

# **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](http://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](http://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

<b>Vorwort</b> .....	V
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	XV
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	XVII
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	XIX
<b>Symbolverzeichnis</b> .....	XXIII
<b>Erster Teil: Einführung und Begriffsklärung</b> .....	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
<b>Zweiter Teil: Unternehmensbewertung</b> .....	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
	<b>Dritter Teil: Due Diligence</b> .....	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
	<b>Literaturverzeichnis</b> .....	285
	<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	299

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b> .....	V
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	XV
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	XVII
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	XIX
<b>Symbolverzeichnis</b> .....	XXIII
<b>Erster Teil: Einführung und Begriffsklärung</b> .....	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
<b>Zweiter Teil: Unternehmensbewertung</b> .....	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
<b>Dritter Teil: Due Diligence .....</b>	<b>227</b>
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 <sup>®</sup> -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
<b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>	<b>285</b>
<b>Stichwortverzeichnis . . . . .</b>	<b>299</b>