

# **Unternehmensbewertung und Due Diligence**

**Grundlagen – Methoden – Anwendungen**

Von

**Prof. Dr. Dr. Carl-Christian Freidank**

**ERICH SCHMIDT VERLAG**

# 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<br>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<br>des Zugewinnausgleichs .....                                       | 154 |
|      | C. Unternehmensbewertung im Rahmen der Rechnungslegung .....   | 163 |
|      | D. Steuerliche Auswirkungen von Unternehmensbewertungen<br>beim Gesellschafterein- und -austritt .....                   | 170 |
|      | E. Unternehmensbewertung zur Entscheidung von Fortführung<br>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<br>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<br>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<br>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 <sup>®</sup> -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<br>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<br>Steuerrecht .....                             | 164 |
| a. Grundlegendes .....   | 164 |
| b. Rückgriff auf Verfahren der Unternehmensbewertung .....   | 167 |
| 3. Zusammenfassung .....   | 169 |
| D. Steuerliche Auswirkungen von Unternehmensbewertungen<br>beim Gesellschafterein- und -austritt ..... | 170 |
| 1. Allgemeines .....   | 170 |

|  |     |
|--|-----|
| 2. Veräußerung eines Mitunternehmeranteils an einen Dritten<br>(Gesellschafterwechsel) .....                             | 170 |
| a. Entschädigung und steuerrechtliche Rahmenbedingungen ...  | 170 |
| b. Fallstudie .....  | 172 |
| 3. Eintritt eines Gesellschafters in eine bestehende Personen-<br>handelsgesellschaft .....                              | 178 |
| a. Anschaffung und Veräußerung des Mitunternehmeranteils ...   | 178 |
| b. Fallstudie .....  | 179 |
| 4. Zusammenfassung .....   | 187 |
| E. Unternehmensbewertung zur Entscheidung von Fortführung<br>oder Liquidation im Rahmen des Schutzschirmverfahrens ..... | 188 |
| 1. Problemstellung .....   | 188 |
| 2. Struktur des Schutzschirmverfahrens .....   | 190 |
| a. Systematisierung des insolvenzrechtlichen Entscheidungs-<br>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> .....                               | 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 <sup>®</sup> -Konzepts .....             | 252 |
| b. Steuerung mithilfe der Balanced Scorecard .....                     | 253 |
| b.a Integrated Thinking im Rahmen des Akquisitions-<br>prozesses ..... | 253 |
| b.b Erweiterung auf sechs synergetische Kapitalarten .....             | 255 |
| b.c Beziehungen zwischen den synergiebezogenen<br>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<br>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<br>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> |