

**Erklärung zur Veröffentlichung wissenschaftlicher Arbeiten
auf dem Dokumentenserver der Hochschulbibliothek (MeiDoks)**

Angaben zum Autor (Name, Vorname):

.....

Fachbereich:

Studium wird/wurde beendet am:

Art der wissenschaftlichen Arbeit (z. B. Bachelorarbeit):

Thema der wissenschaftlichen Arbeit:

.....

.....

.....

Anschrift des Autors:

.....

.....

Telefonnummer des Autors:

E-Mail-Adresse des Autors:

1. Erklärung des Autors

Die wissenschaftliche Arbeit soll **einschließlich aller Dokumentenanhänge** im Einverständnis mit den Regelungen in der Anlage auf dem Dokumentenserver bereitgestellt werden.

Die wissenschaftliche Arbeit soll im Einverständnis mit den Regelungen in der Anlage unter Berücksichtigung des Datenschutzes, zur Wahrung vertraulicher Informationen oder Geheimhaltungsaspekten **ohne** folgende **Dokumentenanhänge** bereitgestellt werden:

.....

.....

Die wissenschaftliche Arbeit soll **nicht** auf dem Dokumentenserver bereitgestellt werden.

Begründung:

.....

Ort, Datum und Unterschrift des Autors

2. Stellungnahme des Erstgutachters

- Die wissenschaftliche Arbeit soll einschließlich aller Dokumentenanhänge auf dem Dokumentenserver bereitgestellt werden.
- Die wissenschaftliche Arbeit soll unter Berücksichtigung des Datenschutzes, zur Wahrung vertraulicher Informationen oder Geheimhaltungsaspekten **ohne** folgende **Dokumentenanhänge** eingestellt werden:

.....
.....

- Die wissenschaftliche Arbeit soll **nicht** auf dem Dokumentenserver bereitgestellt werden.
Begründung:

.....

Festlegung der Schlagworte nach Schlagwortverzeichnis der HSF Meißen

(<https://www.hsf.sachsen.de/einrichtungen/bibliothek/schlagwortverzeichnis/>):

-
-
-

Ort, Datum und Unterschrift des Erstgutachters

3. Stellungnahme des Zweitgutachters

- Die wissenschaftliche Arbeit soll **einschließlich aller Dokumentenanhänge** auf dem Dokumentenserver bereitgestellt werden.
- Die wissenschaftliche Arbeit soll unter Berücksichtigung des Datenschutzes, zur Wahrung vertraulicher Informationen oder Geheimhaltungsaspekten **ohne** folgende **Dokumentenanhänge** eingestellt werden:

.....
.....

- Die wissenschaftliche Arbeit soll **nicht** auf dem Dokumentenserver bereitgestellt werden.
Begründung:

.....

Ort, Datum und Unterschrift des Zweitgutachters

Anlage zur Erklärung zur Veröffentlichung wissenschaftlicher Arbeiten

1. Online-Bereitstellung

Hiermit übertrage ich der Hochschule für öffentliche Verwaltung und Rechtspflege (FH), Fortbildungszentrum des Freistaates Sachsen (im Folgenden HSF Meißen), vertreten durch die Hochschulbibliothek, das einfache, zeitlich unbefristete Nutzungsrecht, die oben genannte wissenschaftliche Arbeit auf ihren Servern im Internet zu veröffentlichen und zu archivieren.

Ich übernehme für die von mir eingestellten Inhalte die volle Verantwortung und versichere, dass die von mir erstellte wissenschaftliche Arbeit keine Gewalt verherrlichenden, volksverhetzenden, pornografischen oder andere strafbare Inhalte aufweist, zu Straftaten anleitet oder das Persönlichkeitsrecht Dritter verletzt.

Mit der Anmeldung ist kein rechtlich verbindlicher Anspruch auf die Online-Bereitstellung der wissenschaftlichen Arbeit verbunden. Die HSF Meißen behält sich vor, eine Veröffentlichung von der Erfüllung technischer und inhaltlicher Voraussetzungen abhängig zu machen.

Eine Vergütung erfolgt nicht.

Meine sonstigen Urheberrechte werden nicht eingeschränkt. Ich kann die Arbeit jederzeit zusätzlich ganz oder teilweise veröffentlichen.

2. Rechte Dritter

Ich versichere, dass mit der Veröffentlichung der wissenschaftlichen Arbeit, insbesondere der ggf. im vorliegenden Werk enthaltenen Abbildungen, keine Rechte Dritter verletzt werden.

Ich stelle die HSF Meißen von etwaigen Ansprüchen Dritter frei. Die HSF Meißen ist berechtigt, den Zugriff auf eine wissenschaftliche Arbeit zu sperren, soweit konkrete Anhaltspunkte für eine Verletzung von Rechten Dritter oder Straftaten bestehen. Die HSF Meißen wird den Autor in einem solchen Fall über die Sperrung informieren.

3. Langzeitarchivierung und Transformation in andere Formate

Der HSF Meißen wird das Recht eingeräumt, insbesondere zum Zwecke der Langzeitarchivierung die wissenschaftliche Arbeit in andere Dateiformate zu konvertieren oder anderweitig technisch zu verändern.

4. Haftungsausschluss

Die HSF Meißen übernimmt keine Haftung für den Fall, dass von dritter Seite die Publikation unrechtmäßig heruntergeladen, verändert oder an anderer Stelle ohne Einwilligung des Autors aufgelegt wird.

5. Digitale und gedruckte Form der wissenschaftlichen Arbeit

Der Autor versichert, dass die in digitaler Form bereitgestellte wissenschaftliche Arbeit der in gedruckter Form eingereichten Fassung entspricht, die bei der HSF Meißen zur Bewertung eingereicht wurde.

6. Rücknahme der Einverständniserklärung

Eine Rücknahme dieser Einverständniserklärung ist nur unter Berufung auf § 42 UrhG (Werk entspricht nicht mehr der Überzeugung des Autors) möglich. Die HSF Meißen ist berechtigt, dem Autor den hierdurch entstandenen zusätzlichen Aufwand in Rechnung zu stellen.

**Die Ermittlung des „echten“ Unternehmenswertes
Methoden und Prüfung der praktischen Relevanz in einem
sächsischen Landkreis**

B a c h e l o r a r b e i t

an der Hochschule für öffentliche Verwaltung und Rechtspflege (FH),
Fortbildungszentrum des Freistaates Sachsen
zum Erwerb des Hochschulgrades
Bachelor of Laws (LL.B.)

Vorgelegt von
Paul Fuchs
aus Mildenau

Meißen, 25.03.2020

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis	IV
Abkürzungsverzeichnis	V
1 Einleitung	1
2 Grundlagen der Unternehmensbewertung.....	3
2.1 Bewertungsanlässe	5
2.2 Bewertungszwecke und Wertarten	7
2.3 Verfahrenseinteilung.....	8
3 Verfahren der Unternehmensbewertung.....	11
3.1 Substanzwertverfahren - Reproduktionswert	11
3.1.1 Verfahren	11
3.1.2 Bewertung	13
3.2 Ertragswertverfahren	14
3.2.1 Einordnung.....	15
3.2.2 Ermittlungsverfahren	15
3.2.3 Bewertung	19
3.3 Discounted-Cashflow-Verfahren	20
3.3.1 Verfahren der DCF-Methode	21
3.3.2 Weighted Average Cost of Capital Verfahren	22
3.3.3 Bewertung	23
3.4 Zusammenfassung.....	24
4 Kommunale Unternehmens- und Beteiligungsbewertung in Sachsen.....	25
4.1 Einordnung und Besonderheiten kommunaler Unternehmensbewertung	26
4.2 Kommunalwirtschaftliche Betätigung	27
4.3 Gesetzliche Grundlagen der bilanziellen Bewertung von Beteiligungen und verbundenen Unternehmen	29
4.4 Ergebnisse des Dialogs mit sächsischen Kommunen.....	31
4.4.1 Ausgangssituation der betrachteten Kommunen	32
4.4.2 Themenschwerpunkte	33
4.4.3 Vergleichende Betrachtung der Befragungsergebnisse	34
4.5 „Echter Unternehmenswert“?.....	39

5	Die Relevanz der Unternehmensbewertung	42
5.1	Beurteilung der Relevanz von kommunaler Unternehmensbewertung im Vergleich zur freien Wirtschaft.....	42
5.2	Relevanz der Unternehmensbewertung in Kommunen.....	43
	Kernsätze	V
	Anhangsverzeichnis.....	VI
	Literaturverzeichnis.....	XII
	Rechtsquellenverzeichnis	XV
	Eidesstattliche Versicherung.....	XVI

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Schema funktionale Unternehmensbewertung	5
Abbildung 2: Methoden der Unternehmensbewertung	9

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Wertansätze für Vermögensgegenstände	13
Tabelle 2: Kriterien Zukunftsplanung Ertragswertverfahren.....	17

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Erläuterung
DCF	Discounted-Cashflow
EK	Eigenkapital
FK	Fremdkapital
SMI	Staatsministerium des Innern
IDW	Institut für Deutsche Wirtschaftsprüfer
IDW S 1	Durch IDW veröffentlichte „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertung „

1 Einleitung

Es ist kurz nach 20:15 Uhr an einem Dienstagabend im Frühjahr des Jahres 2020. In vielen deutschen Haushalten schaut man eine der beliebtesten Sendungen dieser Tage, nämlich „Die Höhle der Löwen“. Sollte man beim ersten Lesen des Titels zunächst an einen schlechten Horrorfilm oder eine Tierdokumentation denken, so liegt man eindeutig falsch. Das Prinzip der Sendung ist schnell und leicht erklärt. Junge Startups und andere Gründer stellen sich und ihr Unternehmen vor einer Art Jury aus bekannten Investoren und Wirtschaftsexperten, den sogenannten „Löwen“, vor. Ziel ist es dabei einen oder mehrere der Löwen von einem Engagement bzw. einer Investition in das eigene Unternehmen zu überzeugen. Noch vor der Präsentation des Unternehmens bzw. der Produkte oder Ideen kommt es zu einem spannenden Moment für die Zuschauer. Wie viel Geld fordert der Gründer für welchen prozentualen Anteil an seinem Unternehmen? Bevor der Gründer diese Forderung überhaupt definieren und aufstellen kann, muss er sich selbst eine ähnliche, aber dennoch andere Frage stellen. Wie viel Geld ist mein Unternehmen eigentlich wert?

In dieser Frage stecken zwei zentrale (zum Teil philosophische) Denkansätze. Zum einen das „Geld“ und zum anderen der Unternehmenswert. Das Geld als universales Tausch- und Zahlungsmittel wird von Yuval Noah Harari in seinem Spiegel Online Bestseller „Sapiens“ oder zu Deutsch „Eine kurze Geschichte der Menschheit“ folgendermaßen charakterisiert: *„Jahrtausende lang haben Philosophen, Denker und Propheten das Geld als Wurzel allen Übels bezeichnet. In Wahrheit ist das Geld der Gipfel der menschlichen Toleranz. Geld ist toleranter als jede Sprache, jedes Gesetz, jede Kultur, jeder religiöse Glaube und jedes Sozialverhalten. Geld ist das einzige von Menschen geschaffene System, das fast jede kulturelle Barriere überwindet und nicht nach Religion, Geschlecht, Rasse, Alter oder sexueller Orientierung fragt. Dem Geld ist es zu verdanken, dass Menschen, die einander noch nie gesehen haben und einander nicht über den Weg trauen, problemlos zusammenarbeiten können.“¹*

Das Geld als solches soll jedoch im Gegensatz zum zweiten Ansatz der Fragestellung des Gründers nicht zentraler Bestandteil dieser Arbeit sein. Doch welche Voraussetzungen gelten für die Bewertung von Unternehmen und wie kann ein aussagekräftiger Wert definiert werden? Auch wenn wahrscheinlich wenige Gründer in der Sendung „Die Höhle der Löwen“ den Wert ihres Unternehmens bis ins letzte Detail bestimmt haben, soll unter dem Titel „Die Ermittlung des „echten“ Unternehmenswertes - Methoden und Prüfung der praktischen Relevanz in einem sächsischen Landkreis“ im Folgenden beschrieben

¹ Harari, Eine kurze Geschichte der Menschheit, 2015, S. 228.

werden, welche Grundlagen der Unternehmensbewertung beachtet werden müssen, welche Verfahren der Gründer zur Unternehmensbewertung verwenden könnte und schlussendlich wie die Unternehmensbewertung in sächsischen Kommunen gehandhabt wird und welche Relevanz dieses Thema in der kommunalen Verwaltung hat.

2 Grundlagen der Unternehmensbewertung

Seit es Unternehmen gibt, stellt die Frage nach dem eigentlich „richtigem“ Wert, also die Unternehmensbewertung eine der Königsdisziplinen der betriebswirtschaftlichen Bewertungsaufgaben dar. Dabei steht die Ermittlung des Wertes und potentieller Preise im Vordergrund. Wissenschaftliche Einigkeit herrscht darüber, dass der „richtige“ Unternehmenswert jeweils nur zweckbezogen ermittelt werden kann.²

Die Bewertung bezieht sich somit auf die Zuordnung eines Wertes auf ein Bewertungsobjekt, also das Unternehmen. Das Bewertungsobjekt wiederum ist eine Person, die die Bewertung vornimmt und aus deren Sicht und anlässlich derer Beweggründe die Bewertung vorgenommen wird.³

Das Bewertungsobjekt ist etwas differenzierter zu betrachten. Das Unternehmen kann als ein „komplexes, einmaliges Konglomerat materieller und immaterieller Güter“⁴ charakterisiert werden. Hierbei werden nun das Unternehmen als „Ganzes“ oder „abgrenzbare Unternehmensteile“ einer Bewertung unterzogen.⁵ Obwohl diese Begriffe auf den ersten Blick konträr wirken ist dennoch eine Sinnhaftigkeit gegeben, da zu bewertende Unternehmen nicht rechtlich, sondern wirtschaftlich abgegrenzt werden können.⁶ Es handelt sich bei abgrenzbaren Unternehmensteilen somit zumeist um eigenständige und komplexe Einheiten (z.B. eigene Betriebsstätten oder Geschäftszweige), aber auch Unternehmensanteile, welche eigenständig bewertbar und charakterisierbar sind.⁷ Teilweise werden Unternehmensbewertungsverfahren nach der Investitionstheorie auch bei der Bewertung von Kundenstämmen, Marken oder Immobilien verwendet.⁸

Die inhaltlichen Aussagen des bekannten Sprichwortes von Aristoteles: „Das Ganze ist mehr wert als die Summe seiner Teile“⁹ sind auch in Bezug auf die Unternehmensbewertung relevant. Es ist wichtig bei der Bewertung von Unternehmen, nicht nur auf den materiellen Wert der „Einzelteile“ einzugehen, da der Nutzen und somit auch der Wert für das Bewertungsobjekt aus der vorliegenden Kombination der Unternehmensgüter entsteht. Mögliche wertsteigernde Synergieeffekte, welche erheblichen Einfluss auf den Gesamtwert des Unternehmens haben können, würden bei einer strikten Bewertung der Einzelteile unberücksichtigt bleiben.

² Vgl. Schütte-Biastoch, Unternehmensbewertung von KMU, 2011, S.1.

³ Vgl. Matschke, Brösel, Funktionale Unternehmensbewertung, 2014, S. 1.

⁴ Ebd., S. 1.

⁵ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S.4.

⁶ Vgl. Ballwieser, Hachmeister, Unternehmensbewertung, 2016, S.6.

⁷ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S.4.

⁸ Vgl. Ballwieser, Hachmeister, Unternehmensbewertung, 2016, S.6.

⁹ Aristoteles, Metaphysik, verfügbar unter: <https://beruhmte-zitate.de/zitate/130993-aristoteles-das-ganze-ist-mehr-als-die-summe-seiner-teile/>.

Der potentielle Wert des Bewertungsobjektes ist stets abhängig von den Planungen und den zukünftigen Verwendungsmöglichkeiten des Bewertungssubjektes. Genau diese Planungen, bezogen auf Chancen und Risiken oder auch strategische Stoßrichtungen, stellen subjektive Entscheidungen dar, womit auch der Unternehmenswert letztendlich eine subjektive und zweckbezogene Größe ist (vgl. funktionale Unternehmensbewertung).¹⁰

Charakteristisch für den ökonomischen Wertbegriff ist eine dreistufige Beziehung, welche sich als Subjekt – Objekt – Objekt – Beziehung darstellen lässt. Der Unternehmenswert drückt aus, welchen Nutzen ein Bewertungssubjekt zu einem bestimmten Zeitpunkt aus einem Bewertungsobjekt im Vergleich zu anderen Objekten ziehen kann.¹¹ Es gibt also keinen generellen und allgemeingültigen Wert eines Unternehmens, sondern immer nur einen subjektiven Wert für das Bewertungssubjekt.

Der Theorie der Subjektivität des Unternehmenswertes folgte die „Subjektive Unternehmensbewertung“ welche seit Mitte der 1960er Jahre als Gegenvorstellung der bis dahin herrschenden „Objektiven Unternehmensbewertung“ aufkam. Während die objektive Unternehmensbewertung das Bewertungsobjekt nur zum Bewertungszeitpunkt und in Vergangenheitsperspektive betrachtet und dabei subjektive Interessen und Möglichkeiten (wie z.B. Zukunftsplanungen) außer Betracht lässt, bezieht die subjektive Unternehmensbewertung die Vorstellungen und Planungen des Bewertungssubjektes mit ein.¹²

Ab den 1970er Jahren folgte eine Überwindung der bis dahin bestehenden kontroversen Methoden durch die „funktionalen Unternehmensbewertung“.¹³ Diese folgt als zentrale Annahme dem Prinzip der Zweckabhängigkeit. Dabei entwickelt diese Methode der Unternehmensbewertung die subjektive Bewertungstheorie weiter und ergänzt diese mit dem Prinzip der Zweckabhängigkeit.¹⁴

Vorausgesetzt ist hierfür eine Analyse der Aufgaben des Unternehmens, sowie des Anlasses und des Zweckes der Unternehmensbewertung.¹⁵ Somit hat ein Unternehmen bzw. Bewertungsobjekt, nicht nur für jedes Bewertungssubjekt bzw. jeden Bewertungsinteressenten, einen unterschiedlichen Wert, vielmehr ist dieser „richtige“ Unternehmenswert auch vom Bewertungsanlass und dem Bewertungszweck abhängig.

¹⁰ Vgl. Matschke, Brösel, Funktionale Unternehmensbewertung, 2014, S. 2.

¹¹ Vgl. ebd., S. 2.

¹² Vgl. ebd., S. 5.

¹³ Vgl. Matschke, Grundzüge der funktionalen Unternehmensbewertung, 2013, S. 31, in Petersen, Zwirner & Brösel Handbuch Unternehmensbewertung.

¹⁴ Vgl. ebd., S. 31.

¹⁵ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 2.

Abbildung 1: Schema funktionale Unternehmensbewertung¹⁶



2.1 Bewertungsanlässe

In der Literatur gibt es viele Ansätze die Anlässe von Unternehmensbewertungen zu klassifizieren, wobei die meistzitierteste Einteilung von *Matschke* stammt. Hierbei erfolgt eine Einteilung nach:

1. Art der Eigentumsänderung,
2. Grad der Verbundenheit in andere Konfliktsituationen,
3. Komplexität der Konfliktsituationen,
4. Grad der Dominanz in den Konfliktsituationen (dominierte und nicht dominierte Konfliktsituationen) und
5. Umfang des Bewertungsobjektes (limitierte und nicht limitierte Konfliktsituationen).¹⁷

Konfliktsituationen mit Eigentumsänderungen gliedern sich in Kauf- und Verkaufssituationen, bei denen die Ermittlung des Kaufpreises im Mittelpunkt steht und ein Übergang der Eigentumsverhältnisse verhandelt wird, sowie in Spaltungs- und Fusionssituationen, wobei die Eigentumsverhältnisse zwar geändert werden, aber die Anteilseigner die gleichen Personen bleiben.¹⁸

Die Differenzierung nach dem Grad der Verbundenheit in andere Konflikte bezieht sich vor allem auf Situationen, in denen das Bewertungsobjekt in andere Konfliktsituationen mit Eigentumsänderungen verwickelt ist. Hierbei ist zu beachten, dass eine isolierte Betrachtung der jeweiligen Konfliktsituationen nicht hilfreich wäre, da sonst mögliche Abhängigkeiten zwischen den Konfliktsituationen nicht erfasst werden könnten.¹⁹

Generell ist die Komplexität von Konfliktsituationen, die zu Unternehmensbewertungssachverhalten führen, sehr hoch. Die primär relevanten Sachverhalte wie Klärung eines Kaufpreises oder die zukünftige Verteilung von Unternehmensanteilen (bei Sachverhalten mit Eigentumsänderungen) werden durch andere konfliktlösungsrelevante Faktoren

¹⁶ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 2.

¹⁷ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S. 88.

¹⁸ Vgl. Matschke, Brösel, Funktionale Unternehmensbewertung, 2014, S. 13.

¹⁹ Vgl. ebd., S. 14.

(z.B. Übergangsregelungen, zeitliche Faktoren, etc.) ergänzt. Somit kann oftmals von mehrdimensionalen Konflikten ausgegangen werden.²⁰

Zur Beschreibung der Machtverhältnisse der Konfliktsituation, welche die Unternehmensbewertung veranlasst, dient der Betrachtungswinkel des Grades der Dominanz. Dominanz meint in diesem Zusammenhang die Frage, ob eine der Konfliktparteien gegen den Willen der anderen Partei eine Eigentumsveränderung durchführen kann oder nicht. Somit spricht man von einer dominierten Konfliktsituation, wenn eine Partei allein und eigenverantwortlich über die Änderung der Eigentumsverhältnisse bestimmen kann.²¹ Wenn beide gleich starke Positionen haben, spricht man von einer nicht dominierten Konfliktsituation.

Bei der Unterscheidung nach dem Umfang des Bewertungsobjektes bezieht man sich auf eine Regelung aus dem *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, da ab einer bestimmten Kontrollgrenze zusätzliche Anforderungen an den Käufer gestellt werden.²² Dies wird jedoch im Folgenden nicht genauer betrachtet.

Mit einem allgemeineren und praktischeren Ansatz können Anlässe der Unternehmensbewertung am besten nach dem Ordnungskriterium der Änderung der Eigentumsverhältnisse eingeteilt werden. Hierbei kann eine Einteilung zwischen transaktionsbezogenen und nicht transaktionsbezogenen Anlässen vorgenommen werden.²³ Die transaktionsbezogenen Anlässe, also die Anlässe bei denen es zu einer Änderung der Eigentumsverhältnisse kommt, können dann wiederum nach dominierten und nicht dominierten Situationen unterteilt werden.²⁴ Unter nicht dominierten Anlässen versteht man zum Beispiel den Kauf bzw. Verkauf eines Unternehmens, die Gründung oder den Eintritt eines neuen Gesellschafters. Dominierte transaktionsbezogene Anlässe ist hingegen zum Beispiel das Ausscheiden eines Gesellschafters. Nicht transaktionsbezogene Anlässe sind zum Beispiel die Ermittlung von Bilanzansätzen, Kreditwürdigkeitsprüfungen oder steuerliche Anlässe.²⁵

Eine andere einfache Möglichkeit der Unterteilung der Anlässe zur Unternehmensbewertung wäre die Gliederung nach betriebswirtschaftlichen Kriterien (z.B. Kauf, Verkauf, Spaltung aus finanziellen oder strategischen Vorteilhaftigkeitsüberlegungen), persönlichen Kriterien (z.B. Unternehmensnachfolge, familiäre Vermögensteilung) und gesetzlichen Kriterien (z.B. Abfindungen nach Aktiengesetz).²⁶

²⁰ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S. 104.

²¹ Vgl. Matschke, Brösel, Funktionale Unternehmensbewertung, 2014, S. 13.

²² Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S.107.

²³ Vgl. Schütte-Biastoch, Unternehmensbewertung von KMU, 2011, S. 11.

²⁴ Vgl. Kuhner, Maltry, Unternehmensbewertung, 2006, S. 7.

²⁵ Vgl. Schütte-Biastoch, Unternehmensbewertung von KMU, 2011, S. 11.

²⁶ Vgl. Hering, Unternehmensbewertung, 2014, S. 16.

2.2 Bewertungszwecke und Wertarten

Nachdem die Anlässe beleuchtet wurden, stehen nun die Zwecke und Wertarten der Unternehmensbewertung im Mittelpunkt. Hierfür ist zunächst eine Verbindung zwischen der Aufgabenstellung der Unternehmensbewertung und dem konkreten Unternehmenswert zu schaffen.²⁷ Demnach unterscheidet man den Entscheidungswert, den Arbitriumwert und den Argumentationswert.

Dem Grunde nach ist jede Kombination aus Bewertungsanlass und Bewertungszweck denkbar, jedoch können manche Bewertungsanlässe bereits einen bestimmten Bewertungszweck und somit auch die Wertart einbeziehen.²⁸ Aus einem bestimmten Anlass folgt somit eine Bewertung, die dann eine bestimmte Wertart liefert und entweder der Entscheidungsfunktion (z.B. Frage ob ein Unternehmen zu Preis X verkauft werden soll), der Vermittlungsfunktion (Konfliktlösung zwischen den Parteien) oder der Argumentationsfunktion (als Hilfestellung für eine Konfliktpartei) zugeordnet wird.

Der **Entscheidungswert** korreliert mit der Entscheidungsfunktion und liefert dem Bewertungssubjekt in einer bestimmten Situation eine Grundlage für eine rationale Entscheidung.²⁹ Vereinfachend kann der Entscheidungswert auch als Grenzpreis des Bewertungssubjektes definiert werden. Es können vier Merkmale zugeordnet werden:

- Es handelt sich um einen Grenzwert.
- Der Unternehmenswert wird für eine bestimmte Handlung ermittelt.
- Der Unternehmenswert wird für ein bestimmtes Zielsystem eines bestimmten Subjekts ermittelt.
- Er ist nur für eine bestimmte Entscheidung gültig.³⁰

Wird ein Unternehmenswert für die Preisfindung zwischen einem Käufer und einem Verkäufer ermittelt, dann handelt sich um einen **Arbitriumwert**, welcher eine Vermittlungsfunktion erfüllt. Dieser wird in der Regel von einem unparteiischen Gutachter ermittelt, um die Konfliktsituation (Kauf-Verkauf-Situation) zu lösen, sofern der Arbitriumwert von den Parteien akzeptiert wird.³¹

Zur Erfüllung der Argumentationsfunktion kann ein einseitiger und parteiischer **Argumentationswert** ermittelt werden. Dieser wird zur Überzeugung des Verhandlungspart-

²⁷ Vgl. Matschke, Grundzüge der funktionalen Unternehmensbewertung, 2013, S. 33 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

²⁸ Vgl. Schütte-Biastoch, Unternehmensbewertung von KMU, 2011, S. 13.

²⁹ Vgl. Matschke, Grundzüge der funktionalen Unternehmensbewertung, 2013, S. 34 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

³⁰ Vgl. ebd., S. 34.

³¹ Vgl. ebd., S. 35.

ners verwendet. Durch einen Vergleich mit den Entscheidungswerten der jeweiligen Parteien kann der Argumentationswert eine Aussage zu rationalen Verhandlungsergebnissen liefern.³²

Weitere mögliche Unternehmenswerte sind der Marktwert (Wert am Kapitalmarkt), der Steuerungswert (Wert zur internen Unternehmenssteuerung), der objektivierte Unternehmenswert (Zukunftsentnahmewert ohne Einbezug von möglichen Käuferinteressen), der Vertragswert (Wert anlässlich von Vertragsgestaltungen) und der steuerliche Wert (Bemessungsgrundlage für Substanzsteuern).³³

2.3 Verfahrenseinteilung

Die Verbindung aus Bewertungsanlass und Bewertungszweck bestimmt die Ziele der Unternehmensbewertung, jedoch theoretisch nicht die Wahl der Bewertungsmethode, da diese nur die Art der Wertermittlung festlegt. Dennoch kann die Bewertungsmethode entscheidende Auswirkungen auf die Erreichung der Ziele der Unternehmensbewertung haben.³⁴ Somit muss stets geprüft werden, ob die Vor- und Nachteile von bestimmten Bewertungsmethoden zum Bewertungszweck passen und letztendlich den Nutzen für das Bewertungsobjekt steigern.

Es gibt sehr viele verschiedene Möglichkeiten den Wert eines Unternehmens zu bestimmen, wobei in drei hauptsächliche Verfahrensarten unterschieden wird. Die Einteilung in Gesamtbewertungsverfahren, Einzelbewertungsverfahren und Mischverfahren wird dabei in der Literatur am häufigsten verwendet. Alternativ werden zudem noch Überschlagsrechnungen verwendet, die jedoch in Bezug auf Aussagekraft und Genauigkeit hinteranstehen.³⁵

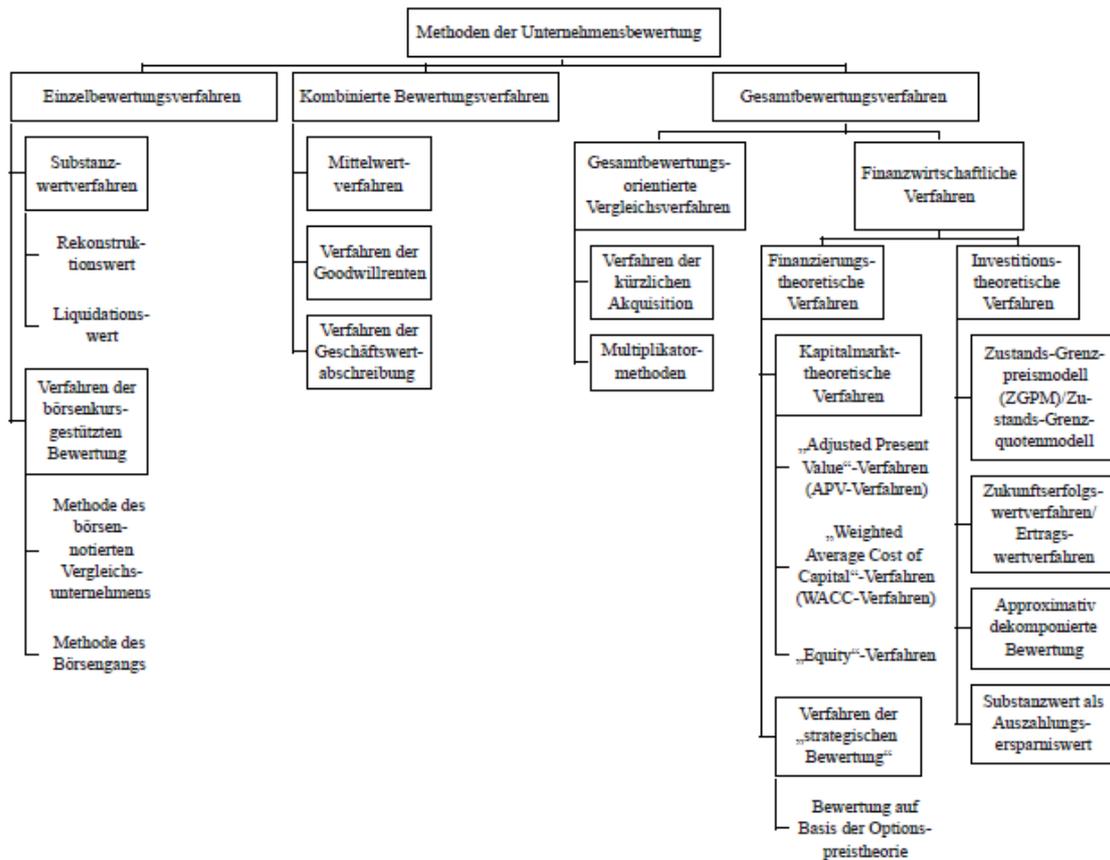
³² Vgl. Matschke, Brösel, Funktionale Unternehmensbewertung, 2014, S. 10.

³³ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 7.

³⁴ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S. 122.

³⁵ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 9.

Abbildung 2: Methoden der Unternehmensbewertung³⁶



Einzelbewertungsverfahren verwenden additive Verfahren zur Ermittlung von Unternehmenswerten. Als Grundlage kann die Bilanz oder das Inventar des Unternehmens herangezogen werden, um einen Überblick über die zu bewertenden Unternehmensgegenstände zu erhalten.³⁷ Man unterscheidet dabei den Liquidationswert, welcher bei Szenarien der Auflösung oder Zerschlagung des Unternehmens herangezogen wird und den Substanzwert, welcher zur Anwendung kommt, wenn eine Fortführung des Unternehmens angestrebt wird.³⁸ Realistische Werte für die jeweiligen Unternehmensbestandteile sollen hierbei entweder aus realisierten Preisen einzelner Unternehmensteile (z. B. Börsenkurs bei Aktien) oder aus der Summe der einzeln ermittelten Werte der Unternehmensbestandteile (z. B. Reproduktions- oder Wiederbeschaffungswerte) gezogen werden.³⁹ Problematisch ist dabei im ersten Fall, dass der Bezug zwischen realisierten Preisen und den noch im Unternehmen befindlichen Werten fraglich ist. Im zweiten Fall ist die komplette Zerteilung der Unternehmenswerte kritisch zu betrachten, da somit

³⁶ Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S. 123.

³⁷ Vgl. Ballwieser, Hachmeister, Unternehmensbewertung, 2016, S. 10.

³⁸ Vgl. ebd., S. 10.

³⁹ Vgl. Matschke, Theoretische Grundlagen, 2013, S. 25 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

positive und negative Verbund- und Synergieeffekte unbeachtet bleiben.⁴⁰ Somit verwirklicht das Einzelwertverfahren die unter 2 *Grundlagen der Unternehmensbewertung* festgestellte These für die Gesamtbewertung, nämlich dass das „Ganze immer mehr wert als die Summe seiner Teile“ ist nicht.

Gesamtbewertungsverfahren betrachten das Bewertungsobjekt dem hingegen als komplexe Bewertungseinheit und unterteilen sich in gesamtbewertungsorientierte Verfahren und in finanzwirtschaftliche Verfahren.⁴¹ Hierbei müssen besonders die finanzwirtschaftlichen Verfahren nochmals unterteilt werden, da bei finanzierungstheoretischen und investitionstheoretischen Verfahren unterschiedliche Annahmen gelten und unterschiedliche Wertarten ermittelt werden können.⁴²

Der finanzierungstheoretische Ansatz greift dabei auf die Gegebenheiten des hypothetischen, vollkommenen Marktes zurück und betrachtet den „Marktpreis“ eines Unternehmens in Form des Gleichgewichtspreises. Hierbei können nicht unbedingt die individuellen Anforderungen des Bewertungssubjektes mit einbezogen werden. Dies hat zur Folge, dass Unternehmenswerte auf Basis finanzierungstheoretischer Methoden nicht zur Ermittlung eines Entscheidungswertes herangezogen werden können.⁴³

Im Gegensatz zum finanzierungstheoretischen Ansatz beleuchtet der investitionstheoretische Ansatz den Nutzen von Zahlungsströmen und versucht den Unternehmenswert unter unvollkommenen und somit oft realistischeren Marktbedingungen zu ergründen.⁴⁴ Hierbei wird vor allem der Kapitalwert als zentrale Rechengröße herangezogen. Außerdem wird versucht, die Subjektivität des Sachverhaltes und des Bewertungssubjektes mit zu berücksichtigen. Dies bezieht sich zum Beispiel auf die Ziele, Hindernisse und Handlungsmöglichkeiten des Bewertungssubjektes.⁴⁵

Mischwertverfahren stellen eine Kombination aus Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren dar. Von besonderer Bedeutung sind hierbei das Mittelwertverfahren, das Übergewinnverfahren und das Geschäftswertabschreibungsverfahren.⁴⁶ Die Mischwertverfahren stellen den Substanzwert (fiktiver Wert für Wiederbeschaffung aller Unternehmensgüter) nach dem Einzelbewertungsprinzip und den Ertragswert (abgezinste Ertragsüberschüsse) nach dem Gesamtbewertungsprinzip in den Mittelpunkt.⁴⁷

⁴⁰ Vgl. Ballwieser, Hachmeister, Unternehmensbewertung, 2016, S. 10.

⁴¹ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S. 123.

⁴² Vgl. Matschke, Theoretische Grundlagen, 2013, S. 26 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

⁴³ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S. 124.

⁴⁴ Vgl. ebd., S. 124.

⁴⁵ Vgl. ebd., S. 124.

⁴⁶ Vgl. Matschke, Theoretische Grundlagen, 2013, S. 26 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

⁴⁷ Vgl. ebd., S. 26.

3 Verfahren der Unternehmensbewertung

Es existiert eine enorme Vielzahl an verschiedenen Methoden bzw. Verfahren (Methode und Verfahren sind im Folgenden stets synonym zu verwenden) zur Bewertung von Unternehmen. Die Unterschiede sind zum Teil marginal, jedoch zum Teil auch sehr umfangreich. Im folgenden Teil der Arbeit sollen nun drei verschiedene Methoden der Unternehmensbewertung überblicksmäßig vorgestellt werden und abschließend anhand einiger gewählter Kriterien tabellarisch vergleichend betrachtet werden. Hierfür sollen besonders Methoden vorgestellt werden, die sich durch hohe praktische Relevanz oder Einfachheit auszeichnen. Außerdem sollen mehrere Verfahrensarten beleuchtet werden um die prägnanten Unterschiede aufzuzeigen.

3.1 Substanzwertverfahren - Reproduktionswert

Eine gewichtige Rolle bei der Betrachtung der Einzelwertverfahren spielen die Substanzwertverfahren zu welchen auch das *Reproduktionswertverfahren* zählt. Diese Verfahren zeichnen sich durch eine überschaubare Komplexität aus und können somit kostengünstig Anwendung finden. Die Komplexität wird vor allem durch die fehlende Betrachtung der Zukunftsperspektive geschmälert, was Substanzwertverfahren wiederum zu einer praktischen Möglichkeit der Unternehmensbewertung macht.

3.1.1 Verfahren

Grundsätzlich ermittelt sich der Substanzwert durch die Addition der einzelnen Vermögenswerte des Unternehmens, welcher um den Wert der Verbindlichkeiten reduziert wird.⁴⁸

Die Substanzwertverfahren können in das Reproduktionswertverfahren und Liquidationswertverfahren unterschieden werden.⁴⁹ Traditionell wird in Deutschland vorwiegend mit dem Reproduktionswert gearbeitet, welcher auf die Weiterführung des zu bewertenden Unternehmens abzielt und somit eine positive Perspektive beleuchtet. Demgegenüber geht man bei der Anwendung des Liquidationswertverfahrens von einer Geschäftsaufgabe oder von Sanierungsfällen aus.⁵⁰ Besonders geeignet ist dieses Verfahren für die Auflösung von Make-or-Buy – Entscheidungen, da hiermit der Reproduktionswert des Bewertungsobjektes mit dem verhandelten Kaufpreis und dem Preis einer neuen Errichtung verglichen werden kann. Hierfür kann mit dem Substanzwert im Sinne von gesparten Aufwendungen verfahren werden.⁵¹

⁴⁸ Vgl. Wiehle, et al., Unternehmensbewertung, 2012, S. 31.

⁴⁹ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 175.

⁵⁰ Vgl. ebd., S. 175.

⁵¹ Vgl. ebd., S. 178.

In der Literatur finden sich viele Möglichkeiten das Ergebnis des *Reproduktionswertverfahrens* zu definieren. Der Reproduktionswert soll demnach ausdrücken, wieviel eine identische Kopie des Bewertungsobjektes „auf der grünen Wiese“ unter Voraussetzung der Unternehmensweiterführung (Going-Concern-Prinzip) kosten würde.⁵² Anders ausgedrückt, zeigt der errechnete Wert den Kostenwert der investierten Vermögenssubstanz.⁵³

Grundlage der Bewertungsmethode ist die Bilanz bzw. das Inventar des Bewertungsobjektes, als übersichtliche Auflistung der Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten.⁵⁴ Wichtige Voraussetzung ist die Unterteilung in betriebsnotwendiges und nicht betriebsnotwendiges Kapital, da diese in der Berechnung unterschiedlich betrachtet werden müssen. Um nun den fiktiven Neuerrichtungspreis zu ermitteln, wird das betriebsnotwendige Unternehmenskapital mit Reproduktionswerten (auch Wiederbeschaffungswerte oder Zeitwerte genannt) angesetzt. Nicht betriebsnotwendiges Kapital kann hingegen mit Liquidationswerten veranschlagt werden, welche in der Regel niedriger als der Reproduktionswert sind.⁵⁵ Wichtig ist aber, dass möglichst alle Vermögensgüter des Bewertungsobjektes berücksichtigt werden. Dies betrifft auch Vermögensgüter welche nicht in der Bilanz aktiviert sind, wie zum Beispiel Güter, welche keine Anschaffungskosten zur Folge hatten (Markenwerte, Mietrechte).⁵⁶ Einige dieser Unternehmensgüter sind jedoch nicht genau bewertbar und quantifizierbar und werden deshalb häufig nicht mit erfasst, was den Unternehmenswert somit eigentlich nur zu einem Teilreproduktionswert macht. Somit ergibt sich folgende Berechnungsmethode:

$$\begin{array}{r}
 \text{Reproduktionswert des betriebsnotwendigen Vermögens} \\
 + \quad \text{Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens} \\
 - \quad \text{Schulden (auf Unternehmensfortführungsprinzip)} \\
 \hline
 = \quad \text{Reproduktionswert } (\hat{=} \text{ Substanzwert auf Basis Reproduktionswert})^{57}
 \end{array}$$

Der errechnete Reproduktionswert wird sowohl durch die Menge und Art der einbezogenen Vermögensgüter und Schulden, als auch hauptsächlich durch die gewählten Wertansätze determiniert.⁵⁸ Bei der Wertermittlung wird auf das Stichtagsprinzip zurückgegriffen und somit der Wert für einen bestimmten Zeitpunkt ermittelt. Die ermittelten Werte sind leicht zu verstehen und nachvollziehbar, was wiederum den einfachen Charakter der Substanzwertverfahren unterstreicht.⁵⁹

⁵² Vgl. Ballwieser, Hachmeister, Unternehmensbewertung, 2016, S. 204.

⁵³ Vgl. Schütte-Biastoch, Unternehmensbewertung von KMU, 2011, S. 17.

⁵⁴ Vgl. Wiehle, et al., Unternehmensbewertung, 2012, S. 31.

⁵⁵ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 175.

⁵⁶ Vgl. ebd., S. 176.

⁵⁷ Vgl. ebd., S. 176.

⁵⁸ Vgl. ebd., S. 175.

⁵⁹ Vgl. ebd., S. 177.

Im Folgenden werden beispielhaft für einige Vermögensgegenstände des Unternehmens mögliche Methoden für deren Wertansatz vorgestellt um zu verdeutlichen, wie schwierig und uneindeutig die Bewertung sein kann.

Tabelle 1: Wertansätze für Vermögensgegenstände⁶⁰

Vermögensgegenstand	Wertansatz
Grundstücke	- Kaufpreis - Gutachterpreis
immaterielle Vermögensgüter	- hypothetische Werbeausgaben für Markennamen - gezahlte Preise für Lizenzen
Beteiligungen	- Buchwerte - Börsenkurse - eigenständige Bewertungen
Verbindlichkeiten	- Buchwert - Marktwert (bei stark abweichenden vorhandenen Zinskonditionen)

3.1.2 Bewertung

Zusammenfassend sind gegenüber der Einfachheit und Praktikabilität auch neben den beschriebenen Punkten, wie den vielen Determinanten oder der fehlenden Zukunftsperspektive, einige zusätzliche Schwachstellen des Reproduktionswertverfahrens festzustellen. Zum einen ist eine völlige Reproduktion des Bewertungsobjektes unrealistisch und damit auch der entstehende Reproduktionswert wenig aussagekräftig. Außerdem wird diese Reproduktion auch von potentiellen Käufern nicht unbedingt angestrebt. Zum anderen ist die Bewertungsmethode mit dominierten Unternehmensbewertungsanlässen oft nicht sinnvoll.⁶¹ Zusätzlich bleiben Vermögensbestandteile wie Markennamen, Patente, Standortvorteile oder Synergieeffekte oftmals unberücksichtigt, obwohl in einigen Konstellationen gerade hier hohe Werte zugeordnet werden könnten.⁶² Dennoch kann das Substanzwertverfahren ohne größeren Aufwand Aussagen über den Unternehmenswert liefern und auch in Verbindung mit anderen Bewertungsmethoden verwendet werden oder deren Aussagekraft plausibilisieren. Damit einhergehend beschreibt das Reproduktionswertverfahren und die Substanzwertverfahren generell eine mögliche Wertuntergrenze für das Bewertungsobjekt, durch die in der Regel eine konservative Betrachtung und der Fokus auf das betriebsnotwendige Kapital gelegt wird.⁶³

⁶⁰ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 177.

⁶¹ Vgl. Schütte-Biastoch, Unternehmensbewertung von KMU, 2011, S. 17.

⁶² Vgl. ebd., S. 17.

⁶³ Vgl. Wiehle, et al., Unternehmensbewertung, 2012, S. 30.

3.2 Ertragswertverfahren

Im Gegensatz zu den bereits betrachteten Substanzwertverfahren ermöglicht das Ertragswertverfahren auch die Berücksichtigung von zukünftigen Unternehmensentwicklungen. Alternativ kann das Verfahren auch als Zukunftserfolgswertverfahren bezeichnet werden.⁶⁴ Dieses Verfahren ist den finanzierungstheoretischen Gesamtwertverfahren zuzuordnen.⁶⁵ Das Ertragswertverfahren ist das neben dem Discounted-Cash-Flow – Verfahren das in Deutschland am häufigsten verwendete Verfahren zur Bewertung von Unternehmen und ist deshalb auch von besonderer Relevanz für das Ziel, der Erklärung von wichtigen Verfahren der Unternehmensbewertung.⁶⁶ Einer der großen Unterschiede zum Discounted-Cash-Flow – Verfahren liegt nunmehr in der separaten Betrachtung von objektivierten und subjektiven Unternehmenswerten, welche im Folgenden noch beleuchtet werden. Dieser Fakt macht das Ertragswertverfahren, in diesem Punkt, gegenüber dem Discounted-Cash-Flow – Verfahren zum überlegenen Verfahren.⁶⁷

Nachfolgend wird das Ertragswertverfahren nach der Normierung des „Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.“ (IDW) betrachtet. Das IDW wurde im Jahre 1932 gegründet und repräsentiert heute mehr als 13.000 Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (Stand 31.12.2019), was ca. 81 % aller Wirtschaftsprüfer in Deutschland entspricht.⁶⁸

Wie bereits beschrieben, setzt sich die Unternehmensbewertung nach Ertragswertverfahren des IDW aus objektiviertem und subjektiven Unternehmenswert zusammen. Der objektivierte Unternehmenswert *„stellt einen typisierten und intersubjektiv nachprüfaren Zukunftserfolgswert aus der Perspektive einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens und sonstigen Einflussfaktoren ergibt.“*⁶⁹ Dieser Wert ist unter Berücksichtigung von rechtlichen Restriktionen, wie zum Beispiel Bilanzgewinn oder ausschüttbarer handelsrechtlicher Jahresüberschuss, zu berechnen.⁷⁰ Der subjektive Unternehmenswert wird unter Einbezug von subjektspezifischen, individuellen Faktoren, wie Zielvorstellungen, Rahmenbedingungen, geplanten Restrukturierungen und Synergieeffekten ermittelt.⁷¹

⁶⁴ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S. 244.

⁶⁵ Vgl. Wiehle, et al., Unternehmensbewertung, 2012, S. 34.

⁶⁶ Vgl. ebd., S. 34.

⁶⁷ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 35.

⁶⁸ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Kurzportrait, verfügbar unter: <https://www.idw.de/idw/ueber-uns/Kurzportrait>.

⁶⁹ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 30.

⁷⁰ Vgl. ebd., S. 30.

⁷¹ Vgl. ebd., S. 30.

3.2.1 Einordnung

Das Ertragswertverfahren nach IDW dient hauptsächlich zur Ermittlung von Entscheidungswerten (vgl. 2.2 Bewertungszwecke und Wertarten) kann aber bei einer Vielzahl von Bewertungsanlässen und in verschiedenen Szenarien eingesetzt werden.⁷²

Das Ertragswertverfahren ist anwendbar für Bewertungsobjekte bzw. Unternehmensbewerter (hier in der Regel Wirtschaftsprüfer, da IDW Standard zugrunde liegt) in drei verschiedenen Situationen. Das Bewertungsobjekt kann als neutraler Gutachter zur Ermittlung von möglichst objektiven Unternehmenswerten, als Unternehmensberater zur Ermittlung von subjektiven Entscheidungswerten und als Vermittler bzw. Schiedsgutachter zur Vermittlung zwischen Konfliktparteien und zur Findung eines Einigungswertes tätig werden.⁷³

Relativ genau beleuchtet das IDW S 1 die verschiedenen möglichen Bewertungsanlässe (vgl. 2.1 Bewertungsanlässe) für die Anwendung des Ertragswertverfahrens. Demnach kann das Verfahren Anwendung bei drei verschiedenen Bewertungsanlässen finden, nämlich nach dem Willen und der Initiative des Unternehmers aufgrund von Unternehmenstransaktionen, für die externe Rechnungslegung zum Beispiel für Banken oder zur steuerlichen Betrachtung oder aufgrund von gesellschaftlichen Neuregelungen innerhalb des Unternehmens.⁷⁴

3.2.2 Ermittlungsverfahren

Das Verfahren zur Ermittlung des Ertragswertes ist um einiges umfangreicher als das bisher beschriebene Reproduktionswertverfahren. Im Mittelpunkt des Verfahrens steht die Verwendung der Kapitalwertmethode und die Abzinsung der zukünftigen Überschüsse des Unternehmens, um den zukünftigen Unternehmenserfolg zu messen und den Unternehmenswert darüber zu definieren.⁷⁵ Vor Anwendung des eigentlichen Verfahrens ist eine Vergangenheitsanalyse des Bewertungsobjektes zu erarbeiten, die den Status Quo möglichst genau ermittelt, wobei besonders die Ermittlung der rechtlichen und steuerlichen Besonderheiten sowie der gesamten wirtschaftlichen Verhältnisse sehr wichtig ist.⁷⁶ Die zweite wichtige Voraussetzung ist eine langfristige Unternehmensplanung, welche in zwei Phasen zu unterscheiden ist. Zum einen in eine Detailplanungsphase, welche sich über einen Zeitraum von zwei bis fünf Jahren erstreckt, in welcher

⁷² Vgl. Kuhner, Maltry, Unternehmensbewertung, 2006, S. 7.

⁷³ Vgl. Bysikiewicz, Zwirner, Ertragswertverfahren nach IDW S 1, 2013, S. 240 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

⁷⁴ Vgl. ebd., S. 240.

⁷⁵ Vgl. ebd., S. 245.

⁷⁶ Vgl. ebd., S. 245.

genaue Planungen über die Zahlungsströme des Unternehmens vorliegen und in eine „Ewige Renten“ Phase, welche die Erwartungen für die nächsten Jahre beinhaltet.⁷⁷

Zunächst ist eine Unterteilung des Unternehmensvermögens vorzunehmen. Hierbei ist in betriebsnotwendiges Vermögen (Vermögensbestandteile ohne die der Betrieb des Geschäfts nicht mehr möglich wäre) und nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu unterscheiden. Für das betriebsnotwendige Vermögen sind zunächst die finanziellen Überschüsse zu errechnen und dieses dann mit dem Kapitalisierungszinssatzes für beide Phasen separat abzuzinsen, um somit den für die weitere Berechnung relevanten Wert zu ermitteln. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen muss unterschieden werden, ob man bei der Bewertung von einer Fortführung des Unternehmens oder einer Liquidation ausgeht. Wenn man von einem Going-Concern-Prinzip ausgeht, dann ist der finanzielle Überschuss des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit dem Kapitalisierungszinssatz zu verrechnen. Andernfalls kann direkt der Liquidationswert des Vermögens in die Ertragswertberechnung mit einbezogen werden. Um nun den Ertragswert zu ermitteln, muss der abgezinste Wert des betriebsnotwendigen mit dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen addiert werden.⁷⁸

Der erste zentrale Arbeitsschritt bei der Unternehmenswertberechnung nach dem Ertragswertverfahren nach IDW S 1 ist somit die **Ermittlung der finanziellen Überschüsse**. Hierfür ist eine Unterscheidung in Ertrags- und Einnahmeüberschüsse vorzunehmen. Dabei werden die Ertragsüberschüsse aus der Gewinn- und Verlustrechnung nach geltenden Rechnungslegungsvorschriften ermittelt. Außerdem ist eine, den zwei beschriebenen Phasen entsprechende, Prognose der künftigen Ertragsüberschüsse mit planmäßigen Gewinn- und Verlustrechnungen anzufertigen.⁷⁹ Informationen zu den Einnahmeüberschüssen, also den Veränderungen des betrieblichen Geldvermögens, sind aus der Finanzierungsrechnung zu übernehmen.

Die Planungen und Prognosen (integrierte Unternehmens- und Finanzplanung) müssen viele Kriterien und Bestandteile bezüglich des künftigen Unternehmenserfolges berücksichtigen, wobei besonders die potentiellen Ausschüttungsmöglichkeiten und -annahmen Eingang in die Berechnungen finden müssen.⁸⁰ Laut dem IDW S 1 müssen mehrere

⁷⁷ Vgl. Tesche, Moser, Unternehmensbewertung: eine kritische Gebrauchsanweisung, verfügbar unter: https://www.haufe.de/finance/finance-office-professional/unternehmensbewertung-eine-kritische-gebrauchsanweisung-52-methode-und-varianten_idesk_PI11525_HI11351112.html.

⁷⁸ Vgl. Bysikiewicz, Zwirner, Ertragswertverfahren nach IDW S 1, 2013, S. 243 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

⁷⁹ Vgl. ebd., S. 245.

⁸⁰ Vgl. ebd., S. 246.

Kriterien (vgl. Tabelle 2) berücksichtigt und jeweils eine Unterscheidung getroffen werden, ob diese zum objektivierten oder zum subjektiven Unternehmenswert zuzuordnen sind.⁸¹ Im Folgenden werden ausgewählte Kriterien genauer beleuchtet.

Tabelle 2: Kriterien Zukunftsplanung Ertragswertverfahren⁸²

Kriterium	objektivierter Unternehmenswert	subjektiver Unternehmenswert
<i>Relevanz von Maßnahmen zum Bewertungsstichtag</i>	Maßnahmen die bereits eingeleitet oder dokumentiert sind	alle „geplanten“ Maßnahmen
<i>Synergieeffekte</i>	bereits vorhandene Synergieeffekte	bereits vorhandene Synergieeffekte und durch potentielle Übertragung entstehende
<i>Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen</i>	Detailplanungsphase → individuelles Unternehmenskonzept „Ewige Renten“ Phase → typisierende Annahmen	individuelles Konzept
<i>Management</i>	Annahme das Management übernommen wird	Einbeziehung persönlicher Planungen und Stärken
<i>Ertragssteuern der Eigner</i>	mittelbare (unternehmerische Anlässe) und unmittelbare (gesetzliche Anlässe) Typisierung	tatsächliche Steuerbelastung

Bei der Betrachtung der geplanten Maßnahmen des Unternehmens ist in bereits in die Planung aufgenommene Maßnahmen und in die sonstigen loseren Planungen zu unterscheiden. Der objektivierter Unternehmenswert beinhaltet die bereits veröffentlichten Planungen. Alle sonstigen geplanten Maßnahmen sind dem subjektiven Unternehmenswert zuzuordnen, da diese abhängig vom Bewertungssubjekt sind (zum Beispiel unterschiedliche Zukunftsplanungen von Verkäufern und potentiellen Käufern).⁸³

Auch das Kriterium der Synergieeffekte, also der Effekte, die durch einen Zusammenschluss oder eine einheitliche Verwaltung bzw. Eigentümerschaft von zwei oder mehreren Unternehmen entstehen, ist differenziert zu betrachten. Wenn es sich nach IDW S 1 um Synergieeffekte handelt die bereits bestehen, die also auch ohne Durchführung des Bewertungsanlasses (hier in der Regel Zusammenschluss- oder Kauf-Verkauf-Szenario) durch eine bloße Kooperation entstehen könnten (unechte Synergieeffekte), so sind diese dem objektivierten Unternehmenswert zuzurechnen.⁸⁴ Das IDW S 1 liefert für die

⁸¹ Vgl. Bysikiewicz, Zwirner, Ertragswertverfahren nach IDW S 1, 2013, S. 246 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

⁸² Vgl. ebd., S. 246 f..

⁸³ Vgl. ebd., S. 247.

⁸⁴ Vgl. ebd., S. 247.

sogenannten echten Synergieeffekte keine Definition, somit sind diese negativ abzugrenzen.⁸⁵ Beispiele für solche unechten Synergieeffekte können ein gemeinsames Cash-Management, um verbesserte Konditionen zu erhalten oder auch eine mögliche Kostenreduzierung sein, wenn die Unternehmensteile, wie Rechnungswesen und IT zusammengelegt werden. Andere Quellen beschreiben die echten Synergieeffekte beispielsweise als die Erschließung neuer Absatzmärkte oder die Zusammenarbeit im Bereich Forschung und Entwicklung.⁸⁶

Bei der Betrachtung der Managementfaktoren erfolgt eine Unterscheidung, ob das bestehende Management bleibt oder gleichwertig ersetzt wird oder ob die individuellen Planungen und persönlichen Erfolgsfaktoren des potentiellen Erwerbers mit einbezogen werden müssen. Zum objektivierten Unternehmenswert ist dabei lediglich das erstere Szenario zu zählen.⁸⁷

Der zweite zentrale Arbeitsschritt bei der Unternehmenswertberechnung nach dem Ertragswertverfahren nach IDW S 1 ist die ermittelten finanziellen Überschüsse mit dem **Kapitalisierungszinssatz** auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen, um diese mit anderen Anlagealternativen vergleichbar zu machen.⁸⁸ Relevante Einflussgrößen für diesen Zinssatz sind laut IDW S 1 der *Basiszinssatz*, ein *Risikozuschlag*, die *Ertragssteuerbelastung* des Bewertungsobjektes und ein *Wachstumsabschlag*.⁸⁹ Bei der Verwendung dieses Kapitalisierungszinssatzes kann wiederum zwischen den subjektiven und objektivierten Unternehmenswerten unterschieden werden, da bei subjektiven Werten auch persönliche Überlegungen mit einbezogen werden können.⁹⁰

Die Determinanten des Kapitalisierungszinssatzes sind zum Teil bewertungsobjektunabhängig und zum Teil nicht. Eine subjektunabhängige Größe ist hierbei der Basiszinssatz, da dieser halbjährlich von der deutschen Bundesbank unter Beachtung von EU-Vorgaben veröffentlicht wird und für den Kapitalisierungszinssatz relevant ist. Hieraus wird auch beispielsweise die Stichtagsbezogenheit des Ertragswertes deutlich, da alleine die Änderung des Basiszinssatzes den Unternehmenswert beeinflusst und verändern kann.⁹¹ Der Risikozuschlag (ermittelt auf Basis nicht weiter beleuchteter kapitalmarkttheoretischer Modelle) ist ebenfalls an sich subjektunabhängig, wird aber mit einem unternehmensindividuellen Betafaktor multipliziert, welcher das Risiko des Unter-

⁸⁵ Vgl. Zwirner, Zimny, Unternehmensbewertung, in StuB, 22/2018, S. 8.

⁸⁶ Vgl. Prechtl, Berücksichtigung von Synergien bei der Unternehmensbewertung, 2013, S. 743 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

⁸⁷ Vgl. Bysikiewicz, Zwirner, Ertragswertverfahren nach IDW S 1, 2013, S. 248 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

⁸⁸ Vgl. ebd., S. 252.

⁸⁹ Vgl. ebd., S. 252.

⁹⁰ Vgl. ebd., S. 252.

⁹¹ Vgl. ebd., S. 253.

nehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt abbildet und somit den Risikozuschlag beeinflusst.⁹² Die Ertragssteuern sind dann wiederum subjektabhängig und sind für das jeweilige Bewertungssubjekt individuell anzuwenden. Der Wachstumsabschlag wird in den Kapitalisierungszinssatz für die Phase der „Ewigen Renten“ mit einbezogen, um die Inflation und andere zukünftige Risiken mit zu berücksichtigen.⁹³

Die Berechnung des Unternehmenswertes erfolgt nun durch die Abzinsung der ermittelten finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Kapitals der Detailplanungsphase und die Verrechnung mit dem Barwertfaktor. Somit entstehen für die Planungsjahre der Detailplanungsphase einzelne Barwerte. Für die Phase der „Ewigen Renten“ wird im ersten Schritt ebenfalls der finanzielle Überschuss ermittelt und dann mit dem um den Wachstumsabschlag verminderten Kapitalisierungszinssatz verrechnet. Dieser Wert wird nun allerdings nicht mit dem Barwertfaktor multipliziert, sondern mit dem Endwertfaktor (Terminal-Value-Faktor). Dieser Faktor ermöglicht die Betrachtung einer Investition über mehrere Jahre, ohne das hierfür detaillierte Planungen vorliegen müssen. Hierbei ist ebenfalls die Annahme über die Liquidation oder die Weiterführung des Unternehmens eine der wichtigen Determinanten für die Höhe des Faktors.⁹⁴

Das nicht betriebsnotwendige Kapital ist ebenso unter dieser Prämisse zu unterscheiden. Wenn von einer weiteren Verwendung dieses Kapitals ausgegangen wird, dann ist analog zum betriebsnotwendigen Kapital vorzugehen, demnach müssen auch hierfür die Barwerte ermittelt werden. Bei der Annahme der Liquidation dieses Kapitals ist der Liquidationswert zu ermitteln, welcher unter realistischen Bedingungen zu erzielen ist. Hierbei kann auch eine Abzinsung vorgenommen werden, wenn damit zu rechnen ist, dass der Verkauf der Vermögensgegenstände länger dauert (beispielsweise Verkauf eines Grundstücks). Außerdem sind auch steuerliche und sonstige Einflussfaktoren zu berücksichtigen.⁹⁵ Letztlich ergibt sich der Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode des IDW S 1 aus der Addition der errechneten Werte für das betriebsnotwendige und nicht betriebsnotwendige Kapital.

3.2.3 Bewertung

Das Ertragswertverfahren nach IDW S 1 ist eine umfangreiche Methode zur Bewertung von Unternehmen und setzt eine sehr ausführliche und zum Teil aufwendige Vorbereitungs- und Durchführungsphase voraus. Dennoch wird dieses Verfahren durch seine Standardisierung in der Praxis oft verwendet und kann vor allem durch die Zukunftsbe-

⁹² Vgl. Bysikiewicz, Zwirner, Ertragswertverfahren nach IDW S 1, 2013, S. 255 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

⁹³ Vgl. ebd., S. 255.

⁹⁴ Vgl. ebd., S. 256.

⁹⁵ Vgl. ebd., S. 257.

trachtungen einen realistischen Unternehmenswert liefern. Besonders durch die deutsche Standardisierung des Verfahrens und die damit einhergehende Optimierung auf die nationale Rechnungslegung ist es in Deutschland sehr praktisch und gut anwendbar. Die Zukunftsbetrachtung beruht jedoch in vielen Punkten auf der subjektabhängigen Unternehmensplanung, welche naturgemäß nicht zwangsläufig der Realität und besonders der zukünftigen Realität entsprechen muss. Außerdem stellt der Gewinn eines Unternehmens, welcher diesem Bewertungsverfahren zugrunde liegt, eine sehr ungenaue und durch die Rechnungslegung einfach beeinflussbare Größe dar. Der „Restwert“ des Unternehmens, der aus der „Ewigen Renten“ Phase ermittelt wird, hat einen sehr großen Einfluss auf den ermittelten Unternehmenswert nach Ertragswertverfahren, was zu großen Ungenauigkeiten führen kann, da die Annahmen für diese Planungsphase oft sehr vage sind und nicht der Genauigkeit der Detailplanungsphase entsprechen. Dennoch beinhaltet das Ertragswertverfahren viele Betrachtungsperspektiven und knüpft vorwiegend an die Perspektive eines Investors an.⁹⁶ Außerdem wird zwischen dem Going-Concern-Prinzip und der Liquidationsannahme unterschieden und somit, wie in vielen anderen Bewertungsschritten, eine Wahlmöglichkeit zur bestmöglichen Abbildung der Realität für das Bewertungsobjekt angeboten. Zudem werden steuerliche Gesichtspunkte berücksichtigt.

3.3 Discounted-Cashflow-Verfahren

Wie bereits beschrieben zählt das DCF-Verfahren neben dem Ertragswertverfahren zu den in Deutschland am weitesten verbreiteten Verfahren und soll demnach auch im Rahmen dieser Arbeit betrachtet werden. Seinen Ursprung haben diese Verfahren vor allem im anglo-amerikanischen Raum und gehören dort vorwiegend zur Bewertungspraxis.⁹⁷ Ein größerer Nachteil des Ertragswertverfahrens ist die Bezugnahme auf die Jahresüberschüsse als zentrale Betrachtungsgröße. Diesem Nachteil entgegen werden im Rahmen des DCF-Verfahrens die konkreten Zahlungsmittelüberschüsse (Cashflows) betrachtet, welche nicht in dem Umfang von der Rechnungslegung beeinflussbar sind.⁹⁸ Generell gesehen basieren alle Varianten des DCF-Verfahrens auf der Abzinsung (Diskontierung) von zukünftigen Cashflows. Hierbei wird analog zum Ertragswertverfahren der Diskontierungs- bzw. Kapitalisierungszinssatz mit Hilfe von nicht weiter betrachteten kapitalmarkttheoretischen Modellen wie dem Capital Asset Pricing Modell ermittelt.⁹⁹

⁹⁶ Vgl. Wiehle, et al., Unternehmensbewertung, 2012, S. 34.

⁹⁷ Vgl. Kuhner, Maltry, Unternehmensbewertung, 2006, S. 195.

⁹⁸ Vgl. Wiehle, et al., Unternehmensbewertung, 2012, S. 42.

⁹⁹ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 21.

3.3.1 Verfahren der DCF-Methode

Zunächst werden die DCF-Verfahren je nach Ansatz in die Entity- und Equity-Methoden unterschieden, wobei die Entity-Verfahren auch Brutto- oder Gesamtkapitalverfahren und die Equity-Verfahren auch Netto- oder Eigenkapitalverfahren genannt werden können.¹⁰⁰ Die **Entity-Verfahren** beziehen sich auf den gesamten Unternehmensgesamtwert (Marktwert des Eigenkapital, Fremdkapitals und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens) und sind in zwei Schritten zu berechnen. Zunächst werden die freien Cashflows vor Zinszahlungen an die Fremdkapitalgeber abgezinst, welche somit die freien Cashflows für die Eigen- und Fremdkapitalgeber umfassen. Dieser Wert wird Entity Value genannt. Im zweiten Schritt wird dann der Marktwert des Fremdkapitals vom Unternehmensgesamtwert abgezogen, um den Shareholder- bzw. Equity Value zu errechnen.¹⁰¹ Die **Equity-Verfahren** betrachten nur die Zahlungsströme, die auch den Eigenkapitalgebern zustehen, welche dann direkt bewertet werden können. Somit werden hierfür die Cashflows nach Zinszahlung an die Fremdkapitalgeber diskontiert und diese Diskontierung erfolgt exklusive der Fremdkapitalkosten.¹⁰²

Der Entity-Ansatz ist besonders bei der Bewertung von größeren Unternehmen von Vorteil, da die berechneten operativen Cashflows (Cashflows die unabhängig von der Finanzierung des Unternehmens sind) stabiler und transparenter die Ertragskraft des operativen Geschäftes zeigen können. Außerdem können besonders Konzerne mit vielen verschiedenen Geschäftsbereichen mit diesem Ansatz besser bewertet werden.¹⁰³ Auch ermöglicht der Entity-Ansatz eine Berücksichtigung von Steuervorteilen, die entstehen können, wenn ein Unternehmen mit relativ viel Fremdkapital ausgestattet ist. Dieser Vorteil folgt aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalkosten, entsteht bei steigendem Verschuldungsgrad und kann auch Tax Shield genannt werden. Die Verarbeitung dieses Tax Shields führt wiederum dazu, dass sich die Entity-Verfahren nochmal in Methoden unterteilen lassen. Nämlich in die Weighted Average Cost of Capital (WACC) Verfahren und in die Adjusted Present Value (APV) Verfahren.¹⁰⁴

Das relevanteste Verfahren im Bereich der Nettoverfahren ist die sogenannte Flow to Equity Methode.¹⁰⁵

¹⁰⁰ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S. 699.

¹⁰¹ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 21.

¹⁰² Vgl. ebd., S. 22.

¹⁰³ Vgl. ebd., S. 21 f..

¹⁰⁴ Vgl. Matschke, Brösel, Unternehmensbewertung, 2013, S. 698.

¹⁰⁵ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 28.

3.3.2 Weighted Average Cost of Capital Verfahren

Die grundlegende Verfahrensweise der DCF-Verfahren entspricht bezüglich der nötigen Planungsphasen (Detailplanungsphase und „Ewige Renten“ Phase) dem Ertragswertverfahren. Somit sind die bereits beschriebenen Annahmen und Voraussetzungen anlog zu verwenden. Auch die Einbeziehung des Terminal Value Faktors zur Berechnung des Restwertes des Unternehmens, diesmal in Bezug auf die Cashflows nicht auf die Überschüsse des Unternehmens, wird anlog verwendet, in diesem Zusammenhang aber nicht nochmal genau beschrieben.

Im Folgenden wird das Verfahren als Vertreter des Entity-Ansatzes überschlägig beschrieben. Da die Verfahren nach Entity-Ansatz in der Praxis größere Relevanz besitzen und in der Berechnung umfangreicher und komplizierter sind, wird auf eine explizite Beleuchtung von Verfahren des Equity-Ansatzes verzichtet.

Das WACC-Verfahren ist das meistverbreitete Verfahren im Rahmen der DCF-Ansätze und arbeitet, wie der Name bereits aussagt, vorwiegend mit gewichteten Kapitalkosten. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes wird zunächst eine Trennung zwischen Leistungsbereich und Finanzierungsbereich vorgenommen. Für den Unternehmenswert maßgeblich ist der Free Cashflow des Leistungsbereiches des Unternehmens, welcher unter der Fiktion einer vollkommenen Eigenkapitalfinanzierung ermittelt wird und somit zunächst den Tax Shield missachtet.¹⁰⁶

Der relevante Diskontierungszinssatz WACC wird als ein Mischzinssatz in Form des gewogenen Kapitalkostensatzes ermittelt¹⁰⁷. Die Grundformel zur Berechnung lässt sich wie folgt darstellen.

$$\text{WACC} = r_{\text{EK}} * \frac{\text{EK}}{\text{GK}} + r_{\text{FK}} * \frac{\text{FK}}{\text{GK}} * (1 - s)$$

FK	Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals
EK	Marktwert des Eigenkapitals
GK	Marktwert des Gesamtkapitals
s	Ertragssteuersatz auf Unternehmensebene
r _{EK}	Kosten des Fremdkapitals (Renditeforderung der FK-Geber)
r _{FK}	Renditeforderung der EK-Geber ¹⁰⁸

Das Ergebnis dieser Berechnung entspricht dem prozentualen gewogenen Kapitalkostensatz bzw. dem freien Cashflow eines Unternehmens, welcher für die Rückzahlung von Fremdfinanzierungen und für die Ausschüttung von Dividenden genutzt werden kann. Durch den Faktor **s** erhält man nun eine Berücksichtigung des bereits angesprochenen Tax Shields, da man diesen Faktor von den Fremdkapitalkosten abzieht, erhält

¹⁰⁶ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 24.

¹⁰⁷ Vgl. ebd., S. 24.

¹⁰⁸ Vgl. ebd., S. 25.

man einen bereinigten WACC.¹⁰⁹ Zur Berechnung des Unternehmenswertes muss nun dieser Prozentsatz mit dem Wert der bereits ermittelten freien Cashflows des Leistungsbereichs des Unternehmens verrechnet werden, um einen Barwert der Free Operating Cashflows zu erhalten.¹¹⁰ Um hieraus nun den Unternehmenswert zu errechnen, ist für die zukünftigen Planungsperioden folgende Formel anzuwenden.

$$\begin{array}{rcl}
 & \text{Barwert der Free Operating Cashflows} & \\
 + & \text{Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens} & \\
 = & \text{Marktwert des Unternehmens (mit FK)} & \\
 - & \text{Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals} & \\
 \hline
 = & \text{Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value)}^{111} &
 \end{array}$$

Der errechnete Unternehmenswert entspricht direkt dem Shareholder Value, also dem Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmers und stellt somit eine relevante Größe zum Vergleich von Unternehmen dar.¹¹² Außerdem kann der Shareholder Value gleichzeitig als Messgröße für börsennotierte Unternehmen herangezogen werden, welche eine Strategie der Steigerung des Aktionärsvermögens anstreben.¹¹³

3.3.3 Bewertung

Einer der größten Vorteile der DCF-Verfahren ist die Bezugnahme auf Cashflows als Indikator zur Berechnung des Unternehmenswertes, da diese weniger von der Rechnungslegung beeinflussbar sind als andere Größen, wie zum Beispiel Überschüsse. Die Berechnung ist ebenfalls einfacher als bei anderen Verfahren. Dennoch handelt es sich auch bei den DCF-Verfahren um Zukunftsbetrachtungen, welche immer mit einer gewissen Unsicherheit einher gehen. Die explizite Betrachtung des Tax Shields ist in Anbetracht der Kapitalstruktur vieler Unternehmen mit relativ viel Fremdkapital förderlich, um einen realistischen und repräsentativen Unternehmenswert abzubilden. Der bereits im Rahmen der Ertragswertverfahren beschriebene hohe Einfluss der „Ewigen Renten“ Phase auf den Unternehmenswert nach DCF-Verfahren ist auch in diesem Zusammenhang negativ anzumerken.

¹⁰⁹ Vgl. Klein, WACC – Unternehmensbewertung berechnen, verfügbar unter: <https://www.gevestor.de/details/wacc-unternehmensbewertung-nach-cashflow-methode-687915.html>.

¹¹⁰ Vgl. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 25.

¹¹¹ Vgl. ebd., S. 25.

¹¹² Vgl. Wiehle, et al., Unternehmensbewertung, 2012, S. 44.

¹¹³ Vgl. Heldt, Breuer & Breuer, Definition: Was ist "Shareholder Value"?, verfügbar unter: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/shareholder-value-43433>.

3.4 Zusammenfassung

Die Anzahl an möglichen Verfahren zur Unternehmensbewertung ist sehr hoch und wie bereits verdeutlicht immer abhängig vom Anlass der Bewertung, dem Bewertungssubjekt und natürlich auch von den über das Unternehmen vorhandenen Informationen.

Zudem können Kombinationen aus den verschiedenen Methoden verwendet werden, wie zum Beispiel das sogenannte Praktiker- oder Mittelwertverfahren. Dieses Verfahren kombiniert die beschriebenen Verfahren des Substanzwertverfahrens und des Ertragswertverfahren (hier dann in der Regel nicht nach Methode des IDW) um Schwächen der einzelnen Methoden auszugleichen und die Nachteile einer isolierten Bewertung abzuschwächen.¹¹⁴

Eine eindeutige Einteilung und Bewertung der Verfahren der Unternehmensbewertung ist nicht möglich, da die Vielfalt der Bewertungsanlässe und der Verfahren sehr hoch ist und jeweils andere Bewertungszwecke und Wertarten im Mittelpunkt der Bewertung stehen können. Somit sollte eine situative Entscheidung über das zu verwendende Verfahren fallen.

Für die in 3.1, 3.2 und 3.3 näher beschriebenen Verfahren der Unternehmensbewertung erfolgt eine zusammenfassende Einteilung anhand einiger Bewertungskriterien. (siehe Anhang 1: Einordnung der Bewertungsmethoden)

¹¹⁴ Vgl. Wiehle, et al., Unternehmensbewertung, 2012, S. 44.

4 Kommunale Unternehmens- und Beteiligungsbewertung in Sachsen

Im folgenden Teil der Arbeit soll der Wert von Unternehmen und dessen Bedeutung in Kommunen beleuchtet werden. Doch warum ist dieses Thema überhaupt relevant? Begrifflich wird der Terminus „öffentliche Verwaltung“ laut dem Gabler Wirtschaftslexikon sehr weiträumig als „die im Rahmen der Gewaltenteilung ausgeübte behördliche Tätigkeit, die weder Gesetzgebung noch Rechtsprechung ist“¹¹⁵ definiert. Im herkömmlichen Sinne denken viele Menschen bei den Begriffen öffentliche Verwaltung bzw. öffentliche Hand nicht in erster Linie an Unternehmen und schon gar nicht an privatwirtschaftlich organisierte Unternehmen und die Frage nach deren Bewertung.¹¹⁶ Viel mehr kommen klassische und gewöhnliche Verwaltungsaufgaben und -leistungen wie zum Beispiel das Meldewesen oder die Arbeit im Jugendamt in den Sinn. Trotzdem steigt die Relevanz von öffentlichen Unternehmen stetig und immer mehr klassische Verwaltungsaufgaben werden mit Hilfe dieser öffentlichen Unternehmen erfüllt. Damit einhergehend erhöht sich auch die Relevanz von klassischen wirtschaftlichen Aufgabenfeldern, wie der Unternehmensbewertung in der Arbeit der öffentlichen Verwaltung und in den Kommunen.

Die Unternehmens- bzw. Beteiligungsbewertung im öffentlichen Kontext zeigt viele Gemeinsamkeiten aber auch sehr viele Unterschiede zu den bisher betrachteten Themenschwerpunkten im Kontext der freien Wirtschaft. Sowie in der kommunalen Praxis, als auch im Rahmen dieser Arbeit steht bei der kommunalen Bewertung von Unternehmen die Ermittlung des bilanziellen Ansatzes im Vordergrund, da es nur wenige Szenarien gibt, in denen standartmäßige Methoden der Unternehmensbewertung zum Einsatz kommen können. Während Unternehmen in der freien Wirtschaft vorwiegend bei anstehenden Kaufs- und Verkaufsszenarien bewertet werden, sind diese bei kommunalen Unternehmen eher selten. Auch können einige Methoden nicht angewendet werden, welche den Unternehmenswert über Kennzahlen wie erwirtschafteten Überschüssen oder Cashflows ermitteln, weil öffentliche Unternehmen in der Regel nicht zur Gewinnmaximierung arbeiten und an viele sonstige gesetzliche Bestimmungen gebunden sind.

Wie bei vielen anderen bilanziellen Analysen liegt ein Spannungsverhältnis bei den Kommunen mit Beteiligungen und anderen wirtschaftlichen Betätigungen vor. Zum einen gelten die generellen Anforderungen der Grundsätze der ordnungsgemäßen Bilanzierung (Bilanzklarheit, -wahrheit, -kontinuität und -identität) und Buchführung. Zum anderen ist eine Kommune nicht grundsätzlich mit typischen buchführungspflichtigen Personen und

¹¹⁵ Krumme, Verwaltung, verfügbar unter: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/verwaltung-47011>.

¹¹⁶ Vgl. Prechtel, Wittmann & Hartmann, Bewertung von Unternehmen mit Beteiligung der öffentlichen Hand, 2013, S. 944 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

Organisationen vergleichbar. Kommunen liegen in einem Spannungsverhältnis zwischen den Interessen des Staates und der Rechtsaufsichtsbehörden, welche auf die Umsetzung der gesetzlichen Grundlagen und steuerungsrelevanten Ziele achten und den Interessen der Bürger, welche auf möglichst günstige und umfangreiche Daseinsvorsorge aus sind. Hinzu kommen die Kreditinstitute, welche als Kreditgeber vor allem die Rückzahlungsfähigkeit der Kommune im Auge haben. In diesem Umfeld muss für alle Vermögensgüter ein im Rahmen der rechtlichen Vorschriften optimaler Wertansatz gefunden werden, wobei die wirtschaftlichen Betätigungen einen beachtlichen Anteil ausmachen können.

Bezugnehmend auf den Titel der Arbeit „Die Ermittlung des „echten“ Unternehmenswertes: Methoden und Prüfung der praktischen Relevanz in einem sächsischen Landkreis“ werden demnach die gesetzlich normierten Methoden der Unternehmensbewertung für die kommunale Bilanz in den Mittelpunkt gestellt. Neben diesem Analyseansatz soll in Kapitel 4.1 auch eine kurze generelle Berücksichtigung der kommunalen Besonderheiten im Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung erfolgen und mögliche Anlässe der Unternehmensbewertung beschrieben werden.

Durch einen Erfahrungsaustausch mit Vertretern des Erzgebirgskreises und der Stadt Oschatz soll die kommunale Praxis in Erfahrung gebracht werden, um Vergleiche zur freien Wirtschaft zu ziehen und die Behandlung sowie die Relevanz des Themas in den sächsischen Kommunen zu klären.

4.1 Einordnung und Besonderheiten kommunaler Unternehmensbewertung

Kommunale Unternehmen agieren in einem engen Korsett aus rechtlichen Bestimmungen, wirtschaftlichen Limitierungen und kommunaler Einflussnahme und Zieldefinition. Dennoch nimmt die Anzahl der kommunalen wirtschaftlichen Betätigungen zu. Unter weitwinkliger Betrachtung kann man die Anlässe kommunalwirtschaftlicher Unternehmensbewertung in zwei Kategorien einteilen.

Zum einen in die Unternehmensbewertung für den bilanziellen Wertansatz der Unternehmen im Jahresabschluss der Kommune. In diesem Fall gibt es gesetzlich normierte Bewertungsmethoden und Grundlagen der Unternehmensbewertung.

Zum anderen kann es in sonstigen Fällen zur Bewertung von kommunalen Unternehmen kommen, die unabhängig vom Rechnungswesen und der Bilanz sind. Hierbei stehen eindeutig Szenarien, in denen es zu Verhandlungen über den Kauf oder Verkauf von kommunalen Unternehmen geht, im Vordergrund. In diesen Fällen sind die Kommunen bei der Bewertung nicht direkt an gesetzliche Bestimmungen gebunden und es können demnach auch Unternehmensbewertungsverfahren der freien Wirtschaft zur Anwen-

derung kommen. Bei Anwendung dieser Verfahren sollten einige Risikofaktoren berücksichtigt werden, so zum Beispiel die oftmals geringe Unternehmensgröße, die fehlende Fungibilität, der oftmals sehr eingeschränkte Kundenstamm und die Abhängigkeit von der Gebietskörperschaft.¹¹⁷ Auch die Ertragslage stellt eine Besonderheit der kommunalen Unternehmen dar. In der Regel arbeiten kommunale Unternehmen nicht vorwiegend mit dem Ziel der Gewinnmaximierung, deshalb muss je nach Ertragslage des kommunalen Unternehmens in der Methode der Unternehmensbewertung variiert werden.¹¹⁸

4.2 Kommunalwirtschaftliche Betätigung

Bevor überhaupt die Grundlagen der Bewertung von Beteiligungen und verbundenen Unternehmen geklärt werden können, muss eine Abgrenzung der Begriffe und eine Erklärung der Ursprünge des Rechts der wirtschaftlichen Betätigung von Kommunen vorgenommen werden.

Das Recht auf kommunale Selbstverwaltung aus Art. 28 Abs. 2 GG i. V. m. Art. 82 Sächs-Verf umfasst neben den Hoheiten (z.B. Gebietshoheit, Personalhoheit, Organisationshoheit, ...) der Gemeinde auch das Recht auf kommunalwirtschaftliche Betätigung. Grundsätzlich haben die Kommunen gemäß ihrer Organisationshoheit ein Wahlrecht wie kommunale Aufgaben zu erfüllen sind, also auch ob die Aufgabenerfüllung öffentlich-rechtlich oder privatrechtlich wahrgenommen wird.¹¹⁹ Grundlage der Betrachtung sind im Folgenden die wirtschaftlichen Betätigungen der Kommunen.

Die relevante Rechtsvorschrift ist hierfür § 94a SächsGemO, welche die Zulässigkeit einer wirtschaftlichen Betätigung der Kommune regelt. Besonders wichtig ist die Prüfung des sogenannten „Schrakentrias“ in § 94a Abs. 1 Nr. 1 - 3 SächsGemO, mit welchen relativ hohe Hürden (wenn auch im Vergleich zu anderen Bundesländern weniger hoch) für eine wirtschaftliche Betätigung der Kommune gesetzt werden und eine Prüfung der Ausschlussstatbestände nach § 94a Abs. 3 Nr. 1 – 3 SächsGemO. Wenn alle Voraussetzungen für die wirtschaftliche Betätigung, welche eine Errichtung, Übernahme, Unterhaltung, wesentliche Veränderung oder unmittelbare oder mittelbare Beteiligung an Unternehmen umfasst, erfüllt sind, erfolgt eine „Wahl“ der Organisationform. Die für Kommunen möglichen Organisationsformen sind in § 95 SächsGemO geregelt und sind der sogenannte „Regiebetrieb“ nach Abs. 1 Nr. 1, der Eigenbetrieb nach Abs. 1 Nr. 2 in Verbindung mit § 95a SächsGemO und die Organisation in einer Rechtsform des Privatrechts nach Abs. 1 Nr. 3 in Verbindung mit § 96 SächsGemO.

¹¹⁷ Vgl. Prechtel, Wittmann & Hartmann, Bewertung von Unternehmen mit Beteiligung der öffentlichen Hand, 2013, S. 965 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

¹¹⁸ Vgl. ebd., S. 968 ff..

¹¹⁹ Vgl. Sächsisches Staatsministerium des Innern, Leitfaden Beteiligungsmanagement im Kommunalen Bereich, verfügbar unter: <https://www.kommunale-verwaltung.sachsen.de/844.htm>, S.10.

Wie bereits beschrieben, ist bei der Bewertung von kommunalwirtschaftlichen Betätigungen, also der kommunalen Unternehmensbewertung, die bilanzielle Bewertung vordergründig zu betrachten. Die Wahl der Unternehmensform beeinflusst nun gliederungsmäßig den bilanziellen Ansatz der kommunalen wirtschaftlichen Betätigungen, da gemäß § 51 SächsKomHVO auf der Aktivseite der Vermögensrechnung (entspricht § 266 HGB - Bilanz) im Bereich der Finanzanlagevermögen zwischen verbundenen Unternehmen, Beteiligungen und Sondervermögen unterschieden werden muss.

Die Definitionen der Begriffe Beteiligung und verbundene Unternehmen der freien Wirtschaft nach des § 271 HGB sind für den kommunalen Kontext anzupassen. Nach § 59 Nr. 54 SächsKomHVO sind verbundene Unternehmen, Unternehmen, die der Kommune als Tochterunternehmen gegenüberstehen. Jedoch ist diese Definition nicht eindeutig und wird, wie in Kapitel 4.5 beschrieben, auch von sächsischen Kommunen unterschiedlich interpretiert und gelebt. Das bedeutet, dass beim ersten Blick auf einen Jahresabschluss einer Kommune nicht eindeutig klar ist, welche Art von Unternehmen sich hinter diesem Oberbegriff verbergen.

Der Begriff der Beteiligung wird im Leitfaden Beteiligungsmanagement im kommunalen Bereich des sächsischen Innenministeriums definiert und umfasst demnach einiges mehr. Gemäß der marktwirtschaftlichen Definition des § 271 Abs. 1 HGB sind Beteiligungen *„Anteile an anderen Unternehmen, die bestimmt sind, dem eigenen Geschäftsbetrieb durch Herstellung einer dauernden Verbindung zu jenen Unternehmen zu dienen. Dabei ist es unerheblich, ob die Anteile in Wertpapieren verbrieft sind oder nicht. Eine Beteiligung wird vermutet, wenn die Anteile an einem Unternehmen insgesamt den fünften Teil des Nennkapitals dieses Unternehmens oder, falls ein Nennkapital nicht vorhanden ist, den fünften Teil der Summe aller Kapitalanteile an diesem Unternehmen überschreiten.“* Dem hingegen ist der Begriff des „kommunalen Unternehmers“ Grundlage für die kommunalrechtliche Definition des Beteiligungsbegriffes. Dieses wiederum kann als eine aus der unmittelbaren Kommunalverwaltung ausgegliederte und verselbstständigte Verwaltungseinheit von gewisser organisatorischer Festigkeit und Dauer zur Erfüllung einzelner öffentlicher Aufgaben und Zwecke definiert werden.¹²⁰ Diese Definition umfasst damit neben den Eigenbetrieben nach § 95a SächsGemO, welche sich besonders durch die finanzielle Verwaltung und Bilanzierung als Sondervermögen von den Regiebetrieben unterscheiden, auch die privatrechtlichen Organisationsformen nach § 96 SächsGemO. Hierbei handelt es sich vorwiegend um kommunale GmbHs, da die Organisationsform der AG nur subsidiär zu verwenden ist und andere privatrechtliche Organisationsformen wie Personengesellschaften äußerst ungewöhnlich sind. Auch in

¹²⁰ Vgl. Sächsisches Staatsministerium des Innern, Leitfaden Beteiligungsmanagement im Kommunalen Bereich, verfügbar unter: <https://www.kommunale-verwaltung.sachsen.de/844.htm>, S.11.

diesem Zusammenhang zeigte der Erfahrungsaustausch in Kapitel 4.4 eine uneindeutige Zuordnung in sächsischen Kommunen.

4.3 Gesetzliche Grundlagen der bilanziellen Bewertung von Beteiligungen und verbundenen Unternehmen

Die wichtigste Rechtsgrundlage für die Kommunen in Sachsen ist die sächsische Gemeindeordnung und aus dieser entspringen auch die grundlegenden Regelungen zur Bewertung von Beteiligungen und öffentlichen Unternehmen. § 95 SächsGemO regelt die grundlegenden Wertansätze für das Vermögen der Kommune. Abs. 5 trifft bereits generelle Regelungen zum Ansatz von Beteiligungen und verbundenen Unternehmen. Demnach erfolgt der Wertansatz von Vermögensgegenständen grundsätzlich zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten. Abweichend davon dürfen Beteiligungen und Anteile an Vermögen von Eigenbetrieben (gemäß § 91 SächsGemO) auch mit dem anteiligen Eigenkapital, also nach Eigenkapitalspiegelmethode angesetzt werden. Zu beachten ist, dass wenn mehrere Kommunen an einer wirtschaftlichen Betätigung beteiligt sind, auch ein einheitliches Verfahren gewählt und praktiziert werden soll.

Konkretisiert werden die Regelungen der sächsischen Gemeindeordnung in der Sächsische Kommunalhaushaltsverordnung. In § 61 Abs. 6 SächsKomHVO wird die Wahlmöglichkeit bei der Bewertung von Beteiligungen, Anteilen an verbundenen Unternehmen und Zweckverbänden sowie bei Sondervermögen nach § 91 Abs. 1 Nr. 1 SächsGemO ebenfalls festgeschrieben. Demnach besteht ein Wahlrecht über den Wertansatz mittels Anschaffungs- und Herstellungskosten oder über die Eigenkapitalspiegelmethode. Außerdem eröffnet Satz 2 dieser Regelung den Kommunen weiteren Spielraum beim Wertansatz, wenn die Anschaffungskosten als Wertansatz gewählt werden sollen, diese aber nicht ermittelbar sind, darf der zum Zeitpunkt der Bewertung ermittelte Wert des anteiligen Eigenkapitals als Ersatzwert angesetzt werden. Welche Auswirkungen die unterschiedlichen Methoden des Wertansatzes auf die kommunale Bilanz und den Wertansatz im Finanzanlagevermögen haben können, wird in Kapitel 4.4.3 durch die Auswertung der Befragungen der kommunalen Gesprächspartner nochmals beleuchtet. Sollte nach Satz 3 das Eigenkapital der zu bewertenden wirtschaftlichen Betätigung bei der Bewertung (in der Eröffnungsbilanz oder im Jahresabschluss) aufgebraucht sein, dann muss ein Erinnerungswert von 1 € angesetzt werden.

Die SächsKomHVO liefert ebenfalls in § 59 Nr. 6 eine Definition des Berechnungsverfahrens mittels Eigenkapitalspiegelmethode. Demnach gilt folgende Berechnungsformel:

$$\begin{array}{r} \text{Gezeichnetes Kapital (Grundkapital)/Kapitalanteile/Einlagen} \\ + \quad \text{Kapitalrücklagen} \\ + \quad \text{Gewinnrücklagen} \\ +/- \quad \text{Gewinnvortrag/Verlustvortrag} \\ +/- \quad \text{Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag} \\ \hline = \quad \text{Unternehmenswert nach Eigenkapitalspiegelmethode} \end{array}$$

Somit regelt das Gesetz eindeutig die Wahlmöglichkeit zwischen der Beteiligungsbewertung mittels Eigenkapitalspiegelmethode und mittels Anschaffungs- und Herstellungskosten. Im Regelfall kommen somit keine Bewertungsverfahren der freien Wirtschaft (vgl. Kap. 3) für den bilanziellen Ansatz des Unternehmenswertes zum Einsatz. Eine Ausnahme stellen Szenarien dar, bei denen Beteiligungen oder verbundene Unternehmen verkauft werden sollen. Gemäß § 44 Abs.7 SächsKomHVO können Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens (hier gilt das strenge Niederstwertprinzip) auch mit alternativen Bewertungsverfahren bewertet werden. In diesem Fall können auch Verfahren der freien Wirtschaft zur Anwendung kommen.¹²¹ Demnach müsste z. B. der per Ertragswertverfahren oder DCF-Verfahren ermittelte Unternehmenswert unter dem Wert nach Anschaffungs- und Herstellungskosten oder Eigenkapitalspiegelmethode liegen.

Sonderfälle bei der bilanziellen Bewertung von Beteiligungen und verbundenen Unternehmen können bei Verwendung der Eigenkapitalspiegelmethode entstehen, da das Imparitätsprinzip nach § 37 Abs. 1 Nr. 3 SächsKomHVO keine Anwendung findet und lediglich nach der bereits beschriebenen Bewertungsformel der Wert ermittelt wird. Somit können auch wertsteigernde Veränderungen des Eigenkapitals der Unternehmen in der kommunalen Bilanz berücksichtigt werden.¹²² Auch negative Veränderungen des Eigenkapitals der wirtschaftlichen Betätigung können gemäß § 44 Abs. 6 SächsKomHVO problemlos abgebildet werden. Dies führt dazu, dass die Bewertung per Eigenkapitalspiegelmethode bilanzielle Wertschwankungen in beide Richtungen zulässt.

Bei Verwendung der Unternehmensbewertungsmethode per Anschaffungs- und Herstellungskosten gilt das Imparitätsprinzip und die erstmalig ermittelten Anschaffungs- und Herstellungskosten stellen für die folgenden Bewertungen eine absolute Wertobergrenze dar. Als erstmaliger Ersatzwert kann bei Anwendung der Bewertung über Anschaffungs- und Herstellungskosten auch der per Eigenkapitalspiegelmethode ermittelte

¹²¹ Vgl. Sächsisches Staatsministerium des Innern, Wertansätze für kommunale Beteiligungen (FAQ 2.12), verfügbar unter: <https://www.kommunale-verwaltung.sachsen.de/6927.htm>.

¹²² Vgl. ebd..

Wert in der Eröffnungsbilanz herangezogen werden. Daraus folgt ein stetiger und gleichmäßiger bilanzieller Ansatz für den Wert der Beteiligung bzw. des verbundenen Unternehmens.

Eine weitere Besonderheit stellt die Bewertung der Anteile von Zweckverbänden dar. Generell erfolgt die Bewertung analog zu den wirtschaftlichen Betätigungen, also verbundenen Unternehmen und Beteiligungen. Problematisch kann diesbezüglich die Ermittlung des Anteils der Kommunen sein. In einigen Fällen werden in der Satzung des Zweckverbandes keine Regelungen zu den Beteiligungsquoten getroffen. In diesen Fällen müssen alternative Maßstäbe angewendet werden. Dafür können beispielsweise Stimmrechtsverteilungen, Umlageschlüssel, Regelungen bezüglich der Gewinn- oder Verlustverteilung oder Auseinandersetzungsvereinbarungen herangezogen werden.¹²³ Konsequenz aus dieser Regelung kann sein, dass es zu jährlich schwankenden Anteilen am Zweckverbandsvermögen kommt, was jedoch nicht rechtswidrig ist. Im Gegenteil handelt es sich bei einer Teilung des Vermögens nur anhand der Anzahl der Mitglieder nicht um einen sachgerechten Aufteilungsmaßstab.¹²⁴ Wichtig ist im Zusammenhang mit Zweckverbänden die bereits beschriebene Regelung des § 89 Abs. 5 SächsGemO, welche eine einheitliche Bewertung der Mitgliedskommunen fordert, sodass möglichst das gesamte Eigenkapital des Zweckverbandes zwischen den Kommunen aufgeteilt ist.

Aufgrund der Regelungen der §§ 61 ff. SächsLKrO sind die beschriebenen Rechtsvorschriften, welche dem Grunde nach nur für sächsische Kommunen gelten, auch analog für sächsische Landkreise anzuwenden.

4.4 Ergebnisse des Dialogs mit sächsischen Kommunen

Im Rahmen dieser Arbeit fand ein Erfahrungsaustausch mit Vertretern von zwei sächsischen Kommunen zum Thema der Unternehmensbewertung im kommunalen Kontext statt. Im Mittelpunkt des Dialoges standen drei hauptsächliche Themenbereiche aus dem Umfeld der kommunalen Unternehmensbewertung und den Schwerpunkten dieser Arbeit. Als Gesprächspartner des Dialogs fungierten Frau Ulrike Müller als Leiterin der „Stabsstelle Beteiligungen“ des Erzgebirgskreises und Herr Jörg Bringewald als Beigeordneter und Kämmerer der großen Kreisstadt Oschatz.

¹²³ Vgl. Sächsisches Ministerium des Innern, Bewertung der Anteile an Zweckverbänden (FAQ 1.14), verfügbar unter: <https://www.kommunale-verwaltung.sachsen.de/11324.htm>.

¹²⁴ Vgl. ebd..

4.4.1 Ausgangssituation der betrachteten Kommunen

Der **Erzgebirgskreis** ist mit 335 084 Einwohnern (Stand 30.11.2019) der einwohnerreichste Landkreis Sachsens und liegt im Südwesten des Freistaates.¹²⁵ Bei flächenmäßiger Betrachtung zählt der Landkreis zum Mittelfeld unter den sächsischen Landkreisen. Besonders prägend für den Erzgebirgskreis ist die mittelständische Wirtschaft, die Mittelgebirgslage und die kulturelle Verbindung zur Bergbau- und Weihnachtstradition. Im Jahr 2019 wurde die Montane Kulturlandschaft Erzgebirge/Krušnohoří zum UNESCO – Welterbe erklärt.

Der Erzgebirgskreis war einer der ersten sächsischen Landkreise der seine Eröffnungsbilanz des Jahres 2013 nach Doppik veröffentlichte und wies mit dem Jahresabschluss 2018 eine Bilanzsumme von 527.742.525,79 €¹²⁶ aus. Insgesamt unterhielt der Landkreis im gleichen Wirtschaftsjahr zwei Eigenbetriebe und war an sechs Eigengesellschaften und sechs Beteiligungsgesellschaften beteiligt. Außerdem lagen eine Beteiligung bzw. Mitgliedschaft in 11 Zweckverbänden und an 15 Unternehmen vor, wovon vier Unternehmen als Töchter der Zweckverbände zu charakterisieren sind und alle privatrechtlich organisierten Unternehmen in der Rechtsform der GmbH firmiert sind. Diese wirtschaftlichen Betätigungen sind auf fünf verschiedene Fachbereiche (Kultur und Bildung, Gesundheit und Soziales, Wirtschaftsförderung und Tourismus, Verkehr, Ver- und Entsorgung und Sonstiges) aufgeteilt.¹²⁷ Bilanziell wurden die Beteiligungen und verbundenen Unternehmen des Erzgebirgskreises im Jahr 2018 mit einem Wert von insgesamt 35.527.915 € verzeichnet und spiegeln somit ca. 6,7% der Bilanzsumme wieder.

Die **große Kreisstadt Oschatz** ist eine von fünf Kreisstädten des Landkreis Nordsachsen. Mit 14.125 Einwohnern (Stand 30.11.2019) und einer Fläche von 55,4 km² zählt Oschatz zu den größten und bedeutendsten Städten des Landkreises.¹²⁸ Oschatz liegt im „Herzen“ Sachsens und somit auch geografisch zwischen den sächsischen Metropolen Dresden und Leipzig. Besonderes Merkmal der Stadt ist der historische Stadtkern und der O-SCHATZ-PARK.

Die große Kreisstadt Oschatz veröffentlichte am 19.02.2018 die Eröffnungsbilanz des Jahres 2013 und seitdem (Stand 09.03.2020) noch keine weiteren Jahresabschlüsse.¹²⁹ Laut dem Beteiligungsbericht aus dem Jahr 2017 unterhält die Stadt einen Eigenbetrieb

¹²⁵ Vgl. Statistisches Landesamt Sachsen, Bevölkerung des Freistaates Sachsen jeweils am Monatsende ausgewählter Berichtsmonate nach Gemeinden, 2019, verfügbar unter: https://www.statistik.sachsen.de/download/010_GB-Bev/Bev_Z_Gemeinde_akt.pdf, S. 1.

¹²⁶ Vgl. Landratsamt Erzgebirgskreis, Jahresabschluss zum 31.12.2018, 2019, S. 9.

¹²⁷ Vgl. Landratsamt Erzgebirgskreis, Beteiligungsbericht 2018, 2019, S. 22.

¹²⁸ Vgl. Statistisches Landesamt, Bevölkerung des Freistaates Sachsen jeweils am Monatsende ausgewählter Berichtsmonate nach Gemeinden, 2019, verfügbar unter: https://www.statistik.sachsen.de/download/010_GB-Bev/Bev_Z_Gemeinde_akt.pdf, S. 9.

¹²⁹ Vgl. Stadt Oschatz, Eröffnungsbilanz Oschatz, 2018, S. 1.

und finanzielle Beziehungen zu acht wirtschaftlichen Unternehmen, wovon wiederum zwei komplett der Stadt zuzuordnen sind. Sieben dieser Unternehmen sind in der Rechtsform der GmbH, also als Kapitalgesellschaften firmiert und nur eines in Form einer Personengesellschaft als GmbH & Co.KG. Außerdem werden Beziehungen zu zwei Zweckverbänden unterhalten.¹³⁰ In der Eröffnungsbilanz mit einem Gesamtvolumen von 175.793.241,06 € wurde ein Finanzanlagevermögen (welches ausschließlich aus den Positionen der Beteiligungen und der verbundenen Unternehmen besteht) von 74.439.385,15 € ausgewiesen.¹³¹ Einen großer Anteil fällt hier auf die Oschatzer Wohnstätten GmbH als kommunales Wohnungsbauunternehmen. Der Wert der kommunalen Beteiligungen und verbundenen Unternehmen entspricht einem Anteil von mehr als 42% der Bilanzsumme der Gesamtkommune und spiegelt somit einen beachtlichen Teil des Gesamtvermögens wider.

4.4.2 Themenschwerpunkte

Thematisch wurde der Schwerpunkt des Dialogs mit dem Erzgebirgskreis und der großen Kreisstadt Oschatz auf drei Hauptfragen bezogen (vgl. Anhang 2, 3) um das Thema der Unternehmensbewertung an sich und die Relevanz im kommunalen Kontext zu ergründen. Hierfür wurde methodisch auf einen standardisierten Fragebogen verzichtet, da die Gespräche mit den Vertretern der Kommunen sehr frei erfolgten und durch die drei Themenschwerpunkte eine Struktur vorhanden war. Die offenen Fragestellungen ermöglichten außerdem Nach- und Verständnisfragen bezüglich der komplexen Thematiken und trugen einer lockeren Gesprächsatmosphäre bei. Aufgrund der geringen Anzahl an „Interviews“ konnte trotzdem eine Vergleichbarkeit der Ergebnisse erreicht werden.

Da in den Recherchen zur bilanziellen Abgrenzung zwischen Beteiligungen und verbundenen Unternehmen keine eindeutige Definition ersichtlich war, richtete sich die erste Frage auf die Ergründung dieser Thematik. Inhaltlich gibt die Sächsische Kommunalhaushaltsverordnung zwar, wie bereits beschrieben, eine Definition für verbundene Unternehmen und die Gliederung für kommunale Jahresabschlüsse vor, jedoch ist diese nicht eindeutig und wird, wie in den Interviews bekannt wurde, auch nicht einheitlich angewendet. Die in Kapitel 4.2 beschriebene Abgrenzung, laut dem „Leitfaden Beteiligungsmanagement 2014“ welcher in Zusammenarbeit des sächsischen Landkreistages, des sächsischen Städte- und Gemeindetages und des SMI angefertigt wurde, ist für den

¹³⁰ Vgl. Stadt Oschatz, Beteiligungsbericht Oschatz 2017, 2018, S. 6.

¹³¹ Vgl. Stadt Oschatz, Eröffnungsbilanz Oschatz, 2018, S. 2.

die bilanzielle Bewertung fraglich. Die dort aufgeführte Definition von Beteiligungen bezieht beispielsweise die Eigenbetriebe mit ein, die oftmals ohne eigenes Kapital geführt werden und somit auch bilanziell nicht explizit auftauchen.

Wie bereits in Kapitel 4.3 beschrieben, stehen den sächsischen Kommunen für den bilanziellen Ansatz ihrer wirtschaftlichen Betätigungen und Zweckverbänden zwei verschiedene Optionen zur Bewertung zur Verfügung. Daraus ergibt sich die Frage, welche der Methoden standartmäßig für die Bewertung verwendet werden und vor allem warum. Außerdem galt es zu klären, welche Ziele mit der jeweiligen Methode verfolgt werden und wie Wahl der Methode den bilanziellen Wert beeinflusst.

Der dritte Themenschwerpunkt der Befragungen waren die von der Bilanzierung unabhängigen Szenarien der Unternehmensbewertung in den Kommunen. Hier standen die Erfahrungen der Gesprächspartner im Vordergrund und es galt in Erfahrung zu bringen, welche Bewertungsmethoden der freien Wirtschaft zur Anwendung kamen und welchen Einfluss die öffentlich-rechtlichen Vorschriften auf die kommunalen Aktivitäten haben.

Das Ziel der Befragungen war es, die im Titel der Arbeit gestellte Frage zu ergründen, nämlich die Relevanz der Unternehmensbewertung in sächsischen Kommunen und hier besonders im Erzgebirgskreis. Außerdem sollten auch Schlussfolgerungen zum „echten Unternehmenswert“ und dessen Existenz im kommunalen Rahmen gezogen werden können.

4.4.3 Vergleichende Betrachtung der Befragungsergebnisse¹³²

Wie in Kapitel 4.4.1 beschrieben, handelt es sich bei den beiden betrachteten sächsischen Kommunen um den Erzgebirgskreis und die große Kreisstadt Oschatz. Zwar ähneln sich diese Kommunen weder in ihrer Größe, Einwohnerzahl, struktureller Bedeutung und sonstigen Vergleichsparametern, aber dennoch ist eine vergleichende Betrachtung sinnvoll, da die Thematik der Unternehmensbewertung grundsätzlich in beiden Kommunen auf den gleichen rechtlichen Grundlagen beruht. Außerdem ist die Thematik und die Relevanz zumindest in bilanzieller Hinsicht unabhängig von der Größe und der Bedeutung der Kommune solange wirtschaftliche Betätigungen vorhanden sind und die Bewertung dieser zum Aufgabengebiet gehört. Außerdem fiel auf, dass die Anzahl an wirtschaftlichen Betätigungen und damit auch an Bewertungssubjekten, ungeachtet der strukturellen Unterschiede der Kommunen, nicht zu weit voneinander abweichen und somit eine vergleichende Betrachtung möglich macht. Zudem kam es in beiden Kommunen bereits zu Szenarien in denen Unternehmensbewertungsmethoden der freien Wirtschaft zum Einsatz kamen.

¹³² Vgl. Anhang 2, Anhang 3.

Die **bilanzielle Abgrenzung** zwischen den Gliederungspunkten „verbundene Unternehmen“ und „Beteiligungen“ nach § 51 Abs. 2 SächsKomHVO im Finanzanlagevermögen wird von den beiden betrachteten Kommunen unterschiedlich vorgenommen. Im Erzgebirgskreis erfolgt die Trennung nach den Unternehmens- bzw. Zweckverbandsanteilen, die von selbigen gehalten werden. Alle Unternehmen an denen der Landkreis mit weniger als 50 % beteiligt ist, werden als Beteiligungen bilanziert. Unternehmen mit mehr als 50 % Beteiligungsquote werden dem entsprechend als verbundene Unternehmen geführt. Die Eigenbetriebe werden als Sondervermögen gemäß § 91 Abs. 1 SächsGemO ausgewiesen. Diese bilanzielle Unterteilung wurde bei Fertigung der Eröffnungsbilanz vorgenommen und in den Folgejahren fortgeschrieben.

Die Stadt Oschatz wählt einen allgemeineren Ansatz zur Gliederung. Laut Herrn Bringewald erfolgt diese nach der „Organisationsform“ der wirtschaftlichen Beteiligung. Alle Unternehmen in privatrechtlicher Organisationform werden unabhängig von der Beteiligungsquote der Kommune als verbundene Unternehmen bilanziert. Unter dem Bilanzgliederungspunkt der Beteiligungen wird das anteilige Vermögen der Zweckverbände repräsentiert. Regiebetriebe und Eigenbetriebe der Kommune werden nicht separat in der Bilanz ausgewiesen, weil Regiebetriebe keine eigene Wirtschaftsführung besitzen (vgl. § 95a SächsGemO) und die Stadt Oschatz keine Regiebetriebe betreibt. Eigenbetrieben muss laut Sächsischer Eigenbetriebsverordnung nur optional ein Vermögen zugeordnet werden, was im Falle des Eigenbetrieb Oschatzer Kultureinrichtungen nicht geschehen ist und somit keine eigene Bilanzierung als Sondervermögen erfolgt.

Zweiter zentraler Schwerpunkt der Befragungen war die **Methodik des bilanziellen Ansatzes** der kommunalwirtschaftlichen Betätigungen und damit verbunden die Ergründung der Frage welche Bewertungsmethode gewählt wird und warum der Ansatz mittels dieser Methode erfolgt. Außerdem sollte eine Bewertung der Methoden durch die Analyse deren Vor- und Nachteile möglich werden.

Festzuhalten ist eindeutig, dass laut beiden Gesprächspartnern die bilanzielle Bewertung im Kontext der kommunalen Unternehmensbewertung einen wesentlich höheren Stellenwert als die übrigen Bewertungsszenarien einnimmt (vgl. Kap. 4.3). Der Erzgebirgskreis bewertet laut Frau Müller sein Vermögen der verbundenen Unternehmen und Beteiligungen mit der Eigenkapitalspiegelmethode nach § 59 Nr. 6 SächsKomHVO. Dem hingegen werden alle anderen Vermögensgegenstände mit den Anschaffungs- und Herstellungskosten angesetzt. Grund für die ursprüngliche Wahl der Eigenkapitalspiegelmethode in der Eröffnungsbilanz war die Praktikabilität und einfache Umsetzung. Im Gegensatz zu den Anschaffungs- und Herstellungskosten, welche zum Teil vor langer Zeit anfielen und deshalb schwer zu bewerten und abzubilden sind, liegen Daten zu den Eigenkapitalbeständen der wirtschaftlichen Unternehmen jederzeit vor.

Auch in den Folgejahren wurde an dieser Bewertungsmethode festgehalten. Beweggründe hierfür sind zum Beispiel die Möglichkeit der wirklichkeitsgetreueren Darstellung des Vermögens der Beteiligungen und verbundenen Unternehmen. Wie in Kapitel 4.3 beschrieben, kann der Wert des Vermögens in wirtschaftlichen Betätigungen der Kommune bei Nutzung der Eigenkapitalspiegelmethode schwanken und es können somit auch die Entwicklungen der Kapitalpositionen der Unternehmen und Zweckverbände besser abgebildet werden. Zudem kann die Entwicklungen der Kapitalpositionen der Beteiligungen zum Teil als Steuerungsinstrument verwendet werden, da die Kommune zumindest bei den verbundenen Unternehmen (an denen eine hohe Beteiligungsquote gehalten wird) maßgeblich auf die in deren Jahresabschluss ausgewiesenen Werte der Kapitalpositionen einwirken kann. Positiv ist auch die durch die Beibehaltung der ursprünglich gewählten Methode entstehende Konsistenz in der Bewertung und Abbildung der jährlichen Entwicklungen. Dem hingegen kann es laut Frau Müller bei Abbildung der Schwankungen der Kapitalpositionen der Beteiligungen und verbundenen Unternehmen natürlich auch zu Problemen kommen. Diese entstehen besonders bei gravierenden Veränderungen und können zu Erklärungsbedarfen in den kommunalen Gremien, also dem Kreistag und den Ausschüssen, führen. Da jedoch bisher keine dramatischen Schwankungen zu verzeichnen waren, hielten sich die negativen Aspekte im Hintergrund. Problematisch kann die Eigenkapitalspiegelmethode bei engen Zeitplänen für die Erstellung der kommunalen Abschlüsse sein. Grundlage hierfür ist, dass erst die Abschlüsse der wirtschaftlichen Betätigungen und Zweckverbände vorliegen müssen, um dann die Eigenkapitalspiegelmethode anwenden zu können und die Werte für die kommunale Bilanz ermitteln zu können.

Auch die zum Beispiel in § 89 Abs. 5 S. 2 SächsGemO geforderte einheitliche Bewertung des Zweckverbandvermögens ist in der Realität zum Teil fraglich. Frau Müller berichtete von mindestens einem Fall, in dem die Beteiligten eines Zweckverbandes unterschiedliche Bewertungsansätze verwenden und demnach auch nicht 100 % des Zweckverbandvermögens korrekt in den Bilanzen der Mitgliedkommunen abgebildet werden. In anderen Fällen wird dies jedoch auch positiv umgesetzt und bereits durch die Verwaltung des Zweckverbandes definiert.

Wie bereits dargestellt (vgl. Kapitel 4.4.1), stellt das Vermögen der Beteiligungen und verbundenen Unternehmen im Falle der großen Kreisstadt Oschatz eine weitaus wichtigere Position in der städtischen Bilanz dar, als im Falle des Erzgebirgskreises. Demzufolge ist auch die Entscheidung über den bilanziellen Ansatz und die Wahl der Bewertungsmethode in diesem Fall von großer Relevanz. Auch die Stadt Oschatz legt bei allen bilanziellen Angelegenheiten einen großen Wert auf die Stetigkeit und Konsistenz. Den-

noch erfolgt ein Wechsel der Bewertungsmethoden. Während die in der Eröffnungsbilanz veröffentlichten Werte der Beteiligungen und verbundenen Unternehmen mit Hilfe der Eigenkapitalspiegelmethode ermittelt wurden, welche den stichtagsbezogenen Wert des Eigenkapitals der privatwirtschaftlich organisierten Unternehmen abbilden, soll der künftige Ansatz über die Anschaffungs- und Herstellungskosten erfolgen. Dies hat zur Folge, dass ein stetiger und gleichbleibender Wert für die Beteiligungen und verbundenen Unternehmen ausgewiesen wird, es sei denn, es kommt zu einer außerplanmäßigen Abschreibung oder einer Zuschreibung infolge von nachträglichen Anschaffungskosten die beispielsweise aus einer Kapitalerhöhung oder einem nachträglichen Anteilszukauf resultieren können.

Obwohl die Bewertung per Anschaffungs- und Herstellungskosten die echte Wertentwicklung der Beteiligungen und verbundenen Unternehmen weniger realistisch abbilden kann, wird diese von der Stadt Oschatz bevorzugt. Die Gründe hierfür sind nachvollziehbar. Zum einen macht die Bilanzposition des Finanzanlagevermögens in der Kommune nahezu die Hälfte der Bilanzsumme aus und ist deshalb ein wichtiges Politikum. Damit einhergehend können Schwankungen dieser Bilanzposition zu Diskussionen im Gemeinderat führen. Einigen Gemeinderäten könnte schwer zu vermitteln sein, dass solche Schwankungen nicht unbedingt unverzügliche Reaktionen der Kommune erforderlich machen, wie beispielsweise eine Gebührenerhöhung bei sinkender Kapitalposition oder eine Erhöhung der Ausschüttungen bei einer steigenden Kapitalposition.

Insgesamt empfinden beide Gesprächspartner die, durch die Wahlmöglichkeit zwischen der Wertermittlung per Eigenkapitalspiegelmethode und der direkten Bilanzierung der Anschaffungs- und Herstellungskosten, vorhandenen Spielräume bei der Bilanzierung der verbundenen Unternehmen und Beteiligungen als ausreichend. Mit Hilfe der Bewertung können verschiedene Ziele verfolgt werden und es wird ein, wenn auch überschaubarer, Spielraum eröffnet. Die Befragung hat gezeigt, dass die Kommunen aufgrund von verschiedenen Prioritäten und Beweggründen verschiedene Ansätze zur bilanziellen Unternehmensbewertung anwenden und diesen Spielraum ausnutzen. Während der Erzgebirgskreis die Wertermittlung per Eigenkapitalspiegelmethode aufgrund der Realitätsnähe und Flexibilität auch nach der Wertermittlung für die Eröffnungsbilanz beibehalten hat, plant die Stadt Oschatz nach der ursprünglichen Wertermittlung per Eigenkapitalspiegelmethode den zukünftigen bilanziellen Ausweis per Anschaffungs- und Herstellungskosten. Dieser Wechsel erfolgt aufgrund der Stabilität der bilanziellen Werte und der damit einhergehenden Vermeidung von Konfliktpotential im Stadtrat, die aus Wertschwankungen entstehen könnte.

Die dritte Hauptthematik der Gespräche waren die **sonstigen Szenarien der Unternehmensbewertung** in den Kommunen. Hierbei galt es besonders, Parallelen zur freien

Wirtschaft zu beleuchten, um die Relevanz der kommunalen Unternehmensbewertung im Vergleich zur freien Wirtschaft beschreiben zu können.

Beide Gesprächspartner gaben an, dass in ihrem Verantwortungsbereich bereits Unternehmensbewertungsverfahren der freien Wirtschaft angewendet wurden, um Preise für Kaufs- und Verkaufsszenarien von kommunalen Unternehmen definieren zu können. Trotzdem wurde betont, dass Szenarien in denen kommunale Unternehmen mit solchen Unternehmensbewertungsmethoden sinnvoll bewertet werden können, sehr rar sind. Außerdem wurde deutlich, dass die gesetzlich eröffnete Option der Unternehmensbewertung mittels alternativer Bewertungsmethoden nach § 44 Abs. 7 SächsKomHVO (vgl. Kap. 4.3) nur schwer mit den Unternehmensbewertungsmethoden der freien Wirtschaft zu vergleichen sind.¹³³ Dies ist dem Fakt geschuldet, dass für Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens das strenge Niederstwertprinzip anzuwenden ist und somit der Wert eines kommunalen Unternehmens bei Umbuchung ins Umlaufvermögen, aufgrund eines Verkaufsbeschlusses, nur gleich oder niedriger als im Anlagevermögen ausgewiesen werden kann. Somit müsste bei Anwendung von z. B. der Ertragswertmethode ein niedrigerer Wert ermittelt werden als bei der Eigenkapitalspiegelmethode oder dem Ausweis per Anschaffungs- und Herstellungskosten, was wiederum nicht zielführend erscheint, es sei denn, es handelt sich um dauerhaft defizitäre Unternehmen.

Frau Müller als Leiterin der Stabsstelle Beteiligungen des Erzgebirgskreises betonte, dass das Unternehmensportfolio des Kreises bereits überwiegend bereinigt sei und bis auf ein privatwirtschaftlich organisiertes Freizeitbad und ein Theater alle Unternehmen direkt Aufgaben des öffentlichen Zwecks wahrnehmen. Sie gab zu bedenken, dass generell bei allen Kauf- und Verkaufsszenarien von kommunalen Unternehmen und deshalb auch bei deren Wertermittlungen zu beachten sei, ob der Wunsch der Kommune auf weitere Nutzung bzw. Einflussnahme auf das Bewertungsobjekt besteht. Beispielhaft hierfür könnte ein Schwimmbad herangezogen werden, welches aus dem kommunalen Bestand verkauft werden soll, aber dennoch weiterhin den Schwimmunterricht der lokalen Schulen beherbergen soll. Diese Weiternutzungsvoraussetzung beim Verkauf beeinflusst die Wertermittlung stark und ein potenzieller Verkaufspreis kann nicht ausschließlich aufgrund der wirtschaftlichen Zahlen ermittelt werden. Generell sind wirtschaftliche Methoden der Unternehmensbewertung vorwiegend bei kommunalen Unternehmen, die Erträge erwirtschaften, anzuwenden, was bei diesen aber zumeist nicht im Vordergrund steht. Zudem nehmen kommunale Unternehmen in der Regel öffentlich-rechtliche Aufgaben wahr und sind damit nicht zum Verkauf prädestiniert. Besonders häufig werden

¹³³ Sächsisches Staatsministerium des Innern, Wertansätze für kommunale Beteiligungen (FAQ 2.12), verfügbar unter: <https://www.kommunale-verwaltung.sachsen.de/6927.htm>.

Aufgaben der Daseinsvorsorge ausgelagert, welche meist nicht wirtschaftlich durch private Dritte angeboten werden können.

Auch die Stadt Oschatz wandte in der Vergangenheit bereits wirtschaftliche Unternehmensbewertungsverfahren an. Dies geschah im Zusammenhang einer Konzessionsvertragsentscheidung für den Energiewirtschaftsbereich (Nutzung von Leitungen und anderer Infrastruktur) und war erforderlich um in den Verhandlungen mit der Wirtschaft einen, für die Kommune, möglichst optimalen Preis zu ermitteln. Generell sei laut Herrn Bringewald zu beachten, dass die Kommunen immer mehr in wirtschaftlichen Bereichen agieren und somit auch die Relevanz der Unternehmensbewertung zunehmen könnte. In Anbetracht der gesetzlichen Möglichkeit der abweichenden bilanziellen Bewertung von kommunalen Unternehmen nach Umbuchung ins Umlaufvermögen gab Herr Bringewald zu bedenken, das Buchwerte generell im Umgang mit der freien Wirtschaft wenig produktiv und stets zu ungenau für eine Verhandlung mit der Vertretern der freien Wirtschaft seien. Damit einhergehend kann sich die Verhandlungsposition einer Kommune wesentlich verschlechtern, wenn ein konkret mittels wirtschaftlichen Verfahrens ermittelter Unternehmenswert in der Bilanz veröffentlicht wird. Dies hätte zur Folge, dass sich eine starke Informationsasymmetrie zu Lasten der Gemeinde ergeben könnte und damit letztendlich auch negative Auswirkungen auf die Gemeinwohlmaximierung entstehen könnten.

Generell ist das Thema der kommunalen Unternehmensbewertung noch nicht von hoher Relevanz in der Verwaltungspraxis und bei den beschriebenen Szenarien wurde jeweils eine Expertise zur Wertermittlung von außerhalb der Behörden eingeholt. Die Szenarien in denen kommunale Unternehmen zum Verkauf stehen oder in denen Unternehmensteile von privaten Dritten erworben werden, sind auf Grund von verschiedenen Umständen von geringer Anzahl. Gegenüber der bilanziellen Unternehmensbewertung ist die Relevanz eindeutig als geringer einzuordnen.

4.5 „Echter Unternehmenswert“?

Der „echte“ Unternehmenswert ist zentraler Bestandteil des Titels dieser Arbeit, die praktische Bedeutung ist jedoch mehr als fraglich. Bereits bei Betrachtung der Grundlagen der Unternehmensbewertung wird von nahezu allen Experten und Autoren die Existenz des „einen“ richtigen Unternehmenswertes bezweifelt. Viel mehr kann ein Unternehmen, wie viele andere Dinge und Gegenstände ebenso, nur einen eindeutigen und damit „echten“ Wert in Bezug auf ein bestimmtes Bewertungsobjekt haben. Diese Subjektbezogenheit wird durch die Vielzahl an Bewertungsanlässen, Wertarten und Bewertungsmethoden noch verstärkt und gefördert. Dies gilt im kommunalen Kontext ebenso wie in der freien Wirtschaft, wobei die sächsischen Kommunen in ihren Bewertungsmethoden und

Anlässen weitaus eingeschränkter sind und der Wert eines Unternehmens von minderer Bedeutung ist.

Selbst die Befragung von Vertretern von nur zwei sächsischen Kommunen zeigt, dass es Unterschiede in der Bewertung von Unternehmen gibt und das von diesen beiden Kommunen ein fiktives identisches Unternehmen nach einigen Jahren mit großer Wahrscheinlichkeit nicht mit dem identischen Wert in der kommunalen Bilanz veröffentlicht werden würde. Und dass, obwohl den sächsischen Kommunen nur zwei verschiedene Verfahren zur bilanziellen Unternehmensbewertung an die Hand gegeben werden. Viel größer ist die Methodenvielfalt natürlich im Kontext der freien Wirtschaft bzw. bei den Szenarien in denen die Kommunen ihre Unternehmen mit alternativen Bewertungsmethoden bewerten. Auch hier ist davon auszugehen, dass ein identisches Unternehmen von verschiedenen sächsischen Kommunen mit unterschiedlichen Werten betitelt werden würde, weil der „echte“ Unternehmenswert eben nur subjektiv ermittelt werden kann und von sehr vielen Determinanten beeinflusst wird. Selbst standardisierte Bewertungsverfahren, wie das Ertragswertverfahren nach IDW (vgl. Kap. 3.2), beinhalten subjektive Komponenten und würden abhängig vom Zeitpunkt der Bewertung und vom Bewertungssubjekt unterschiedliche Unternehmenswerte ermitteln.

Der „echte“ Unternehmenswert würde hervorragend mit der öffentlich-rechtlichen Zielsetzung der *wirklichkeitsgetreuen* Bewertung nach § 37 Abs. 1 Nr. 3 SächsKomHVO korrelieren, ist jedoch wie in vielen anderen Bereichen aus bereits genannten Gründen nicht umzusetzen. Die Problematik der stillen Reserven einer Bilanz kommt hierbei noch ergänzend hinzu. Stille Reserven entstehen aus vielerlei Gründen zum Beispiel durch die Überbewertung von Schulden oder durch die Unterbewertung von Vermögensgegenständen. Solche Szenarien sind zwar besonders bei Vermögensgegenständen, die der Abschreibung unterliegen gegeben, da die gesetzlichen Abschreibungstabellen nie genau den „echten“ Wert eines Vermögensgegenstandes wiedergeben können. Doch auch in Anbetracht der Bewertung von kommunalen Unternehmen kommt es zu eindeutigen Verzerrungen des wirklichkeitsgetreuen Wertes. Besonders bei der Bewertung mittels Anschaffungs- und Herstellungskosten wird dies sehr deutlich, da im Normalfall keine Veränderungen des bilanziellen Ursprungswertes abgebildet werden. Davon abgesehen ist der bilanzielle Wert eines verbundenen Unternehmens bzw. einer Beteiligung nie in der Lage den „echten“ Wert wiederzugeben, weil die gesetzlichen Wertermittlungsmethoden nicht genügend Faktoren („das Ganze ist mehr wert als die Summe seiner Teile“) berücksichtigen und wie bereits mehrfach betont, der „echte“ Wert nur subjekt- und anlassbezogen ermittelt werden kann. Tendenziell kommt es somit auch bei

der bilanziellen Bewertung von kommunalwirtschaftlichen Betätigungen zu einer Unterbewertung und damit zur Bildung von stillen Reserven, was im Gegensatz zur *wirklichkeitsgetreuen* Bewertung steht.

5 Die Relevanz der Unternehmensbewertung

Die Relevanz der Ermittlung von aussagekräftigen Unternehmenswerten ist im kommunalen Kontext und in der freien Wirtschaft unterschiedlich zu bewerten. Da diese Arbeit im Rahmen eines Studiums der allgemeinen Verwaltung und mit kommunalem Hintergrund angefertigt wird, stehen im Folgenden die kommunalen Sichtweisen und Ansatzpunkte im Vordergrund.

5.1 Beurteilung der Relevanz von kommunaler Unternehmensbewertung im Vergleich zur freien Wirtschaft

Wie die vorangegangenen Untersuchungspunkte dieser Arbeit zeigen, unterscheidet sich die kommunale Unternehmensbewertung in vielen Punkten von der Unternehmensbewertung am freien Markt. Generell ist vor allem im kommunalen Kontext zwischen der Unternehmensbewertung für den bilanziellen Ansatz und nach gesetzlichen Vorschriften und den sonstigen Unternehmensbewertungsszenarien zu unterscheiden. Die Unternehmensbewertung für den bilanziellen Ansatz ist hier eindeutig von höherer Relevanz und wird in den Kommunen häufiger benötigt und angewandt. Zu den sonstigen Szenarien zählen in diesem Zusammenhang besonders Käufe bzw. Verkäufe von Unternehmen- bzw. Unternehmensteilen durch die Kommunen. Hierbei ist festzuhalten, dass solche Szenarien bei vielen Kommunen eher selten vorkommen, da die wirtschaftliche Betätigung an hohe gesetzliche Anforderungen gebunden ist (vgl. Kap. 4.2). Somit sind umfangreiche Planungen vor einer wirtschaftlichen Betätigung vorzunehmen. Die Veräußerung oder der Kauf von Unternehmen gehört nicht zum Alltagsgeschäft.

Jede Bewertung von Unternehmen ist abhängig von einem bestimmten Bewertungszweck, wobei dieser Zweck auch den letztendlich ermittelten Unternehmenswert beeinflusst (vgl. Kap. 2). Neben der, durch die hohen gesetzlichen Hürden zur wirtschaftlichen Betätigung entstehenden, geringen Anzahl an Bewertungsanlässen, welche eine Unternehmensbewertung analog zur freien Wirtschaft ermöglichen würden, ist das Spannungsverhältnis der Kommunen zu berücksichtigen und muss bei der Wahl des Bewertungsverfahrens beachtet werden.¹³⁴ Dieses Spannungsverhältnis zwischen rechtlichen Voraussetzungen, gesetzlich geregelten Gebührenkalkulationen und der Berücksichtigung des öffentlichen Zwecks (und den anderen Bestandteilen des Schrankentrias) ist einer der maßgeblichen begrenzenden Faktoren bei der Wahl der Bewertungsmethode, wenn eine Unternehmensbewertung nach den Maßstäben der freien Wirtschaft erfolgen soll.

¹³⁴ Vgl. Precht, Wittmann & Hartmann, Bewertung von Unternehmen mit Beteiligung der öffentlichen Hand, 2013, S. 964 in Petersen, Zwirner & Brösel, Handbuch Unternehmensbewertung.

Insgesamt ist festzuhalten, dass die Unternehmensbewertung in der freien Wirtschaft von erheblich höherer Relevanz zu sein scheint als auf kommunaler Ebene. Nicht nur die vielfältigeren Anlässe der Unternehmensbewertung, die Vielzahl an Bewertungsszenarien und Methoden und die generell höhere Volatilität am freien Markt untermauern diese These. Auch der primäre Fokus auf die Gewinnmaximierung als Unternehmensziel eröffnet mehr Möglichkeiten der Unternehmensbewertung, bezogen auf die Methoden und Anlässe sowie auf die Möglichkeit der Unternehmensveräußerung.

5.2 Relevanz der Unternehmensbewertung in Kommunen

Wie bereits in den vorangegangenen Ausführungen deutlich wurde, muss die Relevanz der Unternehmensbewertung in sächsischen Kommunen auf zwei unterschiedlichen Ebenen betrachtet werden. Zum einen die bilanzielle Bewertung der kommunalen Unternehmen als Beteiligungen und verbundene Unternehmen. Zum anderen die unterjährige Unternehmensbewertung aufgrund von Bewertungsanlässen wie dem Kauf oder Verkauf von Unternehmen(-teilen).

Beide Vertreter sächsischer Kommunen betonten eindeutig, dass die Bewertung der Unternehmen für den bilanziellen Ansatz von deutlich größerer Relevanz ist und bei nahezu allen Kommunen ein Thema darstellt. Dies hängt zum einen mit den bilanzrechtlichen Verpflichtungen für die Kommunen und zum anderen mit den fehlenden Anlässen sonstiger Unternehmensbewertungen zusammen. Auch die Vermögenstruktur von einigen sächsischen Kommunen (beispielsweise Oschatz) trägt zur erhöhten Relevanz der bilanziellen Bewertung bei, da zum Teil hohe Anteile des gesamten bilanziellen Vermögens der Kommunen unter den Gliederungspunkten „verbundene Unternehmen“ und „Beteiligungen“ im Finanzanlagevermögen aktiviert sind. Dies hat zur Folge, dass die Bewertung dieser Vermögenspositionen die gesamte Bilanz beeinflussen können und deshalb ein sensibles Thema darstellen können. Den Kommunen werden für diese Bewertung zwei mehr oder weniger standardisierte Methoden zur Verfügung gestellt die, wie die Interviews mit den Kommunen zeigen, in unterschiedlicher Weise zur Bilanzsteuerung verwendet werden. Der durch die zwei möglichen Methoden eröffnete Spielraum wird von den kommunalen Vertretern als ausreichend und positiv empfunden und wird mit Bedacht genutzt.

Neben der bilanziellen Bewertung kann es in Kommunen auch zu anderen, von der Bilanz unabhängigen, Szenarien der Unternehmensbewertung kommen. Diese sind jedoch derzeit sehr selten und in beiden befragten Kommunen wurde nur einmal ein Unternehmen mit Bewertungsmethoden der freien Wirtschaft bewertet. Dies geschah jeweils in Bezug auf den Verkauf eines kommunalen Unternehmens bzw. bei der Vergabe

von Konzessionen. Unter der Seltenheit der Anlässe leidet auch die Relevanz dieser Art der Unternehmensbewertung und in beiden Kommunen wurden externe Personen zur Unternehmensbewertung zu Rate gezogen. Dieser Fakt zeigt auch, dass es sich um ein seltenes Aufgabengebiet für die Verwaltungsmitarbeiter handelt und die Kommunen sich externe Kompetenzen zur Problemlösung in Form einer Unternehmensbewertung einholten. Die Seltenheit der Bewertungsanlässe resultiert zum Teil auch aus den hohen gesetzlichen Anforderungen an eine wirtschaftliche Betätigung für die Kommunen mit der Folge, dass die Anzahl an kommunalen Unternehmen begrenzt ist. Dies ist jedoch keineswegs negativ zu betrachten, da sich die Kernaufgaben der Kommunen in öffentlich-rechtlichen Bereichen befinden, die nicht mittels wirtschaftlicher Betätigungen gelöst werden müssen. Auch die Liquidation von Vermögensgegenständen, also auch von wirtschaftlichen Betätigungen der Kommunen, ist gesetzlich geregelt und an Voraussetzungen gebunden, womit die Fluktuation und damit auch die Bewertungsanlässe eingeschränkt werden.

Alles in allem ist der „echte“ Unternehmenswert in sächsischen Kommunen nicht von großer Bedeutung. Neben der Subjekt- und Anlassbezogenheit eines konkreten Unternehmenswertes, welche den EINEN „echten“ Unternehmenswert zur Fiktion macht, sind Unternehmensbewertungsanlässe in den Kommunen vorwiegend zur bilanziellen Bewertung gegeben. Diese bilanzielle Bewertung erfolgt dann mit Hilfe von relativ simplen Bewertungsansätzen, was zur Folge hat, dass sich die Ergebnisse stark von denen einer Unternehmensbewertung im Sinne der freien Wirtschaft unterscheiden können.

Kernsätze

1. Der Wert eines Unternehmens ist subjektabhängig und anlassbezogen zu ermitteln und kann nicht pauschal angesetzt werden.
2. Die Wertarten der Unternehmensbewertung unterscheiden sich je nach Bewertungszweck und schaffen eine Verknüpfung zwischen der Aufgabenstellung der Bewertung und dem Unternehmenswert.
3. Die Substanzwertverfahren zur Unternehmensbewertung zeichnen sich durch die geringe Komplexität aus, sind aber im Vergleich zu anderen Verfahren aufgrund der fehlenden Zukunftsperspektive nicht besonders aussagekräftig.
4. Das Ertragswertverfahren des IDW ist ein für die deutsche Rechnungslegung standardisiertes Unternehmensbewertungsverfahren mit hoher praktischer Bedeutung unter Beachtung der potentiellen zukünftigen Unternehmensentwicklung.
5. Die DCF-Verfahren greifen Unternehmenswertermittlung auf, von der Rechnungslegung schwer beeinflussbare, Cashflows als Wertermittlungsgrundlage zurück und beziehen zudem die Zukunftsperspektive mit ein, was diese Verfahren zum internationalen Standard macht.
6. Die bilanzielle Unternehmensbewertung ist in Kommunen von höherer Bedeutung und hat zum Teil relativ starke Auswirkungen auf die Gesamtbilanz.
7. Die freiwillige und selbstständige Unternehmensbewertung wird vor allem in Kauf- bzw. Verkaufsszenarien von Kommunen angewandt. Diese Szenarien sind aber sehr selten und von geringer Bedeutung.

Anhang

Anhangsverzeichnis

Anhang 1: Einordnung der Bewertungsmethoden.....	VII
Anhang 2: Schwerpunkte Interview mit Frau Müller „Stabsstelle Beteiligungen“ Erzgebirgskreis 05.03.2020	VIII
Anhang 3: Schwerpunkte „Interview“ mit Herrn Bringewald Große Kreisstadt Oschatz 05.03.2020.....	X

Anhang 1: Einordnung der Bewertungsmethoden

Kriterium	Substanzwertverfahren	Ertragswertverfahren	DCF-Verfahren
<i>Kurzbeschreibung</i>	Das Reproduktionswertverfahren als Vertreter der Substanzwertverfahren zur Unternehmenswertbestimmung ermitteln den Wert für eine identische Reproduktion des Bewertungsobjektes auf der "Grünen Wiese".	Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert aus den zukünftigen Überschüssen des Unternehmens. Hierfür wird eine zweiphasige Planungsphase für den zukünftigen Unternehmenserfolg vorausgesetzt.	Die DCF-Verfahren orientieren sich bei der Unternehmenswertmittlung an den Cashflows des Unternehmens. Unternehmenswert wird durch die Diskontierung der Barwerte der Netto Cashflows mit dem Kapitalkostensatz ermittelt.
<i>Vorteile</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Praktikabilität und geringer Aufwand - als Annäherungswert oder in Kombination mit anderen Verfahren zu verwenden 	<ul style="list-style-type: none"> - zukünftige Unternehmensentwicklung wird explizite mit Betrachtet - in Deutschland weit verbreitet und durch IDW standardisiert 	<ul style="list-style-type: none"> - Cashflow ist schwerer durch Rechnungslegung beeinflussbar - Verfahren sind international oft verwendet und anerkannt
<i>Nachteile</i>	<ul style="list-style-type: none"> - keine Berücksichtigung der zukünftigen Entwicklungen - Reproduktionsansatz fragwürdig 	<ul style="list-style-type: none"> - Überschüsse sind durch die Rechnungslegungen leicht zu beeinflussen und damit auch der Unternehmenswert - Kapitalisierungszinssätze nicht standardisiert 	<ul style="list-style-type: none"> - Kapitalisierungszinssätze nicht standardisiert - Restwert hat großen Einfluss auf Unternehmenswert
<i>Alleinstellungsmerkmal</i>	Einziges beschriebenes Einzelwertverfahren. Ermittelt die zeitpunktabhängige Wertuntergrenze des Bewertungsobjektes.	Das Ertragswertverfahren des IDW ist in Deutschland standardisiert und damit auf die nationale Rechnungslegung und deren Besonderheiten angepasst.	Die DCF-Verfahren unterscheiden objektivierte und subjektive Unternehmenswert nicht, verfügen jedoch sonst über die gleichen Vorteile der Ertragswertverfahren plus der Bezugnahme auf Cashflows statt Überschüsse.

Anhang 2: Schwerpunkte Interview mit Frau Müller „Stabsstelle Beteiligungen“ Erzgebirgskreis 05.03.2020

1. Frage: bilanzielle Abgrenzung von Beteiligungen und verbundenen Unternehmen

- Trennung nach Höhe der Anteile, Anteile über 50% werden als verbundene Unternehmen geführt, niedriger als 50% Zuordnung zu Beteiligungen
- Definition wurde bei Eröffnungsbilanz vorgenommen und dann fortgeschrieben

2. Frage: Unternehmensbewertungsmethoden für bilanziellen Ansatz

- bilanzielle Unternehmensbewertung steht im Vordergrund
- EK-Spiegelmethode wurde gewählt für wirtschaftliche Betätigungen, sonst alle Vermögensgüter nach AHK
- Gründe:
 - wirklichkeitsgetreuere Darstellung möglich,
 - Nutzung als Steuerungsinstrument, da Einfluss auf Abschluss der Kommune,
 - ursprüngliche Wertermittlung erfolgte per EK-Spiegelmethode → da AHK schwer abzubilden
- Vorteile EK-Spiegelmethode: genauere Abbildung, Stetigkeit des Ansatzes
- Nachteile: Entwicklung der Unternehmen und Schwankungen werden abgebildet und daraus können Erklärungsbedarfe folgen die sich aber im Rahmen halten, da wenige dramatische Schwankungen festzustellen
- EK-Spiegelmethode kann bei engen Zeitplänen der Jahresabschlusserstellung der Kommune problematisch sein, da erst Jahresabschlüsse der wirtschaftlichen Betätigung vorliegen müssen
- Verpflichtung der gleichmäßigen Ansätze bei mehreren beteiligten Kommunen an z.B. Zweckverbänden teilweise problematisch
- aber auch in manchen Fällen bereits durch den jeweiligen Zweckverband gut geregelt

3. Frage: Sonstigen Anlässen von Unternehmensbewertung und den Methoden

- Anwendung Ertragswertmethode in einem Fall vorgenommen zur Preisermittlung
- auch bei Umbuchung ins UV ist AHK bzw. EK-Spiegelmethode Wert als Höchstpreis zu sehen selbst wenn Verkaufsbeschluss schon gefasst wurde
- Anlässe aber im Landkreis weniger relevant, da Portfolio bereits bereinigt ist
- Kaufpreis kann bei Verkäufen an Dritte durch Wunsch auf weitere Nutzung bzw. Einflussnahme (Beispiel Schwimmbad und Gewährleistung des Schwimmunterrichts) beeinflusst werden und nicht beliebig hoch angesetzt werden

- wirtschaftliche Methoden möglich, aber eher bei Unternehmen die Überschüsse erzielen
- kommunale Unternehmen nehmen Aufgaben wahr und sind damit nicht prädestiniert zum Verkauf, da zum großen Teil Aufgaben der Daseinsvorsorge ausgelagert wurden

Anhang 3: Schwerpunkte „Interview“ mit Herrn Bringewald Große Kreisstadt Oschatz 05.03.2020

1. Frage: bilanzielle Abgrenzung von Beteiligungen und verbundenen Unternehmen

- Regiebetriebe und Eigenbetriebe werden nicht separat in Bilanz ausgewiesen
- Regiebetriebe haben keine eigene Wirtschaftsführung, deshalb im normalem AV
- Eigenbetrieben wurde kein eigenes Vermögen zugeteilt (optional laut EigBVO) und deshalb auch kein separater Ausweis
- **Anteile an verbundenen Unternehmen** sind die Anteile an privatwirtschaftlich organisierten Unternehmen
- **Beteiligungen** die Anteile an Zweckverbänden

2. Frage: Unternehmensbewertungsmethoden für bilanziellen Ansatz

- größere Relevanz gegenüber sonstigen Bewertungsanlässen
- wirtschaftliche Unternehmen nehmen einen großen Anteil der Bilanzsumme der Kommunen ein und haben deshalb hohe Relevanz
- Bewertungsstetigkeit und Konsistenz ist wichtig
- für Eröffnungsbilanz EK-Spiegelmethode verwendet → Stichtagsbezogener Wert des Eigenkapitals der privatwirtschaftlich organisierten Unternehmen
- Fortführung dann mit AHK
- Grund für Wechsel ist Stetigkeit des Wertansatzes, da Eigenkapital der Unternehmen je nach Wirtschaftsjahr schwanken kann und dadurch Probleme auftreten können
- EK-Spiegelmethode generell einfacher und zum Teil vorteilhaft, da Möglichkeit der Wertsteigerung über Anfangswert hinaus bei bilanziellem Ansatz, aber mehr Schwankungen und daraus folgende Diskussionen über Verhaltensoptionen der Kommune (Beitrags-/Kostensenkung bei EK-Minderung; mehr Ausschüttungen bei EK-Steigerung)
- Bewertungsverfahren für bilanziellen Ansatz in Ordnung, Spielraum für Bewertung ist ausreichend

3. Frage: Sonstige Anlässe von Unternehmensbewertung und den Methoden

- Anlässe nicht häufig, aber wirtschaftliches Agieren der Kommunen nimmt zu
- Verkauf vom Unternehmen steht im Vordergrund
- Anwendung DCF- Verfahren bei Konzessionsvertragsentscheidung für Energiewirtschaftsbereich

- abweichend zu freier Wirtschaft stellt der Substanzwert nicht unbedingt das Minimum dar, sondern kann durch Ertragswerte nach unten korrigiert werden, da im kommunalen Bereich der Erfolg von Unternehmen nicht im Vordergrund steht, sondern die Aufgabenerfüllung
- Anwendung von Verfahren der freien Wirtschaft um in Kauf-Verkaufsszenarien nicht zu viel zu bezahlen/bzw. zu billig zu verkaufen
- Buchwert ist bei solchen Anlässen nicht produktiv, da in freier Wirtschaft unrealistisch
- Veröffentlichung von ermittelten Ertragswerten bei Umbuchung in UV (Achtung strenges Niederstwertprinzip anzuwenden) nicht optimal für Verkaufsverhandlungen

Literaturverzeichnis

- Aristoteles:** *Metaphysik*. (o.J.), verfügbar unter: <https://beruhmte-zitate.de/zitate/130993-aristoteles-das-ganze-ist-mehr-als-die-summe-seiner-teile/> [Zugriff am 06.02.2020]
- Ballwieser, Wolfgang; Hachmeister, Dirk:** *Unternehmensbewertung, Prozess, Methoden und Probleme*. 5., überarbeitete Aufl. Stuttgart, Schäffer – Poeschel Verlag, 2016
- Harari, Yuval Noah:** *Eine kurze Geschichte der Menschheit*. 33. Aufl. München, Pantheon Verlag, 2015
- Heldt, Cordula; Breuer, Claudia; Breuer, Wolfgang:** *Definition: Was ist "Shareholder Value"?*. (o.J.), verfügbar unter: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/shareholder-value-43433> [Zugriff am 20.02.2020]
- Hering, Thomas:** *Unternehmensbewertung*. 3., vollständig überarbeitete und erheblich erweiterte Aufl. München, Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2014.
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.:** *Kurzportrait*. (o.J.), verfügbar unter: <https://www.idw.de/idw/ueber-uns/Kurzportrait> [Zugriff am: 12.02.2020]
- Klein, Christian:** *WACC – Unternehmensbewertung berechnen*. (o.J.), verfügbar unter: <https://www.gevestor.de/details/wacc-unternehmensbewertung-nach-cashflow-methode-687915.html> [Zugriff am 19.02.2020]
- Krumme, Jan-Hendrik:** *Verwaltung*. (o.J.), verfügbar unter: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/verwaltung-47011> [Zugriff am 02.03.2020]
- Kuhner, Christoph; Maltry, Helmut:** *Unternehmensbewertung*. Berlin, Springer Verlag, 2006
- Landratsamt Erzgebirgskreis:** *Beteiligungsbericht 2018*. 2019
- Landratsamt Erzgebirgskreis:** *Jahresabschluss zum 31.12.2018*. 2019
- Matschke, Manfred; Brösel, Gerrit:** *Funktionale Unternehmensbewertung, Eine Einführung*. Wiesbaden, 2014

Matschke, Manfred; Brösel, Gerrit: *Unternehmensbewertung, Funktionen – Methoden – Grundsätze*. 4., vollständig überarbeitete und erweiterte Aufl. Wiesbaden, Springer Fachmedien, 2013

Petersen, Karl; Zwirner, Christian; Brösel, Gerrit (Hrsg.): *Handbuch Unternehmensbewertung*. Köln, Bundesanzeiger Verlag GmbH, 2013

Sächsisches Staatsministerium des Innern: *Bewertung der Anteile an Zweckverbänden (FAQ 1.14)*. 13.02.2012, verfügbar unter: <https://www.kommunale-verwaltung.sachsen.de/11324.htm> [Zugriff am 05.02.2020]

Sächsisches Staatsministerium des Innern: *Leitfaden, Beteiligungsmanagement im kommunalen Bereich*. November 2014, verfügbar unter: <https://www.kommunale-verwaltung.sachsen.de/24286.htm> [Zugriff am 03.02.2020]

Sächsisches Staatsministerium des Innern: *Wertansätze für kommunale Beteiligungen (FAQ 2.12)*. 04.12.2014, verfügbar unter: <https://www.kommunale-verwaltung.sachsen.de/6927.htm> [Zugriff am 05.02.2020]

Schütte-Biastoch, Sonja: *Unternehmensbewertung von KMU, Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung dominierter Bewertungsanlässen*. 1. Aufl. Wiesbaden, Gabler Verlag, 2011

Seppelfricke, Peter: *Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognosen*. 4., überarbeitete Aufl. Stuttgart, Schäffer – Poeschel Verlag, 2012

Stadt Oschatz: *Beteiligungsbericht 2017*. 27.04.2018

Stadt Oschatz: *Eröffnungsbilanz Oschatz*. 08.02.2018

Statistisches Landesamt Sachsen: *Bevölkerung des Freistaates Sachsen jeweils am Monatsende ausgewählter Berichtsmonate nach Gemeinden*. 2019, verfügbar unter: https://www.statistik.sachsen.de/download/010_GB-Bev/Bev_Z_Gemeinde_akt.pdf [Zugriff am 02.03.2020]

Tesche, Thomas; Moser, Ulrich: *Unternehmensbewertung: eine kritische Gebrauchsanweisung, Methode und Varianten*. (o.J.), verfügbar unter:

https://www.haufe.de/finance/finance-office-professional/unternehmensbewertung-eine-kritische-gebrauchsanweisung-52-methode-und-varianten_idesk_PI11525_HI11351112.html [Zugriff am 19.02.2020]

Wiehle, Ulrich et al.: *Unternehmensbewertung, Methoden Rechenbeispiele Vor- und Nachteile*. Wiesbaden, cometis publishing GmbH & Co. KG, 2012

Zwirner, Christian; Zimny, Gregor: *Unternehmensbewertung, Zunehmende Bedeutung, aktuelle Entwicklungen und Handlungsempfehlungen für die Praxis*. in *StuB - Unternehmensteuern und Bilanzen*, 22/2018

Rechtsquellenverzeichnis

Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland: i. d. F. vom 23. Mai 1949 (BGBl. S. 1), zuletzt geändert durch Artikel 1 des Gesetzes vom 15. November 2019 (BGBl. I S. 1546)

Handelsgesetzbuch: i. d. bereinigten F., zuletzt geändert durch Artikel 3 des Gesetzes vom 12. Dezember 2019 (BGBl. I S. 2637)

Sächsische Gemeindeordnung: i. d. F. der Bekanntmachung vom 9. März 2018 (SächsGVBl. S. 62), zuletzt geändert durch Artikel 5 des Gesetzes vom 2. Juli 2019 (SächsGVBl. S. 542)

Sächsische Kommunalhaushaltsverordnung: i. d. F. vom 10. Dezember 2013 (SächsGVBl. S. 910), zuletzt geändert durch die Verordnung vom 30. Juli 2019 (SächsGVBl. S. 598)

Sächsische Landkreisordnung: i. d. F. der Bekanntmachung vom 9. März 2018 (SächsGVBl. S. 99), zuletzt geändert durch Artikel 6 des Gesetzes vom 2. Juli 2019 (SächsGVBl. S. 542)

Verfassung des Freistaates Sachsen: i. d. F. vom 27. Mai 1992 (SächsGVBl. S. 243), zuletzt geändert durch das Gesetz vom 11. Juli 2013 (SächsGVBl. S. 502)

Eidesstattliche Versicherung

Eidesstattliche Versicherung

Ich, Paul Fuchs, versichere hiermit an Eides Statt, dass ich die vorgelegte Bachelorarbeit selbstständig verfasst, nur die angegebenen Quellen und Hilfsmittel benutzt sowie alle Stellen der Arbeit, die wörtlich oder sinngemäß aus anderen Quellen übernommen wurden, als solche kenntlich gemacht habe und die Bachelorarbeit in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner Prüfungsbehörde vorgelegt worden ist.

Die gedruckte und digitalisierte Version der Bachelorarbeit sind identisch.

Meißen, 25.03.2020

Paul Fuchs