmet sich dem aktienrechtlichen Squeeze Out und geht insbesondere auf die vielschichtige Analyse des Eigentumsschutzes ein. Karami und Karami verknüpfen schließlich die Unternehmensbewertung mit Compliance-Verstößen, wobei sie den Blick nicht nur für das Zivil, sondern auch für das Strafrecht schärfen.

---

Gerne möchten wir uns bei allen bedanken, die zu diesem Buch beigetragen haben. An erster Stelle gilt dieser Dank allen Autoren dieses Bandes. Des Weiteren danken wir René Walser von der Hochschule Luzern, der die Aufbereitung des Manuskripts übernommen hat, sowie Vivien Bender für die verlagsseitige Betreuung dieses Buches. Im Übrigen gilt unser Dank allen, die die Opportunitätskosten dieses Buches zu tragen hatten.

Luzern und Seekirchen, Schweiz und Österreich  
September 2022

Prof. Dr. Stefan Behringer  
Prof. Dr. Florian Follert

---

# Inhaltsverzeichnis

## Teil I Geschichte der Unternehmensbewertung

- 1 Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung als Normensystem** ..... 3  
Manfred Jürgen Matschke
- 2 Wirtschaftswissenschaftliche Bewerter und das CAPM** ..... 33  
Tobias Quill
- 3 Zur ökonomischen Analyse akademischer Schulen – Eine Betrachtung am Beispiel der Unternehmensbewertung** ..... 69  
Florian Follert und Stefan Behringer
- 4 Unternehmensbewertung im Nationalsozialismus – unter besonderer Berücksichtigung der sogenannten „Arisierung“ der deutschen Wirtschaft** ..... 83  
Regine Buchheim
- 5 Zur Bedeutung der Unternehmensbewertung aus Sicht der Österreichischen Schule der Nationalökonomie** ..... 101  
Eduard Braun

## Teil II Unternehmensbewertung bei Mergers & Acquisitions

- 6 ESG in der Unternehmensbewertung** ..... 115  
Robert C. Schmidt
- 7 Fair Value-Accounting – Grundlagen und Stand der wissenschaftlichen Diskussion** ..... 133  
Martin Tettenborn und Lilia Pasch
- 8 Neue Herausforderungen bei M&A und die Implikation für die Unternehmensbewertung** ..... 159  
Werner Gleißner, Susann Ihlau, Kai Lucks und Reinhard Meckl

- 9 Unternehmensbewertung für Mittelstand, Klein- und Kleinstunternehmen** ..... 185  
Markus Buchner, Gunther Friedl und Markus Glasl

**Teil III Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung**

- 10 Squeeze Out und Eigentumsschutz: Wann beginnt das Problem?** ..... 207  
Leonhard Knoll
- 11 Unternehmensbewertung bei Compliance-Verstößen im Zivil- und Strafrecht** ..... 219  
Behzad Karami und Pedram Karami

---

# Autorenverzeichnis

---

## Die Herausgeber

**Prof. Dr. Stefan Behringer** leitet seit 2020 das Kompetenzzentrum Controlling am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern - Wirtschaft. Er forscht auf den Gebieten Controlling, Unternehmensbewertung, Compliance- und Risikomanagement. Behringer ist Autor von zahlreichen Büchern und circa 150 Fachaufsätzen, die teilweise in internationalen Journals publiziert worden sind. Von 2013 bis 2019 war Behringer Präsident der NORDAKADEMIE, Hochschule der Wirtschaft, Elmshorn und Hamburg. Zuvor war er als Leiter Controlling und General Manager Corporate Governance für die Olympus Europa GmbH in Hamburg tätig. Sein Studium der Betriebswirtschaftslehre absolvierte er an der Universität zu Köln und der Copenhagen Business School. Zum Dr. rer. pol. wurde er an der heutigen Europa-Universität Flensburg promoviert. Stefan Behringer ist Beirat des Aalener Instituts für Unternehmensführung und Chefredakteur der Zeitschrift Risk, Fraud & Compliance.

**Prof. Dr. Florian Follert** ist seit Januar 2023 Inhaber der Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, sowie akademischer Leiter der MBA-Programme an der Privatuniversität Schloss Seeburg in Seekirchen am Wallersee. Florian Follert war wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftsprüfung an der Universität des Saarlandes und wurde 2019 mit der mehrfach rezensierten und ausgezeichneten Arbeit „Zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren aus interessentheoretischer Sicht. Der aktienrechtliche Minderheitenausschluss im Lichte der Neuen Politischen Ökonomie“ promoviert. Follert verfügt über nationale und internationale Praxiserfahrung in der Finanzbranche und der Organisationsberatung. Zu seinen Arbeitsschwerpunkten zählen die Unternehmensrechnung, die Bewertungstheorie, Fragen der Corporate Governance sowie die Ökonomik des Sports. Insbesondere die rationale Entscheidungsvorbereitung unter Unsicherheit bildet einen Schwerpunkt seiner Arbeit. Er fungiert als Gutachter für nationale und internationale Zeitschriften, ist Academic Editor der Zeitschrift PlosOne und Mitglied der Editorial Boards der Zeitschriften Management

Review Quarterly sowie Managing Sport and Leisure. Florian Follert zählte 2022 im Ranking der WirtschaftsWoche zu den 100 forschungsstärksten Betriebswirten unter 40 Jahren im DACH-Raum.

---

## **Die Autoren**

**Manfred Jürgen Matschke**, Greifswald, Deutschland

**Tobias Quill**, Düsseldorf, Deutschland

**Florian Follert**, Seekirchen am Wallersee, Österreich

**Stefan Behringer**, Rotkreuz, Schweiz

**Regine Buchheim**, Berlin, Deutschland

**Eduard Braun**, Clausthal, Deutschland

**Robert C. Schmidt**, München, Deutschland

**Martin Tettenborn**, Heilbronn, Deutschland

**Lilia Pasch**, Mühlheim an der Ruhr, Deutschland

**Werner Gleißner**, Leinfelden-Echterdingen, Deutschland

**Susann Ihlau**, Düsseldorf, Deutschland

**Kai Lucks**, München, Deutschland

**Reinhard Meckl**, Bayreuth, Deutschland

**Markus Buchner**, München, Deutschland

**Gunther Friedl**, München, Deutschland

**Markus Glasl**, München, Deutschland

**Leonhard Knoll**, Würzburg, Deutschland

**Behzad Karami**, Frankfurt, Deutschland

**Pedram Karami**, Frankfurt, Deutschland

---

# Abkürzungsverzeichnis

a. F.	alte Fassung
Abs.	Absatz
ABWL	Allgemeine Betriebswirtschaftslehre
AG	Aktiengesellschaft
AHK	Anschaffungs- oder Herstellungskosten
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung
ANT	Antizyklischer Einstieg in einen Trade
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
AWH	Arbeitskreis der Wert ermittelnden Berater im Handwerk
AWV	Außenwirtschaftsverordnung
BewG	Bewertungsgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BWL	Betriebswirtschaftslehre
bzgl.	bezüglich
bzw.	Beziehungsweise
c. p.	Ceteris paribus (Unter sonst gleichen Bedingungen)
ca.	circa
CAPM	Capital asset pricing model
CFO	Chief Financial Officer
CMS	Compliance-Management-System
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
CVC	Corporate-Venture-Capital
d. h.	das heißt
d. V.	der/die Verfasser
DCF	Discounted Cash Flow
DFG	Deutsche Forschungsgemeinschaft e. V.
DIIR	Deutsches Institut für Interne Revision e. V.

---

DSGVO	Datenschutzgrundverordnung
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EACVA	European Association of Certified Valuers and Analysts
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EGAktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
ErbStG	Erbschaftssteuergesetz
ESG	Environmental, Social, Governance
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUR	Euro
f.	folgend
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	fortfolgend
FSA	Freiwillige Selbstkontrolle für die Arzneimittelindustrie e.V.
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GoP	Grundsätze ordnungsgemäßer Planung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HFA	Hauptfachausschuss des IDW
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i. e. S.	im engeren Sinne
i. S. d.	im Sinne des
i. V. m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
ICV	Internationaler Controller Verein
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
KGV	Kurs/Gewinn-Verhältnis
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
M&A	Mergers & Acquisitions
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
n. F.	neue Fassung
NS	Nationalsozialismus
NSDAP	Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei
NZG	Zeitschrift: „Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht“
OCI	Other Comprehensive Income
OLG	Oberlandesgericht

---

OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
PS	Prüfungsstandard
PV	Present Value (Barwert)
RBewG	Reichsbewertungsgesetz
RFH	Reichsfinanzhof
RM	Reichsmark
RMA	Risk Management Association
Rn.	Randnummer
S.	Seite
s. o.	siehe oben
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
SLL	sustainability linked loan
Sp.	Spalte
SPACs	Special Purpose Acquisition Companies
StaRUG	Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen
StGB	Strafgesetzbuch
u. a.	unter anderem
U. E. C.	Union Européenne des Experts Comptables, Economiques et Financiers
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UmwG	Umwandlungsgesetz
v. H.	von Hundert
VC	Venture Capital
vgl.	Vergleiche
VHB	Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e. V.
WACC	Weighted average cost of capital
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel
ZDH	Zentralverband des Deutschen Handwerks

---

# Abbildungsverzeichnis

Abb. 1.1	Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung 1: Definition und Zwecksetzung . . . . .	4
Abb. 1.2	Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung 2: Quellen . . . . .	5
Abb. 1.3	Theorie funktionaler Unternehmensbewertung 1: Ausgangspunkt und Typen von Konfliktsituationen . . . . .	8
Abb. 1.4	Theorie funktionaler Unternehmensbewertung 2: Aufgabenstellungen/ Zwecke/(Haupt-)Funktionen und Entscheidungswert als zentrale Größe in allen Funktionen . . . . .	11
Abb. 1.5	Erläuterung des Entscheidungswertes: Eindimensionale disjunctierte Konfliktsituation von Typ „Kauf/Verkauf“ . . . . .	13
Abb. 1.6	Mehrdimensionale disjunctierte Konfliktsituation von Typ „Kauf/Verkauf“ . . . . .	13
Abb. 1.7	Allgemeines Modell der Entscheidungswertermittlung: 1. Schritt . . . . .	15
Abb. 1.8	Allgemeines Modell der Entscheidungswertermittlung: 2. Schritt . . . . .	15
Abb. 1.9	Zustands-Grenzpreismodell aus Käufersicht: Bestimmung des Basisprogramms. . . . .	17
Abb. 1.10	Zustands-Grenzpreismodell aus Käufersicht: Bestimmung des Bewertungsprogramms und Entscheidungswertes. (Grenzpreis des Käufers) . . . . .	18
Abb. 1.11	Beziehung zwischen Entscheidungswert (Grenzpreis des Käufers) und Zukunftserfolgswert der Unternehmung . . . . .	19
Abb. 1.12	Zukunftserfolgswert als untere und obere Schranke für den Entscheidungswert (Grenzpreis des Käufers) . . . . .	20
Abb. 1.13	Basis-Grundsätze ordnungsmäßiger (funktionaler) Unternehmensbewertung 1 . . . . .	22
Abb. 1.14	Basis-Grundsätze ordnungsmäßiger (funktionaler) Unternehmensbewertung 2 . . . . .	23

---

Abb. 2.1	Übersicht: Deutschsprachige Lehrbücher zur Unternehmensbewertung . . .	36
Abb. 2.2	Drukarczyk & Schüler: Entwicklung von Grenzpreis und Bewertungszweck . . . . .	42
Abb. 2.3	Drukarczyk & Schüler: Entwicklung des Ertragswertverfahrens . . . . .	43
Abb. 2.4	Drukarczyk & Schüler: Entwicklung von Kritik am CAPM. . . . .	44
Abb. 2.5	Kuhner & Maltry: Fokussierte Argumentation zugunsten des CAPM . . . .	54
Abb. 4.1	Wissenschaftsprogramme der Betriebswirtschafts- lehre (in Anlehnung an (Wöhe et al., 2020, S. 11–12). . . . .	85
Abb. 5.1	Gleichgewichtspreis und subjektive Wertschätzungen . . . . .	103
Abb. 5.2	Fehlender Markt, wenn Marktpreis = Wert . . . . .	110
Abb. 6.1	ESG-Wirkungshebel auf das Cashflow-Profil . . . . .	121
Abb. 6.2	ESG-Wirkungshebel auf den Unternehmenswert . . . . .	123
Abb. 6.3	Wertvernichtung, Werterhalt und Wertsteigerung durch ESG. . . . .	126
Abb. 6.4	Der Wertbeitrag von ESG-Maßnahmen. . . . .	128
Abb. 7.1	Veröffentlichungen nach Jahr und Thema. (Quelle: Eigene Darstellung) . . . .	137
Abb. 10.1	Zeitstrahl der Squeeze Out-Prozedur entnommen aus Karami (2014, S. 149) . . . . .	210

---

# Tabellenverzeichnis

Tab. 6.1	Übersicht ESG-Faktoren .....	117
Tab. 11.1	Ermittlung der finanziellen Überschüsse aus objektiverter und subjektiver Sichtweise .....	233