

BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHE FORSCHUNG UND PRAXIS

Begründet durch Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Wilhelm Hasenack · Fortgeführt von Prof. Dr. Günter Sieben
Herausgeber: Prof. Dr. Thomas Hering · Prof. Dr. Manfred Jürgen Matschke · Prof. Dr. Michael Olbrich · Prof. Dr. Lutz Richter

BFuP

3 | 2026

Mai/Juni
www.bfup.de

ISSN 0340-5370
gelistet im SSCI

SCHWERPUNKTTHEMA

Unternehmensbewertung

mit Beiträgen zum Thema von

Tobias Quill

Unternehmensbewertung und Due Diligence: das Beziehungsgeflecht aus praktischer und bewertungstheoretischer Sicht

Anja Blatter, Dietmar Ernst und Sarah Maria Lang

Diversifikation in der Unternehmensbewertung

Endre Kamarás und Werner Gleißner

Unsichere Parameter, Wertbandbreiten und robuste Unternehmensbewertung

Alexander Schäffer und Wolfgang Schultze

Nachhaltigkeitspräferenzen in der Unternehmensbewertung – Eine entscheidungstheoretische Analyse bei Mehrfachzielsetzung

Rasa Rollberg und Roland Rollberg

Quantitative und qualitative Bewertung von Instrumenten der Außenfinanzierung

 Finanzieller
Klimabeitrag*

 nwb

Inhaltsverzeichnis

- Beiträge zum Thema

Unternehmensbewertung und Due Diligence: das Beziehungsgeflecht aus praktischer und bewertungstheoretischer Sicht

Von Dr. Tobias Quill, Köln 209

Diversifikation in der Unternehmensbewertung

Von Prof. Dr. Anja Blatter, Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst, Hochschule für Wirtschaft und Umwelt Nürtingen-Geislingen, und Sarah Maria Lang, TU Freiberg 226

Unsichere Parameter, Wertbandbreiten und robuste Unternehmensbewertung

Von Endre Kamarás und Prof. Dr. Werner Gleißner, TU Dresden 246

Nachhaltigkeitspräferenzen in der Unternehmensbewertung – Eine entscheidungstheoretische Analyse bei Mehrfachzielsetzung

Von WP Alexander Schäffer, M. Sc., und Univ.-Prof. Dr. Wolfgang Schultze, Universität Augsburg 271

Quantitative und qualitative Bewertung von Instrumenten der Außenfinanzierung

Von Prof. Dr. Rasa Rollberg, Hochschule Stralsund, und Univ.-Prof. Dr. habil. Roland Rollberg, Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald 306

Tobias Quill

Seite 209

Unternehmensbewertung und Due Diligence: das Beziehungsgeflecht aus praktischer und bewertungstheoretischer Sicht

Die Themenbereiche Unternehmensbewertung und Due Diligence treffen in der Transaktionspraxis regelmäßig aufeinander. Einschlägige Beratungsleistungen wie beispielsweise Bewertungsgutachten und (Financial) Due Diligence-Berichte gehören zum Aufgabenkanon der Wirtschaftsprüfer. Während die Themen isoliert voneinander bereits intensiv im Schrifttum diskutiert wurden, fehlt bislang eine strukturierte Analyse des Beziehungsgeflechts, die sowohl den Stand der Forschung abbildet als auch mit der Praxis harmonisiert. Von unmittelbarer praktischer Relevanz ist insbesondere das Zusammenspiel von Unternehmensbewertung und Due Diligence bei Transaktionen aus Käufersicht. Hier mangelt es bislang insbesondere an einer sauberen Abgrenzung der entscheidungs- und der kommunikationsbezogenen Perspektive.

Business valuation and due diligence: the interrelationship from a practical and valuation theory perspective

The topics business valuation and due diligence regularly come together in transaction practice. Relevant advisory services such as valuation reports and (financial) due diligence reports are part of the auditor's remit. While the topics have already been discussed intensively in the literature in isolation from each other, a structured analysis of the network of relationships that both reflects the current state of research and harmonizes with practice is still lacking. Of direct practical relevance is, in particular, the interaction between business valuation and due diligence in transactions from the buyer's perspective. To date, there has been a lack of a clear distinction between the decision-making and communication-related perspectives.

Anja Blatter, Dietmar Ernst und Sarah Maria Lang

Seite 226

Diversifikation in der Unternehmensbewertung

Die Bedeutung der Diversifikation und des damit verbundenen Diversifikationsfaktors ist in der Unternehmensbewertung ein wenig erforschtes Gebiet. Im CAPM wird aufgrund der Modellprämissen davon ausgegangen, dass der Investor ein perfekt diversifiziertes Portfolio hält, womit die Frage der Diversifikation beantwortet ist. Ziel dieses Beitrags ist es, zu klären, was unter Diversifikation zu verstehen ist und wie Diversifikationseffekte in die Unternehmensbewertung einbezogen werden können. Der Forschungsbeitrag besteht darin, Methoden aufzuzeigen, die Risikosituation des Bewertungsobjekts (Investor) aufgrund der Vermögensallokation zu erfassen und daraus den Diversifikationseffekt abzuleiten. Als methodischen Ansatz wurde die simulationsbasierte Unternehmensbewertung gewählt, die für sich proklamiert, unterschiedlichste Diversifikationsgrade abbilden zu können. Die Analyse zeigt, dass diese Methode alle nicht-abgesicherten Risiken erfasst und somit eine Stand-alone-Bewertung ohne Diversifikationseffekte durchführt. Soll der Diversifikationseffekt eines konkreten Portfolios in die Bewertung miteinbezogen werden, muss der Bewerter von der Stand-alone-Betrachtung auf die Portfolioebene übergehen. Dabei ist der Diversifikationsfaktor nicht mit dem Korrelationskoeffizienten gleichzusetzen, sondern muss über verschiedene Aggregationsverfahren berechnet werden. Da die übliche Varianz-Kovarianz-Methode Extremrisiken ausschließt, wird die Verwendung des Copula-Ansatzes vorgeschlagen, welcher das Potenzial für eine verbesserte Risikomodellierung und für genauere Ergebnisse bei der Berechnung des Diversifikationsfaktors bietet. Als Ergeb-

nis der Analyse kann festgehalten werden, dass die Modellierung unterschiedlicher Diversifikationseffekte in der Unternehmensbewertung möglich ist, dies jedoch mit hohem Datenaufwand und hoher Methodenkompetenz des Bewerter verbunden ist.

Diversification in Company Valuation

The importance of the diversification and the related diversification factor in business valuation is an area that still hasn't been studied in depth. In CAPM, due to the model assumptions, it is implied that the investor holds a perfectly diversified portfolio, which answers the question of diversification. The objective of this paper is to clarify the definition of diversification and how diversification effects can be incorporated into business valuation. The research contribution consists of showing methods to capture the risk situation of the valuation subject based on asset allocation and to derive the diversification effect from it. As a methodological approach, we chose the simulation-based business valuation, which proclaims for itself that it incorporates the most diversification effects and degree. The analysis shows that this method captures all non-hedged risks and thus performs a stand-alone valuation without diversification effects. If the diversification effect of a specific portfolio is to be included in the valuation, the valuer must move from the stand-alone approach to the portfolio level. In this case, the diversification effect cannot be equated with the correlation coefficient but must be calculated using various aggregation methods. Since the usual variance-covariance method excludes extreme risks, we propose the use of the Copula approach, which offers the potential for improving risk modeling and achieving more accurate results when calculating the diversification effect. Derived from our analysis, we can conclude that the modeling of different diversification effects in business valuation is possible, but this is associated with high data costs and high methodological competence of the valuer.

Endre Kamarás und Werner Gleißner

Seite 246

Unsichere Parameter, Wertbandbreiten und robuste Unternehmensbewertung

Der Beitrag untersucht die beiden Quellen von Bewertungsunsicherheit – die Unsicherheit der zukünftigen Erträge eines Unternehmens und die der Parameter des Bewertungsumfelds (z. B. Marktrisikoprämie). Die semi-investitionstheoretische Bewertungslehre ermöglicht eine simulationsbasierte Bewertung, die – im Unterschied zur Praxis der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 und mit dem CAPM – die Unsicherheit der zukünftigen Cashflows explizit erfasst und durch eine „Unsicherheits-transformation“ über Risikomaße zu einem sicheren Wert kommt. Dabei wird, wie bei der finanzierungstheoretischen Bewertung (CAPM), jedoch von sicheren Umfeldparametern ausgegangen. Wertbandbreiten entstehen aber aus dem erweiterten Entscheidungsspielraum der Bewertungsgutachter z. B. bei der Bemessung der Abfindung von Minderheitsaktionären. Ziel ist es, diese Wertbandbreiten aus unsicheren Bewertungsparametern mittels Monte-Carlo-Simulation transparent offenzulegen.

Uncertain parameters, value range and robust company valuation

The article examines the two sources of valuation uncertainty: the uncertainty of a company's future earnings and that of the parameters of the valuation environment (e.g., market risk premium). The semi-investment-theoretical valuation approach enables a simulation-based valuation that – in contrast to the corporate valuation practice according to IDW S 1 and the CAPM – explicitly captures the uncertainty of future cash flows and, through an "uncertainty transformation" using risk measures, arrives at a certain value. As in financing-theoretical valuation (e.g., CAPM), however, the

valuation is based on certain (fixed) environment parameters. Value ranges arise primarily from the expanded discretion of valuation experts, for example, when determining compensation for minority shareholders. The aim is to transparently disclose these value ranges resulting from uncertain valuation parameters using Monte Carlo simulation.

Alexander Schäffer und Wolfgang Schultze

Seite 271

Nachhaltigkeitspräferenzen in der Unternehmensbewertung – Eine entscheidungstheoretische Analyse bei Mehrfachzielsetzung

Investoren treffen Investitionsentscheidungen auf Basis individueller Ziele. Sie haben neben Risiko und Rendite auch nicht-finanzielle Ziele, was in ihrer Präferenz für nachhaltige Investitionen zum Ausdruck kommt. Diese Präferenzen lassen sich weder vollständig auf finanzielle Zielgrößen zurückführen noch in den üblichen Unternehmensbewertungsverfahren abbilden. Der Beitrag diskutiert, wie Nachhaltigkeitspräferenzen als Bewertungsproblem unter Mehrfachzielsetzung behandelt werden können und im Zielsystem „Risiko-Rendite-ESG“ entscheidungstheoretisch abbildbar sind. Basierend auf der Literatur zur entscheidungsorientierten Bewertung wird diese um aktuelle Erkenntnisse zu Nachhaltigkeitspräferenzen ergänzt und die multiattributive Nutzentheorie als adäquater methodischer Rahmen etabliert. Eine empirische Analyse der am Kapitalmarkt beobachtbaren Zusammenhänge zwischen Risiko, Rendite und ESG quantifiziert durchschnittliche Rendite-Opportunitätskosten von ESG-Zielen am Beispiel des DAX 40. Diese Ergebnisse implizieren, dass bei gleichen Risiko-Rendite-Charakteristika bis zu etwa 9 % höhere Unternehmenswerte für marginal nachhaltigere Unternehmen bei ESG-affinen Investoren resultieren.

Sustainability preferences in corporate valuation – A decision-theoretic analysis under multiple objectives

Investors make investment decisions based on individual objectives. Beyond risk and return, they pursue non-financial objectives, as evidenced by their preferences for sustainable investments. This paper discusses how sustainability preferences can be included in business valuation under multiple objectives. Building on the literature on decision-oriented valuation, we incorporate current insights on sustainability preferences and establish the multi-attribute utility theory as an appropriate methodological framework. An empirical analysis of observable relationships between risk, return, and ESG in capital markets quantifies average financial return opportunity costs of ESG objectives using the DAX 40 as an example. These results imply that, given identical risk-return characteristics, firm values can be up to approximately 9 % higher for marginally more sustainable companies when evaluated from the perspective of ESG-oriented investors.

Rasa Rollberg und Roland Rollberg

Seite 306

Quantitative und qualitative Bewertung von Instrumenten der Außenfinanzierung

Die Möglichkeiten der Außenfinanzierung in Form einer Beteiligungs-, Kredit- oder mezzaninen Finanzierung sind auf Grund bestehender Freiheiten bei der konkreten Vertragsgestaltung so vielfältig, daß der Auswahl eines spezifischen Finanzierungsinstruments eine differenzierte mehrdimensionale Bewertung vorausgehen muß. Dabei sind die monetären und die nicht-monetären Konsequenzen der betrachteten Instru-

mente integriert zu beurteilen. Hierzu werden im vorliegenden Beitrag ein mehrdimensionaler Kriterienkatalog und ein quantitativ-qualitativer Ansatz zur ganzheitlichen Beurteilung von Instrumenten der Außenfinanzierung vorgestellt, der auf eine informationsvernichtende Verdichtung der instrumentenspezifischen Kriterienausprägungen verzichtet und statt dessen ihre Offenlegung präferiert.

Quantitative and qualitative valuation of external financing instruments

The options of external financing in the form of equity, debt, or mezzanine financing are so diverse due to the freedom in contract design that the selection of a particular financing instrument must be preceded by a differentiated, multi-dimensional valuation. Therefore, the monetary and non-monetary consequences of the available instruments must be assessed holistically. For this purpose, the article at hand presents a multi-dimensional catalogue of criteria and a quantitative-qualitative approach for the integrated assessment of external financing instruments, which avoids an information-destroying compression of instrument-specific characteristics and instead leads to their disclosure.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.

Zertifiziert mit dem Umweltzeichen Blauer Engel.

Versand:

Erfolgt GoGreen mit unserem Versandpartner – Deutsche Post

*** Titelseite - Finanzieller Klimabeitrag =**

Druckprodukt mit finanziellem



Klimabeitrag

ClimatePartner.com/16605-2105-1001

Um eine gute Lesbarkeit zu gewährleisten, verwenden wir in Fachtexten in der Regel geschlechtsspezifische Personenbezeichnungen.

Selbstverständlich sind damit alle Menschen gleichermaßen gemeint.

Die bestimmungsgemäße Handhabung dieses Produkts stellt kein Risiko für die Gesundheit oder Sicherheit im Sinne der Verordnung über die allgemeine Produktsicherheit (EU) 2023/988 (GPSR) dar.

NWB Verlag GmbH & Co. KG

Eschstr. 22

44629 Herne

service@nwb.de

NWB Verlag GmbH & Co. KG · AG Bochum HRA 5124 · **Geschäftsführung:** Dr. Ludger Kleyboldt, Mark Liedtke · Eschstr. 22 · 44629 Herne, Fon 02323.141-900, Fax 02323.141-123, Internet: www.nwb.de. Bankverbindung: Postbank Dortmund (IBAN DE69 4401 0046 0064 0694 67, BIC PBNKDEFF). **Herausgeber:** Prof. Dr. Thomas Hering, Hagen/Westfalen; Prof. Dr. Manfred Jürgen Matschke, Greifswald; Prof. Dr. Michael Olbrich, Saarbrücken; Prof. Dr. Lutz Richter, Trier. Schriftleitung: AOR PD Dr. Christian Toll, FernUniversität in Hagen, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Investitionstheorie und Unternehmensbewertung, Universitätsstr. 11, 58097 Hagen/Westfalen, Fon 02331.987-4024. **Verantwortlich für Anzeigen:** Ute Sellenriek. **Anzeigenabteilung:** Patrick Schade, Fon 02323.141-387; Miriam Fabian, Fon 02323.141-172; Susanna Marazzotta, Fon 02323.141-378; Rica Rüthing, Fon 02323.141-179; Fax 02323.141-919, E-Mail: anzeigen@nwb.de. **Anzeigenpreisliste:** Nr. 37. **Erscheinungsweise:** jährlich 6 Hefte; Jahresbezugspreis (im Voraus fällig): € 278,13 (D) zzgl. gesetzl. MwSt. (€ 297,60 (D) inkl. MwSt.); für in Ausbildung befindliche Personen (ab Vorlage der Bescheinigung) € 180,56 (D) zzgl. gesetzl. MwSt. (€ 193,20 (D) inkl. MwSt.). Die Preise verstehen sich zzgl. € 18,00 Versandkosten im Jahr (inkl. MwSt.) im Inland; zzgl. € 36,00 Versandkosten im Jahr (inkl. MwSt.) im Ausland. Kündigung: vier Wochen zum Jahresende. Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Mit Ausnahme der gesetzlich zugelassenen Fälle ist eine Verwertung ohne Einwilligung des Verlages unzulässig.

Besprechungsexemplare neu erschienener Werke sind unmittelbar dem NWB Verlag einzureichen. Die Auswahl der zu rezensierenden Exemplare behält sich die Schriftleitung vor. Annahme nur von Originalaufsätzen, die ausschließlich dem Verlag zur Alleinverwertung in allen Medien (einschließlich Datenbanken) angeboten werden. Alle Manuskripte werden „doppelt blind“ begutachtet. Ein Informationsblatt mit Hinweisen für die Autoren kann bei der Schriftleitung angefordert oder unter www.bfup.de eingesehen werden.

Satz: Röser MEDIA GmbH & Co. KG, Karlsruhe

Druck: Kern GmbH, Bexbach

78. Jahrgang
ISSN 0340-5370