

Grundzüge der
(rechtsgeleiteten)
Unternehmensbewertung

Wie bewerten Sie ein Unternehmen?

- Bilanzwerte?
- Substanzwert?
 - Summe Veräußerungswerte aller Assets minus Verbindlichkeiten = Unternehmenswert?
- Umsatz?
- Gewinn?
- Schlicht nach Angebot und Nachfrage?
- Börsenkurs? (wenn vorhanden)

Warum bewerten Sie ein Unternehmen?

- In der M&A-Situation entscheidet letztlich Angebot und Nachfrage
 - Bewertungsverfahren sind hier nur Indikatoren für anfängliche Preisvorstellungen
 - Dominanz von Praktikerverfahren und Daumenregeln
 - Subjektiver Unternehmenswert
- Wichtig in Situationen ohne Preisverhandlung:
 - Ausscheiden eines Gesellschafters, § 738 BGB
 - Abfindung nach Strukturmaßnahmen, §§ 304, 305 ff. AktG, 327a AktG
 - Umtauschverhältnis bei der Verschmelzung, § 5 UmwG
 - Scheidung des Unternehmers -> Zugewinnausgleich
 - Erbstreitigkeiten
 - Schädigung des Unternehmens -> Vermögensvergleich vorher/nachher bei § 249 BGB
 - Suche nach dem (möglichst) **objektiven Unternehmenswert**

Die herrschende Methode

- Durchgesetzt hat sich (seit 1971) der **Ertragswert**
- Bilanzwert:
 - Kein reales Abbild, Vorsichtsprinzip, manipulationsanfällig, vergangenheitsbezogen
- Substanzwert:
 - Lange die dominierende Methode
 - Aber Einzelwert der Vermögensgüter oft geringer als Gesamtwert
 - Mit Wert des lebenden Unternehmens nicht vergleichbar
 - Impliziert Liquidation, es ist aber Fortführung gewollt
 - Am Markt würde bei gleichem Substanzwert ein ertragsstarkes Unternehmen höher bewertet als ein ertragsschwaches

Die herrschende Methode

- Maßgeblich heute: IdW S 1:
<https://www.idw.de/idw/verlautbarungen/idw-s-1-i-d-f--2008/43028>
- Aber Ausnahmen:
 - Reines Immobilien- oder Wertpapiervermögen → Veräußerungswerte minus Schulden, Net Asset Value
 - Freiberufliche Praxen, Sonderregeln aufgrund der Personengebundenheit
 - Dauernd ertragslose Unternehmen -> Liquidationswert als Untergrenze
 - Börsennotierte Unternehmen -> Börsenkurs als Untergrenze (BVerfG 100, 249 ff.), Meistbegünstigungsprinzip
 - International: Discounted Cash Flow (DCF)
- Die „einzig richtige“ Bewertungsmethode gibt es nicht
- Grundsatz der Methodenoffenheit (BVerfG)
- In vielen Fällen Vorgehen nach IdW S 1 aber sinnvoll und geboten
- Erster Schritt aber stets: Bewertungsmethode festlegen und begründen.

Grundlagen

- **Beachtung des Bewertungszwecks** (Parteigutachten vs. Schiedsgutachten)
- **Bewertung der gesamten Einheit**
 - Wert des einzelnen Anteils wird daraus abgeleitet
 - Ein Anteil von 10% ist 10% des gesamten Unternehmens wert
 - Kein Dominanzabschlag für Minderheitenanteile, kein Dominanzzuschlag für Mehrheitsanteile
 - Kein Fungibilitätsabschlag
- **Stichtagsbezogenheit der Bewertung**
 - Keine Berücksichtigung späterer Erkenntnis oder nachträglicher Entwicklungen
 - Beispiel: RWE/E.ON am 1.3.2011 -> Weiterbetrieb der Atomkraftwerke
 - Ausnahme: Wurzeltheorie
 - Entwicklung muss in der Planung schon angelegt gewesen sein
- **Ausschluss des sog. nicht betriebsnotwendigen Vermögens**
 - Exzessiver Cash, nicht genutzte Grundstücke, Luxusgegenstände
 - Werden nicht im Ertrag mitbewertet, sondern mit Verkaufserlös zum Ertragswert hinzugezählt
- **Ermittlung der nachhaltig erzielbaren Überschüsse**

Ermittlung des Ertragswerts

- Ausgangspunkt: Vergangenheitsergebnisse
 - Letzte drei Jahre, gewichtet
 - Neutralisierung a.o. Erträge
- Detailplanungsphase
 - Voraussichtliche Ergebnisse der nächsten 5 Jahre
 - Gemäß konkreter Unternehmensplanung
 - Auf der Annahme weiterbestehenden Selbständigkeit (stand-alone)
 - Ohne Synergiewerte
 - Ausblendung von Sonderfaktoren
- Danach: Ewige Rente
 - Annahme gleichbleibender Erträge für die Zukunft
 - Vergrößernder Faktor, aber seriöse Planung > 5 Jahre nicht möglich
- Ergebnis: Voraussichtlicher durchschnittlicher Jahresertrag

Ermittlung des Ertragswerts

- Bedarf der Korrektur durch den **Abzinsungsfaktor**
- Geldzufluss in der fernen Zukunft ist weniger wert als Geldzufluss heute
- Ausgleich der Geldentwertung
- Möglichkeit der alternativen, risikolosen Geldanlage
- Ermittlung:
 - (weitgehend) risikolos erzielbarer (langfristiger) Zins **plus**
 - Risikozuschlag **gleich**
 - Abzinsungsfaktor
- Risikozuschlag schwer ermittelbar, Grenzen der Objektivität
 - Üblich: Historische Überrendite von Aktien ggü. Anleihen plus unternehmensbezogener (Beta-) Faktor.
 - Beta-Faktor abgeleitet aus Performance von Vergleichsunternehmen oder Kapitalmarktdaten
 - Abgleiten ins WAG (wild ass guessing) nicht selten, Gefahr der Scheinobjektivität.
- Multiplikation des durchschnittlichen Jahreswerts mit dem Kehrwert des Abzinsungsfaktors ergibt Unternehmenswert
- Beispiel: Ertrag 1 Mio, Abzinsungsfaktor 12%, Kehrwert $100/12 = 8,33$, Wert 8,33 Mio.

Unternehmenswert im Streit und Prozess

- Problem der Kontrolldichte
 - Zahlreiche Punkte scheinobjektiv:
 - Was sind a.o. Erträge?
 - Was war schon in der Planung angelegt?
 - Was ist nicht betriebsnotwendig?
 - Wie hoch ist das unternehmensspezifische Risiko?
 - Häufig heftiger Streit der Parteien
 - Sachverständiger nötig
 - Richterliche Kontrolle des Ergebnisses
 - In schadensrechtlichen Fällen § 287 ZPO
 - Bei aktienrechtlichen Abfindungen und Tauschangeboten vorbereitendes Gutachten (zB §§ 9 ff UmwG), Verfahren nach dem SpruchG
 - Bei § 738 BGB?

Zum Nachlesen:

- Fleischer, AG 2014, 97 ff.
- ders. AG 2016, 185 ff.
- Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, 193-202