

### Unternehmensbeteiligungen gemeinwohlorientierter Stiftungen in Deutschland

Ott, Benedikt Johannes

Veröffentlichungsversion / Published Version

Arbeitspapier / working paper

#### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Ott, B. J. (2018). *Unternehmensbeteiligungen gemeinwohlorientierter Stiftungen in Deutschland*. (Opuscula, 119). Berlin: Maecenata Institut für Philanthropie und Zivilgesellschaft. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-57334-2>

#### Nutzungsbedingungen:

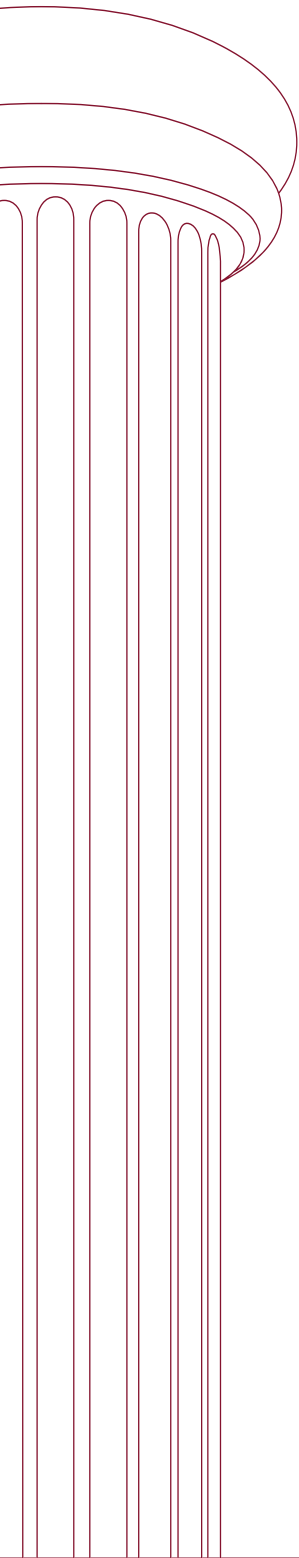
Dieser Text wird unter einer CC BY-NC-ND Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell-Keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/deed.de>

#### Terms of use:

This document is made available under a CC BY-NC-ND Licence (Attribution-Non Commercial-NoDerivatives). For more information see:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0>



Benedikt Johannes Ott

**Unternehmensbeteiligungen  
gemeinwohlorientierter  
Stiftungen in Deutschland**

---

Opusculum Nr. 119

Mai 2018

## Die Autor/innen

**Benedikt Ott**, M. Sc. studierte Betriebswirtschaft in Deutschland und Südkorea. Dabei beschäftigte er sich insbesondere mit Fragen der Unternehmensbewertung und -steuerung. Die vorliegende Arbeit war seine Abschlussarbeit zur Erreichung des Master of Science am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Unternehmensrechnung der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

## Das Maecenata Institut

Das **Maecenata Institut für Philanthropie und Zivilgesellschaft, Berlin** wurde 1997 als unabhängige wissenschaftliche Einrichtung gegründet. Das Institut hat die Aufgabe, das Wissen über und das Verständnis für die Zivilgesellschaft und den sogenannten Dritten Sektor mit den Themenfeldern Bürgerschaftliches Engagement, Stiftungs- und Spendenwesen durch Forschung, akademische Lehre, Dokumentation und Information sowie den Austausch zwischen Wissenschaft, Politik und Praxis zu fördern. Das Institut versteht sich als unabhängiger Think Tank. Das Institut ist eine nicht rechtsfähige Einrichtung der Maecenata Stiftung (München) und hat seinen Arbeitssitz in Berlin. Weitere Informationen unter: [www.institut.maecenata.eu](http://www.institut.maecenata.eu)

## Die Reihe Opuscula

Die **Reihe Opuscula** wird seit 2000 vom Maecenata Institut herausgegeben. Veröffentlicht werden kleinere Untersuchungen und Forschungsarbeiten sowie Arbeitsberichte aus Projekten des Instituts. Die Registrierung dieser in elektronischer Form erscheinender Reihe unter der ISSN 1868-1840, sowie die Vergabe von Einzelkennungen (URNs) durch die Deutsche Nationalbibliothek sorgen für volle Zitierfähigkeit. Durch die Kooperation mit dem Social Science Open Access Repository (SSOAR) Projekt ist eine dauerhafte Verfügbarkeit aller Ausgaben mit fester URL-Adresse sichergestellt. Eine Übersicht der neuesten Exemplare ist auf der letzten Seite jeder Ausgabe zu finden.

Die gesamte Reihe *Opuscula* finden Sie zum kostenlosen Download unter: <http://www.opuscula.maecenata.eu>

## Impressum

### Herausgeber

MAECENATA Institut  
Rungestraße 17, D- 10179 Berlin,  
Tel: +49-30-28 38 79 09,  
Fax: +49-30-28 38 79 10,

E-Mail: [mi@maecenata.eu](mailto:mi@maecenata.eu)

Website: [www.maecenata.eu](http://www.maecenata.eu)

**Redaktion:** Markus Edlefsen, Philipp Kreutzer

**ISSN (Web)** 1868-1840

**URN:** urn:nbn:de:0168-ssoar-57334-2



Alle Rechte vorbehalten! Nachdruck nur mit Genehmigung des Herausgebers.  
Dieses Werk bzw. Inhalt steht unter einer [Creative Commons 3.0 Deutschland Lizenz](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/). Die Beiträge geben ausschließlich die Meinung der Verfasserin bzw. des Verfassers wieder.

**Haftungsausschluss:** Trotz sorgfältiger inhaltlicher Kontrolle übernimmt das Maecenata Institut keine Haftung für die Inhalte externer Links.

Für den Inhalt verlinkter Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich.

**Maecenata Institut, Berlin 2018**

## Inhaltsverzeichnis

1 Einführung .....	5
1.1 Stiftungsvermögen in Deutschland.....	5
1.2 Gang der Untersuchung.....	6
2 Bezugsrahmen .....	7
2.1 Grundlagen zum Stiftungswesen in Deutschland .....	7
2.1.1 Typologien .....	7
2.1.2 Stiftungsvermögen.....	8
2.1.3 Publizität .....	10
2.2 Grundlagen zur Unternehmensbewertung .....	11
2.2.1 Werttheorien.....	11
2.2.2 Bewertungsverfahren im Überblick .....	12
2.2.2.1 Gesamtbewertungsverfahren .....	13
2.2.2.2 Einzelbewertungsverfahren .....	18
2.2.2.3 Mischverfahren.....	19
2.2.2.4 Vergleichsverfahren.....	20
3 Bewertung von Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand.....	21
3.1 Unternehmensbewertung im Stiftungskontext.....	21
3.1.1 Bewertungskalkül.....	22
3.1.2 Eignung der Bewertungsverfahren.....	22
3.1.2.1 Gesamtbewertungsverfahren .....	22
3.1.2.2 Einzelbewertungsverfahren .....	26
3.1.2.3 Mischverfahren.....	27
3.1.2.4 Vergleichsverfahren.....	27
3.1.3 Trennung von Kapital und Stimmrecht.....	30
3.1.4 Fazit .....	33
3.2 Aufbau der Untersuchung .....	34
3.2.1 Auswahl der Stiftungen .....	34
3.2.2 Auswahl der Datengrundlage .....	36
3.2.3 Konzeption der Discounted Cashflow-Bewertung.....	36
3.2.3.1 Prognose im Detailplanungszeitraum .....	37
3.2.3.2 Restwert.....	44
3.2.3.3 Kapitalkosten.....	44
3.2.3.4 Marktwert des Eigenkapitals.....	46
3.2.4 Konzeption des vereinfachten Ertragswertverfahrens.....	47
3.2.5 Konzeption der Multiplikator-Bewertung.....	47

3.3 Ergebnisse der Untersuchung .....	49
3.3.1 Bertelsmann Stiftung .....	49
3.3.1.1 Bewertung der Bertelsmann SE & Co. KGaA .....	50
3.3.1.2 Beteiligung der Bertelsmann Stiftung.....	50
3.3.2 Carl-Zeiss-Stiftung .....	51
3.3.2.1 Bewertung der Carl Zeiss AG .....	51
3.3.2.2 Bewertung der Schott AG .....	52
3.3.2.3 Beteiligungen der Carl-Zeiss-Stiftung .....	52
3.3.3 Körber-Stiftung .....	53
3.3.3.1 Bewertung der Körber AG .....	53
3.3.3.2 Beteiligung der Körber-Stiftung .....	54
3.3.4 Mahle-Stiftung GmbH.....	54
3.3.4.1 Bewertung der Mahle GmbH .....	54
3.3.4.2 Beteiligung der Mahle-Stiftung GmbH .....	55
3.3.5 Robert Bosch Stiftung GmbH .....	55
3.3.5.1 Bewertung der Robert Bosch GmbH.....	55
3.3.5.2 Beteiligung der Robert Bosch Stiftung GmbH.....	56
3.3.6 Zeppelin-Stiftung.....	57
3.3.6.1 Bewertung der ZF Friedrichshafen AG .....	57
3.3.6.2 Bewertung der Zeppelin GmbH .....	58
3.3.6.3 Beteiligungen der Zeppelin-Stiftung .....	58
3.3.7 Ergebnisse im Überblick.....	59
3.4 Diskussion .....	61
3.4.1 Beurteilung der Bewertungsverfahren .....	61
3.4.2 Vermögen der untersuchten Stiftungen .....	63
3.4.3 Kapitalverzinsung.....	65
3.4.4 Plausibilität bestehender Hochrechnungen.....	66
4 Schlussbetrachtung .....	67
4.1 Zusammenfassung .....	67
4.2 Ausblick.....	68
Literaturverzeichnis.....	70
Geschäfts- und Jahresberichte .....	77
Sonstige Quellen.....	81
Abbildungsverzeichnis .....	82
Tabellenverzeichnis .....	82
Abkürzungsverzeichnis.....	83

# 1. Einführung<sup>1</sup>

## 1.1 Stiftungsvermögen in Deutschland

Transparenz im Stiftungswesen ist seit langem Gegenstand von Diskussionen.<sup>2</sup> Über das Vermögen, das Stiftungen in Deutschland verwalten, ist wenig bekannt. Der *Bundesverband deutscher Stiftungen* schätzt das Gesamtvermögen von Stiftungen in Deutschland auf rund 100 Mrd. EUR.<sup>3</sup> Das Zustandekommen solcher Schätzwerte wirft jedoch Fragen auf. In Deutschland ist es im Gegensatz zu anderen Ländern möglich, dass Stiftungen alleinige Eigentümer von Unternehmen sind.<sup>4</sup> Der Wert dieser Unternehmen und das Vermögen der Stiftungen sind grundsätzlich unklar.

Erhebungen zum Stiftungsvermögen in Deutschland greifen regelmäßig auf die Buchwerte zurück, mit denen Unternehmensbeteiligungen in den Bilanzen von Stiftungen aktiviert sind.<sup>5</sup> Ein Buchwert unterliegt handelsrechtlichen Bestimmungen. Den ökonomischen Wert einer Beteiligung vermag ein Buchwert nicht abzubilden.<sup>6</sup> Wenn wesentliche Vermögenswerte nur unzureichend erfasst werden, stellt sich die Frage, wie aussagefähig Schätzungen zum Vermögen von Stiftungen sein können. Auf diesen Umstand wird vielfach hingewiesen und gefordert, Stiftungsvermögen mit betriebswirtschaftlichen Methoden zu bewerten.<sup>7</sup> Die vorliegende Arbeit zielt darauf ab, zur Schließung dieser Forschungslücke beizutragen.

Bewertungsverfahren basieren in der Regel auf den Überschüssen, die den Eigentümern eines Unternehmens zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.<sup>8</sup> Deutsche Stiftungen dienen überwiegend Zielen des Gemeinwohls. In jedem Fall kommen Ausschüttungen nur den in der Satzung genannten Destinatären zugute. Aus diesem Grund erscheint diese Bewertung einer Stiftung nicht zielführend. Gefragt ist die Bewertung des Unternehmens, an dem eine Stiftung beteiligt ist, um den Wert der Unternehmensbeteiligung ableiten zu können.

---

<sup>1</sup> Die vorliegende Arbeit verdankt viele Anregungen und wertvolle Unterstützung Herrn Univ.-Prof. Dr. mult. Anton Burger und Herrn Dr. Nils Ahlemeyer, Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Unternehmensrechnung der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt. Ein ganz besonderer Dank gilt außerdem Herrn Dr. Rupert Graf Strachwitz, Direktor des Maecanata Instituts für Philanthropie und Zivilgesellschaft, Berlin, für den wertvollen Austausch zu aktuellen und künftigen Herausforderungen im Stiftungswesen.

<sup>2</sup> Vgl. *Strachwitz* (1994), S. 10 f.

<sup>3</sup> Vgl. *Falk* (2011), S. 11.

<sup>4</sup> Vgl. *Fleschutz* (2008), S. 72-74.

<sup>5</sup> Vgl. *Falk* (2011), S. 10; *Eulerich / Welge* (2011), S. 35.

<sup>6</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry* (2006), S. 32 f.

<sup>7</sup> Vgl. *Koss* (2002), S. 12; *Ebermann / Sprengel* (2005), S. 4.

<sup>8</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 8 f.

Insgesamt gibt es in Deutschland ungefähr 420 Stiftungen, die wesentliche Unternehmensbeteiligungen halten (unternehmensverbundene Stiftungen).<sup>9</sup> Bestandteil dieser Schätzung sind große gemeinwohlorientierte Stiftungen, die an multinationalen Konzernen beteiligt sind. Oftmals sind die Unternehmen börsennotiert, und die Stiftungen halten einen Teil der Unternehmensanteile. Wenn die übrigen Anteile am Kapitalmarkt gehandelt werden, können die Verkehrswerte der Beteiligungen, die Stiftungen halten, eingesehen werden.<sup>10</sup> In einigen Fällen sind die gemeinwohlorientierten Stiftungen aber alleinige Anteilseigner der Unternehmen bzw. die übrigen Anteile nicht-börsennotiert. Diese Stiftungen stehen im Fokus der vorliegenden Untersuchung.

Ziel ist es, die Beteiligungen zu bewerten, die große gemeinwohlorientierte Stiftungen in Deutschland an nicht-börsennotierten Unternehmen halten. Mit der Bewertung kann Transparenz über die Vermögensausstattung großer gemeinwohlorientierter Stiftungen in Deutschland geschaffen werden. Die Erkenntnisse der vorliegenden Arbeit können zudem als Grundlage für eine systematische Erhebung von Stiftungsvermögen dienen.

## 1.2 Gang der Untersuchung

Nach dem einleitenden Kapitel werden im zweiten Kapitel grundlegende Begrifflichkeiten erklärt und der theoretische Bezugsrahmen der Arbeit gesetzt. Im dritten Kapitel folgt eine Untersuchung zur Bewertung der Unternehmensbeteiligungen gemeinwohlorientierter Stiftungen in Deutschland.

Eingangs wird diskutiert, inwieweit die Verfahren der Unternehmensbewertung für eine Bewertung im Stiftungskontext geeignet erscheinen. Anschließend werden ausgewählte Bewertungsverfahren im Rahmen der Untersuchung angewendet und die Bewertungsergebnisse diskutiert. Auf dieser Grundlage werden Empfehlungen für eine Bewertung von Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand abgeleitet und die Ergebnisse der Untersuchung in den Kontext bestehender Schätzungen zum Stiftungsvermögen in Deutschland gesetzt. Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse und einem Ausblick.

---

<sup>9</sup> Vgl. *Fleschutz* (2008), S. 2. In älteren Erhebungen ist von 200-300 unternehmensverbundenen Stiftungen in Deutschland die Rede. Vgl. hierzu *Herrmann* (1997), S. 5; *Heuel* (2000), S. 16.

<sup>10</sup> Beispielhaft seien die *Else Kröner-Fresenius-Stiftung* mit Beteiligung an der *Fresenius SE & Co. KGaA* und die *Alfred Krupp von Bohlen und Halbach-Stiftung* mit der Beteiligung an der *ThyssenKrupp AG* genannt.

## 2. Bezugsrahmen

### 2.1 Grundlagen zum Stiftungswesen in Deutschland

Zu Beginn der Untersuchung werden die theoretischen Grundlagen zum Stiftungswesen in Deutschland dargestellt. Dies umfasst die Klärung zentraler Begrifflichkeiten sowie Erläuterungen zum Stiftungsvermögen und zur Publizität.

#### 2.1.1 Typologien

Der Begriff der Stiftung ist nicht einheitlich definiert. In den Sozialwissenschaften versteht man unter einer Stiftung eine private, überwiegend nicht-gewinnorientierte Organisation, deren Vermögen, Zweck und Ausgestaltung in einem Stifterwillen festgelegt sind.<sup>11</sup> Unterschieden wird u. a. nach Rechts- und Organisationsform, Zielsetzung einer Stiftung und Funktion des Stiftungsvermögens.

Die meisten Stiftungen in Deutschland sind privatrechtlich verfasst (§§ 80-86 Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) in Verbindung mit den Landesstiftungsgesetzen). Davon zu unterscheiden sind öffentlich-rechtliche Stiftungen, die als Bestandteil des Verwaltungssystems öffentliche Aufgaben wahrnehmen, und kirchliche Stiftungen.<sup>12</sup> Auch die zahlenmäßig überwiegenden Treuhand-Stiftungen sind privatrechtlich verfasst. Unter einer treuhänderischen Stiftung ist die Zuwendung eines Stifters an eine natürliche oder juristische Person mit dauerhafter Zweckbindung zu verstehen.<sup>13</sup> Das Vermögen geht an die empfangende Person über und ist getrennt als Sondervermögen zu führen. Für treuhänderische Stiftungen gelten die allgemeinen BGB-Vorschriften zum Vertragsrecht.<sup>14</sup> In der Praxis wird auf die Gründung einer rechtsfähigen Stiftung oftmals verzichtet. Gründe können die mangelnde Flexibilität einer rechtsfähigen Stiftung oder der Wunsch nach Autonomie sein.<sup>15</sup> Alternativ können Stiftungen z. B. als Kapitalgesellschaften gegründet werden.<sup>16</sup>

Nach der Zielsetzung einer Stiftung kann in privatnützige und steuerbegünstigte Stiftungen unterschieden werden. Privatnützige Stiftungen dienen dem Wohl eines abgegrenzten Personenkreises, z. B. einer Familie.<sup>17</sup> Steuerbegünstigte Stiftungen dagegen erfüllen ausschließlich und unmittelbar gemeinnützige, mildtätige oder kirchliche Zwecke (§§ 51-68 Abgabenordnung (AO)). Etwa 95% aller deutschen Stiftungen erfüllen das Kriterium der

---

<sup>11</sup> Vgl. *Anheier* (2003), S. 51.

<sup>12</sup> Vgl. *von Campenhausen* (2009), S. 7-10.

<sup>13</sup> Vgl. *Saenger* (2008), S. 95.

<sup>14</sup> Vgl. *Schwalme* (2010), S. 60 f.

<sup>15</sup> Vgl. *Godron* (2015), S. 377.

<sup>16</sup> Vgl. *von Löwe* (2016), S. 7 f.

<sup>17</sup> Vgl. *Wigand et al.* (2015), S. 20.



Steuerbegünstigung im Sinne der AO.<sup>18</sup> Unabhängig davon können Stiftungen – in Abgrenzung zur Gewinnorientierung – gemeinwohlorientiert sein.<sup>19</sup>

Eine Sonderform im Stiftungswesen stellen Stiftungen dar, die in ihrem Vermögen eine Unternehmensbeteiligung halten. Die Terminologie hierzu ist nicht einheitlich. Die Rede ist z. B. von Unternehmensstiftungen, Unternehmensträgerstiftungen, Beteiligungsträgerstiftungen, unternehmens-bezogenen und unternehmensverbundenen Stiftungen.<sup>20</sup> Eine Unterscheidung ist dahingehend möglich, ob ein Unternehmen als Zweckverwirklichungsbetrieb oder Donationsquelle dient. Im ersten Fall hat die Unternehmensbeteiligung die Funktion, mittelbar den Stiftungszweck zu realisieren. Im zweiten Fall dient die Unternehmensbeteiligung als reine Vermögensanlage. Die Erträge aus der Beteiligung werden durch die Stiftung genutzt, um den Stiftungszweck zu realisieren.<sup>21</sup> Unternehmen, die sich vollständig oder teilweise im Besitz von Stiftungen befinden, können als stiftungsgetragene Unternehmen bezeichnet werden.<sup>22</sup> Die Motive, ein Unternehmen in eine Stiftung zu übertragen, sind vielschichtig. Eine Rolle können unternehmerische, familiäre, persönliche, gemeinnützige oder steuerliche Aspekte spielen.<sup>23</sup>

### 2.1.2 Stiftungsvermögen

Der Begriff des Stiftungsvermögens umfasst im Sinne eines Oberbegriffs die Gesamtheit aller Vermögenswerte einer Stiftung.<sup>24</sup> Vermögenswerte, die nicht zum Verbrauch bestimmt sind, bilden grundsätzlich das Grundstockvermögen einer Stiftung. Der Begriff des Grundstockvermögens ist nicht auf den Nominalwert zum Zeitpunkt der Stiftungerrichtung beschränkt, sondern umfasst auch Wertzuwächse bzw. Wertminderungen im Zeitablauf. Zustiftungen des Stifters oder Dritter können das Grundstockvermögen erhöhen (Abb.1).<sup>25</sup>

Erträge aus dem Grundstockvermögen sind bis spätestens zum Ende des auf den Zufluss folgenden übernächsten Jahres zu verausgaben. Eine Zuführung zum Grundstockvermögen ist grundsätzlich nicht möglich (Admassierungsverbot).<sup>26</sup> Erträge, die nicht aus dem Grundstockvermögen resultieren, sind sonstige Einkünfte. Beispiele sind öffentliche

---

<sup>18</sup> Vgl. *Hartmann* (2005), S. 381.

<sup>19</sup> Vgl. *Achleitner / Block* (2018), S. 6 f.

<sup>20</sup> Vgl. *Eulerich / Welge* (2011), S. 29.

<sup>21</sup> Vgl. *Schlüter* (2005), S. 316.

<sup>22</sup> Vgl. *Fleschutz* (2008), S. 66.

<sup>23</sup> Vgl. *Götz* (2014), S. 51 f.

<sup>24</sup> Vgl. *Albrecht* (2012), S. 32.

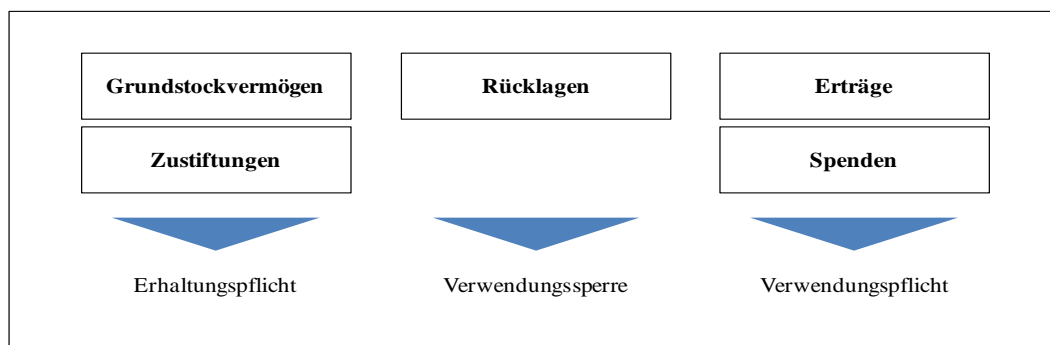
<sup>25</sup> Vgl. *Busse / Paarz* (2012), S. 97.

<sup>26</sup> Vgl. *von Löwe* (2016), S. 31.

Fördermittel und Erlöse aus Publikationen.<sup>27</sup> Spenden, die eine Stiftung erhält, werden nicht dem Grundstockvermögen zugeführt, sondern sind für den Verbrauch bestimmt.<sup>28</sup>

Gemeinnützigkeitsrechtlich wird die Möglichkeit eingeräumt, Rücklagen zu bilden.<sup>29</sup> Gebildet werden können Kapitalerhaltungsrücklagen (§ 62 Abs. 1 Nr. 1 AO), mit denen Rücklagen für ein konkret geplantes Projekt angesammelt werden, Wiederbeschaffungsrücklagen (§ 62 Abs. 1 Nr. 2 AO), um ideell genutzte Wirtschaftsgüter zu ersetzen, und freie Rücklagen (§ 62 Abs. 1 Nr. 3 AO).

Das Grundstockvermögen von Stiftungen kann Vermögenswerte aller Art umfassen. Neben Geldvermögen sind Unternehmensbeteiligungen, Wertpapiere, Immobilien und sonstige Sachgüter (Kunstgegenstände etc.) gängig.<sup>30</sup> In Deutschland können Stiftungen alleinige Eigentümer von Unternehmen sein. In anderen Ländern wie z. B. den USA ist dies nur eingeschränkt oder gar nicht möglich. Hintergrund sind u. a. wettbewerbsrechtliche Bedenken und potentielle Interessenskonflikte.<sup>31</sup>



**Abb. 1: Stiftungsvermögen**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Fritz* (2008), S. 262.

Die Verwaltung von Stiftungsvermögen unterliegt bestimmten Anforderungen. In den Landesstiftungsgesetzen wird gefordert, Stiftungsvermögen im Bestand ungeschmälert zu erhalten. Darin wird mehrheitlich das Gebot eines realen Kapitalerhalts gesehen (Substanzerhaltungsgebot).<sup>32</sup> Eine Ausnahme stellt die Verbrauchsstiftung dar, deren Vermögen innerhalb eines begrenzten Zeitraumes zu verausgaben ist.<sup>33</sup> Aus dem Prinzip der Substanzerhaltung kann der Vorrang des Vermögenserhalts vor Renditeoptimierung abgeleitet werden.<sup>34</sup> Eine spezielle Ausprägung des Substanzerhaltungsgebots stellt das Gebot sparsamer Wirtschaftsführung dar, das in etlichen Stiftungsgesetzen normiert ist.

<sup>27</sup> Vgl. *Hof* (2009), S. 269.

<sup>28</sup> Vgl. *Schwalme* (2010), S. 95-97.

<sup>29</sup> Vgl. *Fischer* (2015), S. 33 f.

<sup>30</sup> Vgl. *Hof* (2009), S. 268.

<sup>31</sup> Vgl. *Fleschutz* (2008), S. 72-74.

<sup>32</sup> Vgl. *Fritz* (2008), S. 279.

<sup>33</sup> Vgl. *Feick* (2015), S. 31.

<sup>34</sup> Vgl. *Ivens* (2012), S. 687.

Darunter ist eine effiziente und kostengünstige Stiftungsorganisation zu verstehen.<sup>35</sup> Vermögenserhalt erfordert auch die weitgehende Vermeidung finanzieller Risiken. Wenngleich eine mündelsichere Anlage heute nicht mehr gefordert wird, sollen Risiken durch Streuung der Anlage minimiert werden.<sup>36</sup>

### 2.1.3 Publizität

Publizität im Stiftungswesen umfasst Handlungen bzw. Tätigkeiten, die der Öffentlichkeit Kenntnis über die Vorgänge und Tatsachen einer Stiftung geben.<sup>37</sup> Eine gesetzliche Offenlegungspflicht der Rechnungslegung rechtsfähiger Stiftungen besteht gegenüber der Stiftungsaufsicht und der Finanzverwaltung. In Ausnahmefällen kann die Anwendbarkeit des Publizitätsgesetzes (PublG) dazu führen, dass eine gesetzliche Pflicht zur Offenlegung der Rechnungslegung gegenüber der Allgemeinheit besteht.<sup>38</sup>

Eine Stiftung unterliegt dem Geltungsbereich des PublG, wenn ein Gewerbe im Sinne des Handelsrechts betrieben wird (§ 3 Abs. 1 Nr. 4 PublG) oder eine Eintragung als Kaufmann im Handelsregister besteht (§ 3 Abs. 1 Nr. 5 PublG). Hiervon sind insbesondere Unternehmensträgerstiftungen betroffen, die ein oder mehrere Einzelunternehmen betreiben.<sup>39</sup> Die Verwaltung von Vermögen stellt kein Gewerbe dar – unabhängig von der Höhe des verwalteten Vermögens. Aus diesem Grund gelten die Offenlegungspflichten des PublG nicht für Stiftungen, die zwar die Größenkriterien des PublG überschreiten, aber vermögensverwaltend tätig sind.<sup>40</sup>

Stiftungen, die als Kapitalgesellschaft geführt werden, sind kraft Rechtsform Kaufleute und fallen mit ihrem Einzelabschluss (§ 9 Abs. 1 PublG) oder Konzernabschluss (§ 15 Abs. 1 PublG) in den Geltungsbereich des PublG.<sup>41</sup> Die Offenlegungsvorschriften des PublG kommen zur Anwendung, wenn an drei aufeinanderfolgenden Abschlussstichtagen jeweils zwei der folgenden Merkmale erfüllt sind (§ 1 Abs. 1 PublG):

- (1) Jahresbilanzsumme von mehr als 65 Mio. EUR,
- (2) Umsatzerlöse eines Geschäftsjahres von mehr als 130 Mio. EUR,
- (3) mehr als 5.000 Arbeitnehmer im Jahresdurchschnitt.

---

<sup>35</sup> Vgl. *Döring* (2010), S. 169.

<sup>36</sup> Vgl. *Hof* (2009), S. 282.

<sup>37</sup> Vgl. *Orth* (1999), S. 755.

<sup>38</sup> Vgl. *Nordhoff* (2016), S. 294.

<sup>39</sup> Vgl. *von Löwe* (2016), S. 16.

<sup>40</sup> Vgl. *Nordhoff* (2016), S. 294.

<sup>41</sup> Vgl. *Koss* (2013), S. 535.

Bei Überschreiten der Schwellenwerte ist eine Stiftung zur Aufstellung eines Jahresabschlusses nach handelsrechtlichen Grundsätzen (§§ 5, 13 PubiG) und Prüfung durch einen Abschlussprüfer (§§ 6, 14 PubiG) sowie zur Offenlegung des Abschlusses verpflichtet (§§ 9, 15 PubiG). Dabei ist der Einzel- oder Konzernabschluss innerhalb von zwölf Monaten nach Abschlussstichtag bei dem Betreiber des elektronischen Bundesanzeigers einzureichen.<sup>42</sup>

Die Vorschriften führen dazu, dass für viele Stiftungen keine oder nur wenige Informationen zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage vorliegen. Bei der Bewertung einer Unternehmensbeteiligung in Stiftungshand kann sich daraus ein Problem ergeben. Wie eingangs erläutert, ist das Unternehmen zu bewerten, an dem eine Stiftung beteiligt ist. Hierfür sind bewertungsrelevante Informationen zum Unternehmen erforderlich. Auch in diesem Zusammenhang gelten die Vorschriften des PubiG. Um den Wert einer Beteiligung bestimmen zu können, ist aber in Erfahrung zu bringen, mit welcher Anteilsquote eine Stiftung an einem Unternehmen beteiligt ist. Sind hierzu keine Informationen verfügbar, gestaltet sich eine Wertermittlung schwierig.

## **2.2 Grundlagen zur Unternehmensbewertung**

Auf den Bezugsrahmen zum Stiftungswesen in Deutschland folgen die theoretischen und definitorischen Grundlagen zur Unternehmensbewertung. Einleitend werden Werttheorien der Bewertungslehre beleuchtet, bevor die einzelnen Bewertungsverfahren vorgestellt werden. Auf eine detaillierte Darstellung der Verfahren wird verzichtet. Ziel ist es, ein grundlegendes Verständnis zu schaffen.

### **2.2.1 Werttheorien**

Bis in die 1950er Jahre war die Vorstellung verbreitet, es könne ein objektiver Unternehmenswert ermittelt werden.<sup>43</sup> Darunter ist ein Unternehmenswert zu verstehen, der vom Entscheidungsfeld eines Investors und vom Zweck der Bewertung unabhängig ist.<sup>44</sup> Als Gegenstück zur objektiven Werttheorie wurde die subjektive Werttheorie entwickelt. Mit ihr wuchs die Erkenntnis, dass der Wert eines Unternehmens „eine subjektive Kategorie sein muss“. <sup>45</sup> Investoren können sich in den Erwartungen über Höhe und Eintrittswahrscheinlichkeit finanzieller und nicht-finanzieller Erträge aus einem Unternehmen

---

<sup>42</sup> Vgl. Nordhoff (2016), S. 294 f.

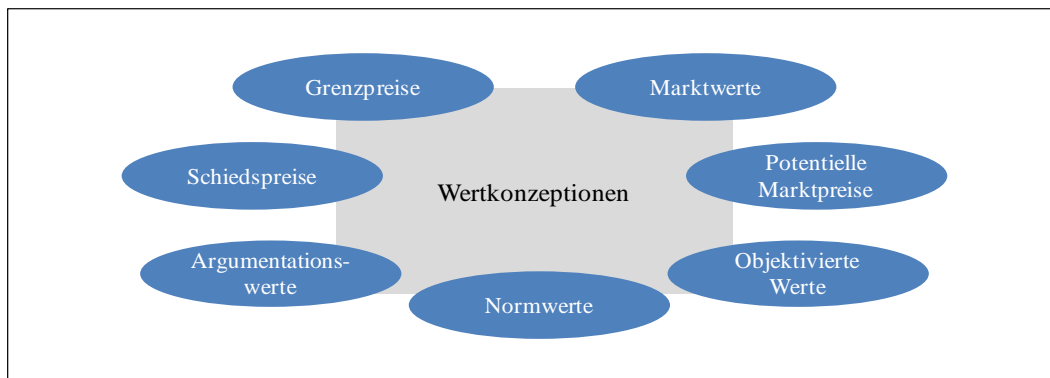
<sup>43</sup> Vgl. Maier (2017), S. 17.

<sup>44</sup> Vgl. Drukarczyk / Schüler (2016), S. 9.

<sup>45</sup> Busse von Colbe (1957), S. 16.

und der Risikoneigung unterscheiden. Jeder Investor kann daher unterschiedliche Vorstellungen zum Wert eines Unternehmens haben.<sup>46</sup>

Die funktionale Werttheorie (Kölner Funktionenlehre) vereint Elemente der objektiven und subjektiven Werttheorie und hat sich heute weitestgehend durchgesetzt.<sup>47</sup> Nach der funktionalen Werttheorie hängt der Wert eines Unternehmens von dem Zweck der Bewertung ab (Zweckadäquanzprinzip).<sup>48</sup> Vor diesem Hintergrund wird in der Literatur eine Vielzahl unterschiedlicher Arten von Unternehmenswerten voneinander abgegrenzt ().<sup>49</sup>

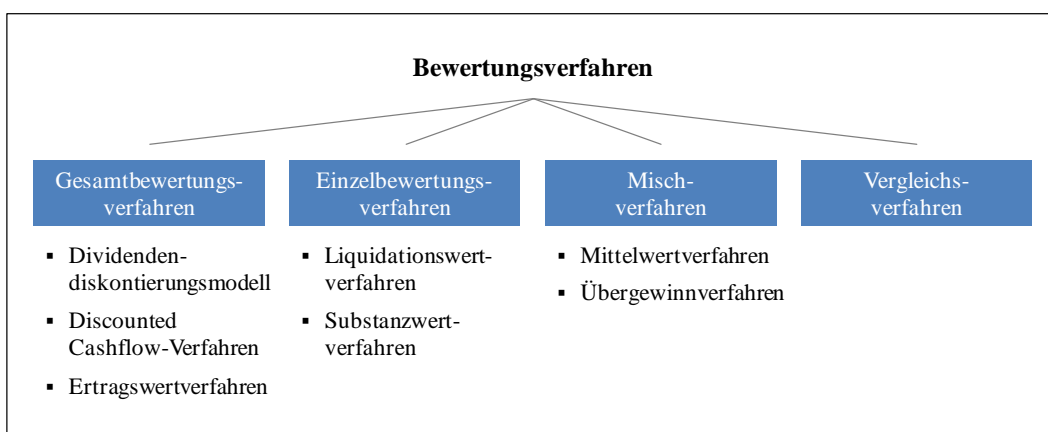


**Abb. 2: Wertkonzeptionen**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Mandl / Rabel (2015), S. 55.

## 2.2.2 Bewertungsverfahren im Überblick

Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung sind von großer Methodenvielfalt gekennzeichnet. Im Folgenden wird ein Überblick gegeben (Abb.3).<sup>50</sup>



**Abb. 3: Bewertungsverfahren im Überblick**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Mandl / Rabel (2015), S. 56, und Schultze (2003), S. 72.

<sup>46</sup> Vgl. Moxter (1983), S. 23 f.

<sup>47</sup> Vgl. Matschke / Brösel (2007), S. 801.

<sup>48</sup> Vgl. Moxter (1983), S. 5-8.

<sup>49</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 55.

<sup>50</sup> Die vorliegende Arbeit orientiert sich an der Einordnung nach Mandl / Rabel (2015), S. 56, und Schultze (2003), S. 72.

### 2.2.2.1 Gesamtbewertungsverfahren

Gesamtbewertungsverfahren betrachten Unternehmen als Bewertungseinheit.<sup>51</sup> Der Wert eines Unternehmens hängt von den künftigen finanziellen Vorteilen ab, die sich für die Eigentümer ergeben. Grundlage ist das Kapitalwertkalkül der Investitionstheorie.<sup>52</sup> Um unterschiedlichen Zahlungszeitpunkten Rechnung zu tragen, sind die Mittelzuflüsse aus einem Unternehmen auf den Gegenwartswert zu diskontieren.<sup>53</sup> Vermögen, das nicht betriebsnotwendig ist, wird separat bewertet und hinzugerechnet. Dahinter steht die Überlegung, dass die Mittelzuflüsse mit Hilfe des betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden. Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen kann veräußert werden, ohne die operative Leistungsfähigkeit eines Unternehmens zu beeinträchtigen.<sup>54</sup>

Gesamtbewertungsverfahren können dahingehend unterschieden werden, ob Ausschüttungen, Cashflows oder Gewinne diskontiert werden. Daraus resultieren die gängigen Bewertungsverfahren: Dividendendiskontierungsmodell (DDM), Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) und Ertragswertverfahren.<sup>55</sup> Die Verbindung zwischen den Verfahren kann mit dem Preinreich-Lücke-Theorem hergestellt werden.<sup>56</sup> Bei Gültigkeit des Kongruenzprinzips entsprechen die Summen der Entnahme-, Einzahlungs- und Ertragsüberschüsse über die Totalperiode (d. h. von der Gründung bis zur Auflösung eines Unternehmens) einander – wenngleich sich ihre zeitliche Verteilung unterscheiden kann.<sup>57</sup> Die Überschüsse können alternativ verwendet werden, sofern die zeitliche Verschiebung über den Ansatz von kalkulatorischen Zinsen auf das periodisch gebundene Kapital berücksichtigt wird. In praxi können ungleiche Annahmen bzw. Vereinfachungen zur Folge haben, dass die Verfahren zu unterschiedlichen Ergebnissen führen.<sup>58</sup>

#### *Dividendendiskontierungsmodell*

Das DDM hat seine Ursprünge in der Aktienanalyse und kann als Ausgangspunkt für die Entwicklung anderer Verfahren gesehen werden.<sup>59</sup> Erwerben Investoren Anteile an einem Unternehmen, sind sie in erster Linie an Ausschüttungen (Dividenden) und Wertsteigerungen der Unternehmensanteile interessiert. Wertsteigerungen resultieren aus künftigen Dividenden,

---

<sup>51</sup> Vgl. Becker (2016), S. 87.

<sup>52</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2016), S. 8 f.

<sup>53</sup> Vgl. Schultze (2003), S. 72.

<sup>54</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2016), S. 10.

<sup>55</sup> Vgl. Schultze (2003), S. 72.

<sup>56</sup> Vgl. Preinreich (1937); Lücke (1955).

<sup>57</sup> Vgl. Ahlemeyer / Burger (2016), S. 9 f.

<sup>58</sup> Vgl. Schultze (2003), S. 457-460.

<sup>59</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 166.

weswegen eine Bewertung auf Basis der Zahlungsströme zwischen Unternehmen und Eigentümern vorgenommen werden kann.<sup>60</sup>

Nach dem DDM ergibt sich der innere Wert einer Aktie aus den künftig erwarteten Dividenden, die mit dem Eigenkapitalkostensatz zu diskontieren sind:<sup>61</sup>

$$\text{(Formel 1) Innerer Wert einer Aktie}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+r_{EK})^t}$$

Div: Dividende  
 $r_{EK}$ : Eigenkapitalkostensatz  
t: Zeitindex

In der Endphase des Wachstums oder bei stabilem Dividendenwachstum kann die Gordon-Growth-Formel angewendet werden:<sup>62</sup>

$$\text{(Formel 2) Innerer Wert einer Aktie}_0 = \frac{Div_1}{(r_{EK}-g)}$$

Div: Dividende  
 $r_{EK}$ : Eigenkapitalkostensatz  
g: Wachstumsrate

### *Discounted Cashflow-Verfahren*

Der Cashflow eines Unternehmens stellt einen spezifischen Überschuss der Einzahlungen über die Auszahlungen dar.<sup>63</sup> DCF-Verfahren bestehen in vier rechentechnisch verschiedenen Varianten.<sup>64</sup> Die international dominierenden Verfahren haben gemein, dass im Grundsatz von den erwirtschafteten Zahlungsüberschüssen ausgegangen wird, die Kapitalgebern potentiell zur Verfügung stehen.<sup>65</sup> Eine Systematisierung ist nach Entity-Ansatz (Brutto-Ansatz) und Equity-Ansatz (Netto-Ansatz) möglich ().

---

<sup>60</sup> Vgl. *Schultze* (2003), S. 73 f.

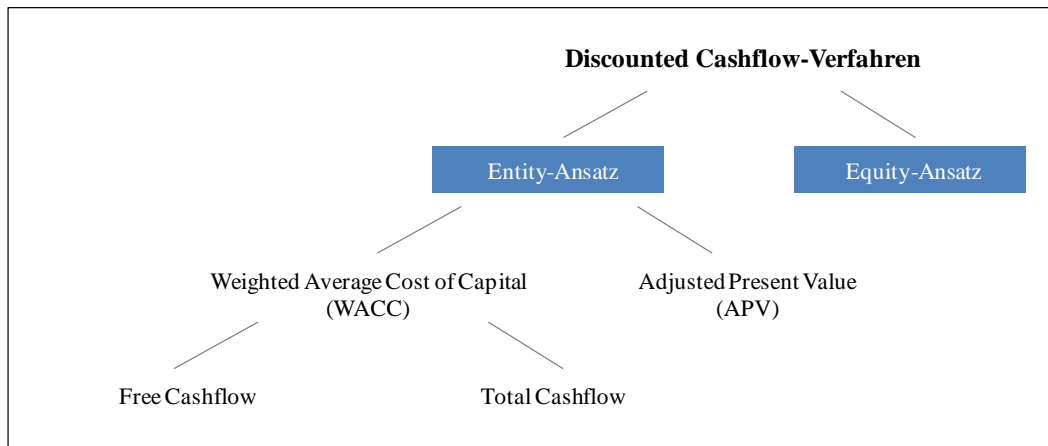
<sup>61</sup> *Spreman / Ernst* (2011), S. 48.

<sup>62</sup> *Schultze* (2003), S. 74.

<sup>63</sup> Für eine Abgrenzung unterschiedlicher Cashflow-Definitionen vgl. insbesondere *Drukarczyk / Schüler* (2016), S. 91-111.

<sup>64</sup> Vgl. *Hölscher* (2010), S. 195.

<sup>65</sup> Vgl. *Schultze* (2003), S. 361 f.



**Abb. 4: Discounted Cashflow-Verfahren im Überblick**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 137.

Im Rahmen des Equity-Ansatzes wird der Marktwert des Eigenkapitals direkt ermittelt. Diskontiert werden die Net Cashflows. Als Diskontierungszinssatz dient der Eigenkapitalkostensatz eines Unternehmens:<sup>66</sup>

$$\text{(Formel 3)} \quad MW_{EK,0} = \sum_{t=1}^T \frac{NCF_t}{(1+r_{EK})^t} + NBV_0$$

$MW_{EK}$ :	Marktwert Eigenkapital
NCF:	Net Cashflow (Flow to Equity)
$r_{EK}$ :	Eigenkapitalkostensatz
NBV:	Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen
t:	Zeitindex

Der Eigenkapitalkostensatz wird auf Basis kapitalmarkttheoretischer Modelle bestimmt. Im Regelfall findet das Capital Asset Pricing Model (CAPM) Anwendung.<sup>67</sup> Das CAPM geht auf *Sharpe*<sup>68</sup>, *Lintner*<sup>69</sup> und *Mossin*<sup>70</sup> zurück und basiert auf den Erkenntnissen der modernen Portfoliotheorie nach *Markowitz*<sup>71</sup>. Kernaussage ist, dass ein Investor durch geeignete Portfoliobildung und Diversifikation einzelner Wertpapiere das unsystematische Risiko (spezifisches Unternehmensrisiko) eines Portfolios eliminieren kann, während das systematische Risiko (Marktrisiko) fortbesteht.<sup>72</sup> Nach dem CAPM entsprechen die Opportunitätskosten des Eigenkapitals dem risikofreien Zins zzgl. einer Risikoprämie:<sup>73</sup>

<sup>66</sup> *Mandl / Rabel* (2015), S. 75.

<sup>67</sup> Eine Alternative stellt z. B. das Arbitrage Pricing Model dar. Vgl. hierzu *Damodaran* (2012), S. 68-70; *Kruschwitz* (2014), S. 372 f.

<sup>68</sup> Vgl. *Sharpe* (1964).

<sup>69</sup> Vgl. *Lintner* (1965).

<sup>70</sup> Vgl. *Mossin* (1966).

<sup>71</sup> Vgl. *Markowitz* (1952).

<sup>72</sup> Vgl. *Perridon et al.* (2017), S. 297 f.

<sup>73</sup> *Copeland et al.* (2002), S. 265 f.



(Formel 4)  $r_{EK} = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta$

$r_{EK}$ :	Eigenkapitalkostensatz
$r_f$ :	Risikofreier Zins
$r_m$ :	Erwartete Marktrendite
$E()$ :	Erwartungswert
$\beta$ :	Beta-Faktor

Der Beta-Faktor berechnet sich als Quotient der Kovarianz der Rendite einer Anlage mit der Rendite des Marktportfolios und der Varianz der Rendite des Marktportfolios.<sup>74</sup> Damit handelt es sich um ein relatives Risikomaß, das die Schwankungsbreite der Kurse einer Anlage im Verhältnis zur Schwankungsbreite des gesamten Aktienmarktes abbildet.<sup>75</sup> Verschuldung wirkt sich auf den Beta-Faktor eines Unternehmens aus.<sup>76</sup>

Nach dem Entity-Ansatz wird der Wert des Eigenkapitals in zwei Schritten bestimmt. Zuerst wird der Wert des Gesamtkapitals eines Unternehmens ermittelt, anschließend führt die Subtraktion des Fremdkapitalwertes zum Wert des Eigenkapitals.<sup>77</sup> Das Entity-Verfahren besteht in unterschiedlichen Ausprägungen. Eine Möglichkeit besteht darin, die Free Cashflows eines Unternehmens zu diskontieren.<sup>78</sup> Darunter sind die Zahlungsüberschüsse zu verstehen, die den Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen. Diskontiert werden die Free Cashflows mit dem Weighted Average Cost of Capital (WACC):<sup>79</sup>

(Formel 5)  $UW_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF^t}{(1+WACC)^t} + NBV_0$

UW:	Unternehmenswert
FCF:	Free Cashflow (Flow to Entity)
WACC :	Weighted Average Cost of Capital
NBV:	Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen
t:	Zeitindex

Der WACC setzt sich aus Eigenkapitalkostensatz und Fremdkapitalkostensatz eines Unternehmens zusammen. Gewichtet werden die Kapitalkostensätze mit Marktwerten.

<sup>74</sup> Vgl. Perridon et al. (2017), S. 297.

<sup>75</sup> Vgl. Damodaran (2012), S. 67 f.

<sup>76</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 62.

<sup>77</sup> Vgl. Krag / Kasperzak (2000), S. 355.

<sup>78</sup> Vgl. Hölscher (2010), S. 195.

<sup>79</sup> Mandl / Rabel (2015), S. 66.

Hintergrund ist, dass Kapitalgeber eine konkurrenzfähige Rendite auf aktuelle Marktwerte erwirtschaften möchten.<sup>80</sup> Der WACC errechnet sich wie folgt:<sup>81</sup>

$$\text{(Formel 6) } WACC = r_{EK} * \frac{MW_{EK}}{MW_{EK} + MW_{FK}} + r_{FK} * \frac{MW_{FK}}{MW_{EK} + MW_{FK}} * (1 - s)$$

WACC:	Weighted Average Cost of Capital
$r_{EK}$ :	Eigenkapitalkostensatz
$r_{FK}$ :	Fremdkapitalkostensatz
$MW_{EK}$ :	Marktwert Eigenkapital
$MW_{FK}$ :	Marktwert Fremdkapital
s:	Steuersatz

Der Steuervorteil, der aus Fremdfinanzierung resultieren kann (Tax Shield), wird bei Diskontierung der Free Cashflows im Fremdkapitalkostensatz berücksichtigt. Alternativ kann der Steuereffekt auch in den Zahlungsströmen erfasst werden. In diesem Fall sind die Total Cashflows mit dem WACC ohne Steuerersparnis zu diskontieren.<sup>82</sup> Eine weitere Möglichkeit liegt darin, den Adjusted Present Value (APV) zu ermitteln.<sup>83</sup> Hierbei wird in einem ersten Schritt der Marktwert des Gesamtkapitals unter der Fiktion der vollständigen Eigenfinanzierung berechnet. In einem zweiten Schritt wird der Tax Shield berücksichtigt.<sup>84</sup>

### Ertragswertverfahren

In der deutschsprachigen Literatur wird der Begriff des Ertragswertes synonym mit einem Unternehmenswert verwendet, der – in Abgrenzung zum Substanzwert – auf den Zukunftserfolgen eines Unternehmens basiert.<sup>85</sup> Das sogenannte Ertragswertverfahren entspricht im Grundsatz dem DCF-Verfahren auf Equity-Basis – mit dem Unterschied, dass der Diskontierungszinssatz im klassischen Ertragswertverfahren nicht kapitalmarkttheoretisch, sondern auf Basis pauschaler Risikozuschläge ermittelt wird. Wird der Diskontierungszinssatz einheitlich abgeleitet, führen beide Verfahren zum gleichen Unternehmenswert.<sup>86</sup>

Als Ertragswertverfahren wird außerdem eine Bewertungsmethodik bezeichnet, die das *Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW)* im Standard *IDW S 1* festgelegt hat. Auf Grundlage des *IDW S 1* kann ein objektivierter Unternehmenswert ermittelt werden, der zu einem subjektiven Entscheidungswert weiterentwickelt werden kann. Bewertungsrelevante

<sup>80</sup> Vgl. *Rappaport* (1999), S. 44 f.

<sup>81</sup> *Copeland et al.* (2002), S. 251.

<sup>82</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 138 f.

<sup>83</sup> Vgl. *Matschke / Brösel* (2007), S. 578.

<sup>84</sup> Vgl. *Drukarczyk / Schüler* (2016), S. 148-178.

<sup>85</sup> Vgl. *Schultze* (2003), S. 449-450.

<sup>86</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 9.

Erfolgsgrößen sind die den Eigenkapitalgebern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden.<sup>87</sup> Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren werden im *IDW S 1* als gleichwertig anerkannt.<sup>88</sup>

Auch bei gesetzlichen Regelungen werden Ertragswertverfahren angewendet. Bei Erbschafts- oder schenkungssteuerrelevanten Sachverhalten wird die Bemessungsgrundlage auf Grundlage eines vereinfachten Ertragswertes ermittelt.<sup>89</sup> Das vereinfachte Ertragswertverfahren ist dem Ertragswertverfahren des *IDW* nachempfunden und gesetzlich kodifiziert (§§ 199-203 Bewertungsgesetz (BewG)). Damit soll eine ertragsorientierte Bewertung nicht-börsennotierter Anteile von Kapitalgesellschaften ermöglicht werden.<sup>90</sup>

Der vereinfachte Ertragswert ergibt sich aus der Multiplikation des zukünftig nachhaltig erzielbaren Jahresertrages mit einem Kapitalisierungsfaktor (§ 200 Abs. 1 BewG). Gekürzt wird die Erfolgsgröße um eine fiktive pauschale Ertragssteuer in Höhe von 30% (§ 202 Abs. 3 BewG). Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen wird separat bewertet und addiert (§ 200 Abs. 2-4 BewG).<sup>91</sup>

$$\text{(Formel 7) } vEW = \text{Jahresertrag} * (1 - 0,3) * KF + NBV_0$$

vEW:	Vereinfachter Ertragswert
KF:	Kapitalisierungsfaktor
NBV:	Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen

Der zukünftig nachhaltig erzielbare Jahresertrag wird als Mittelwert der Betriebsergebnisse der vergangenen vor dem Bewertungsstichtag beendeten Wirtschaftsjahre berechnet (§ 201 BewG). Ausgangswert ist der Gewinn im Sinne des Einkommenssteuergesetzes, der um einmalige und periodenfremde Komponenten bereinigt wird.<sup>92</sup>

### 2.2.2.2 Einzelbewertungsverfahren

Einzelbewertungsverfahren sehen vor, die Vermögensgegenstände und Schulden eines Unternehmens isoliert zu bewerten. Mit der Saldierung der Wertsumme aus Bruttovermögen

<sup>87</sup> Vgl. *Drukarczyk / Schüler* (2016), S. 9.

<sup>88</sup> Vgl. *IDW* (2008), Tz. 7, Rn. 101.

<sup>89</sup> Vgl. *Seltenreich* (2009), S. 106.

<sup>90</sup> Vgl. *Schröder* (2014), S. 301.

<sup>91</sup> *Ernst et al.* (2012), S. 183.

<sup>92</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 225 f.

und Schulden kann der Wert des Eigenkapitals bestimmt werden.<sup>93</sup> Unterschieden wird in der Regel zwischen Liquidationswert und Substanzwert eines Unternehmens.<sup>94</sup>

### *Liquidationswertverfahren*

Bei der Ermittlung des Liquidationswertes wird die Zerschlagung eines Unternehmens unterstellt.<sup>95</sup> Hierfür sind die einzelveräußerbaren Güter mit Einzelzerschlagungswerten, die Schulden mit Ablösebeträgen anzusetzen und die Summen zu saldieren.<sup>96</sup> Die Bilanz bildet die Grundlage für eine Wertermittlung. Eine wichtige Rolle kommt darüber hinaus dem Inventar zu, um liquidationsrelevante Güter bzw. Schulden zu identifizieren, die nicht bilanziert werden.<sup>97</sup> Ist davon auszugehen, dass die Liquidation die Zeitspanne eines Jahres überdauert, ist auf den Barwert der Verwertungserlöse abzustellen.<sup>98</sup>

### *Substanzwertverfahren*

Der Substanzwert eines Unternehmens setzt sich aus der Summe der zu Wiederbeschaffungspreisen angesetzten Vermögensgegenstände und Schulden zusammen.<sup>99</sup> Grundgedanke des Substanzwertverfahrens ist, dass der Wert eines Unternehmens davon abhängt, wieviel ein potentieller Käufer investieren müsste, um das Unternehmen „auf der grünen Wiese“ nachzubauen.<sup>100</sup> Analog zum Liquidationswertverfahren bilden Bilanz und Inventar eines Unternehmens den Ausgangspunkt für die Bewertung. Betriebsnotwendiges Vermögen ist zu Wiederbeschaffungskosten anzusetzen, nicht-betriebsnotwendiges Vermögen zu Veräußerungspreisen oder Liquidationswerten. Im Gegensatz dazu werden betriebsnotwendige Schulden mit Nominalwerten und nicht-betriebsnotwendige Schulden mit Ablösebeträgen bewertet.<sup>101</sup>

## **2.2.2.3 Mischverfahren**

Mischverfahren verbinden Elemente der Gesamtbewertungsverfahren und Einzelbewertungsverfahren. Aus diesem Grund werden sie auch Kombinationsverfahren genannt. Abgegrenzt werden Mittelwertverfahren und Übergewinnverfahren.<sup>102</sup>

---

<sup>93</sup> Vgl. *Becker* (2016), S. 76.

<sup>94</sup> Vgl. *Mandl / Rabel* (2015), S. 85.

<sup>95</sup> Vgl. *Moxter* (1983), S. 41.

<sup>96</sup> Vgl. *Helbling* (2005), S. 411.

<sup>97</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 203.

<sup>98</sup> Vgl. *Ihlau / Duscha* (2015), S. 816-817.

<sup>99</sup> Vgl. *Sieben / Maltry* (2015), S. 767-780.

<sup>100</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry* (2006), S. 43.

<sup>101</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 204.

<sup>102</sup> Vgl. *Hölscher / Helms* (2018), S. 245.

### *Mittelwertverfahren*

Bei Mittelwertverfahren errechnet sich der Unternehmenswert im einfachsten Fall als arithmetisches Mittel aus Substanzwert und Ertragswert. Dies kann als Versuch gewertet werden, die Unzulänglichkeiten des Substanzwertes auszugleichen. Variationen des Mittelwertverfahrens können darin bestehen, Substanzwert und Ertragswert unterschiedlich zu gewichten.<sup>103</sup> Angewendet werden Mittelwertverfahren z. B. im österreichischen Steuerrecht.<sup>104</sup>

### *Übergewinnverfahren*

Bei einfachen Übergewinnverfahren setzt sich der Unternehmenswert aus dem Substanzwert und dem Barwert der Übergewinne zusammen.<sup>105</sup> Übergewinnverfahren liegt die Annahme zu Grunde, dass ein Unternehmen zeitlich begrenzt Übergewinne erwirtschaften kann, die über die Normalverzinsung des eingesetzten Kapitals hinausgehen. Erklärungen können außergewöhnliche unternehmerische Leistungen oder Monopolstellungen sein.<sup>106</sup> Zu den Übergewinnverfahren kann auch das Stuttgarter Verfahren gezählt werden, das bis 2008 im Erbschaftssteuerrecht angewendet wurde.<sup>107</sup>

### **2.2.2.4 Vergleichsverfahren**

Vergleichsverfahren liegt die Herangehensweise zu Grunde, den Wert eines Unternehmens auf Basis der Unternehmenswerte vergleichbarer Unternehmen zu bestimmen. Dabei werden Verhältniszahlen (Multiplikatoren) ermittelt, die auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden, um den Unternehmenswert zu approximieren.<sup>108</sup>

Multiplikatoren können an Hand ausgewählter Vergleichsunternehmen (Comparative Company Approach) ermittelt werden oder als Daumenregeln zum Einsatz kommen.<sup>109</sup> Der Comparative Company Approach setzt die Bildung einer repräsentativen Peer Group voraus und umfasst mehrere Schritte. Zuerst sind Unternehmen zu identifizieren, deren Zahlungsströme an die Eigentümer den zu bewertenden Unternehmen möglichst ähnlich sind. Relevant sind die zeitliche Struktur, die Höhe und das Risiko der Zahlungsströme.<sup>110</sup> Äußere Eigenschaften können als Indiz für die Zahlungsströme eines Unternehmens verwendet werden. Dabei werden z. B. die Branchenzugehörigkeit, das Geschäftsmodell, die

---

<sup>103</sup> Vgl. Moxter (1983), S. 56.

<sup>104</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 89.

<sup>105</sup> Vgl. Moxter (1983), S. 56 f.

<sup>106</sup> Vgl. Kuhner / Maltry (2006), S. 272 f.

<sup>107</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 7 f.

<sup>108</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2016), S. 212.

<sup>109</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 81-85.

<sup>110</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2016), S. 214.

Unternehmensgröße, die Kapitalstruktur, die Wachstumsraten oder der Reifegrad von Unternehmen betrachtet. Anschließend werden bewertungsrelevante Informationen der Peer-Group-Unternehmen zusammengetragen und aufbereitet. Die ermittelten Multiplikatoren können auf das zu bewertende Unternehmen übertragen und der Unternehmenswert geschätzt werden.<sup>111</sup>

In der Praxis werden auf die Bildung einer unternehmensindividuellen Peer Group häufig verzichtet und werden Daumenregeln eingesetzt.<sup>112</sup> Daumenregeln funktionieren nach dem gleichen Prinzip wie der Comparative Company Approach – mit dem Unterschied, dass Vergleichsunternehmen nicht auf Grundlage mehrerer Selektionskriterien, sondern nach einem wertbestimmenden Kriterium ausgewählt werden. In der Regel werden Branchen-Multiplikatoren eingesetzt. Das bedeutet, dass Multiplikatoren für Unternehmen einer Branche ermittelt und angewendet werden.<sup>113</sup>

Als Referenzwerte können Transaktionspreise, Emissionspreise oder Marktkapitalisierungen dienen. Transaktionspreise sind realisierte Kaufpreise, die bei vollständigen Übernahmen von Unternehmen oder beim Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen bezahlt wurden.<sup>114</sup> Emissionspreise werden von Unternehmen erlöst, die neu am Kapitalmarkt gelistet werden (Initial Public Offering (IPO)). Die Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen ergibt sich aus der Anzahl ausgegebener Aktien und dem Preis, mit dem eine Aktie am Kapitalmarkt gehandelt wird.<sup>115</sup> Außerdem ist zu beachten, dass Multiplikatoren auf den Marktwert des Eigenkapitals (Equity-Value-Multiplikatoren) oder den Gesamtwert eines Unternehmens (Entity-Value-Multiplikatoren) überleiten können. Die Referenzwerte können in Relation zu unterschiedlichen Bezugsgrößen (z. B. Umsatz oder Gewinn) gesetzt werden.<sup>116</sup>

### **3 Bewertung von Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand**

#### **3.1 Unternehmensbewertung im Stiftungskontext**

In den voranstehenden Kapiteln wird der Bezugsrahmen zum Stiftungswesen in Deutschland und zur Unternehmensbewertung gesetzt. Im Folgenden wird diskutiert, inwieweit die vorgestellten Bewertungsverfahren für eine Bewertung von Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand geeignet sind.

---

<sup>111</sup> Vgl. *Löhnert / Böckmann* (2015), S. 797.

<sup>112</sup> Vgl. *Obermeier / Gasper* (2008), S. 166.

<sup>113</sup> Vgl. *Mandl / Rabel* (2015), S. 84 f.

<sup>114</sup> Vgl. *Löhnert / Böckmann* (2015), S. 791-793.

<sup>115</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry* (2006), S. 267.

<sup>116</sup> Vgl. *Mandl / Rabel* (2015), S. 81.

### 3.1.1 Bewertungskalkül

Vor dem Hintergrund des Zweckadäquanzprinzips, das in Kapitel 2.2.1 vorgestellt wird, stellt sich die Frage nach dem Bewertungszweck in der vorliegenden Arbeit. Ziel ist es, den Wert der Unternehmensbeteiligungen großer gemeinwohlorientierter Stiftungen aus externer Perspektive zu bestimmen, um Transparenz zu schaffen und generelle Aussagen zur Bewertung von Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand abzuleiten. Eine entscheidungsorientierte Bewertung liegt nicht vor. Zielgröße ist der Marktwert der Unternehmensbeteiligungen. Wertbestimmend sind die künftigen Erfolgspotentiale, die ein Unternehmen erwartungsgemäß realisieren wird, wenn es auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzeptes fortgeführt werden würde.<sup>117</sup>

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass der Marktwert eines Unternehmens nicht mit dem potentiellen Marktpreis übereinstimmen muss. Wird ein Unternehmen oder eine Mehrheitsbeteiligung veräußert, wird regelmäßig ein Aufschlag für die Kontrollübernahme (Kontrollprämie) bezahlt.<sup>118</sup> Gründe können strategische Überlegungen, Verbundeffekte, Rationalisierungspotentiale oder Anlagedruck institutioneller Investoren sein.<sup>119</sup>

### 3.1.2 Eignung der Bewertungsverfahren

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob alle Bewertungsverfahren gleichermaßen dazu geeignet sind, den Marktwert von Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand aus externer Perspektive zu ermitteln. Im Folgenden wird die Eignung der Verfahren diskutiert.

#### 3.1.2.1 Gesamtbewertungsverfahren

##### *Dividendendiskontierungsmodell*

Dem DDM liegt eine ausschüttungsorientierte Sichtweise zu Grunde. Über den Wert eines Unternehmens entscheiden alleine die Ausschüttungen, die den Eigentümern erwartungsgemäß in Zukunft zufließen werden. Generell ist eine zukunftsorientierte Bewertung zu befürworten.<sup>120</sup> Die Anwendung des DDM setzt aber voraus, dass die künftigen Dividenden eines Unternehmens detailliert prognostiziert werden können.<sup>121</sup>

Im Kontext der vorliegenden Arbeit gestaltet sich eine Prognose zum künftigen Ausschüttungsverhalten der Unternehmen schwierig. Stiftungstragere Unternehmen

---

<sup>117</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 55 f.

<sup>118</sup> Vgl. Franke (2009), S. 34 f.

<sup>119</sup> Vgl. Löhnert / Böckmann (2015), S. 791-793.

<sup>120</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2016), S. 8 f.

<sup>121</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 172.

schütten im Vergleich zu Unternehmen mit persönlichen Eigentümern regelmäßig einen geringeren Anteil ihres Jahresüberschusses aus.<sup>122</sup> Wie in Kapitel 2.2.2.1 dargelegt, wirkt sich das Ausschüttungsverhalten eines Unternehmens theoretisch nicht auf den Unternehmenswert aus. Thesaurierte Gewinne verbleiben im Unternehmen und können für Investitionen genutzt werden, die höhere künftige Dividenden erwarten lassen.<sup>123</sup> Eine verlässliche Einschätzung dazu, ab welchem Zeitpunkt die Ausschüttungen der stiftungsgetragenen Unternehmen in welchem Maße ansteigen werden, ist aus externer Perspektive aber kaum möglich.

Das gleiche Problem ergibt sich bei der Anwendung der Gordon-Growth-Formel. Die Formel erfordert eine Schätzung des künftigen Dividendenwachstums. Der Einfluss des Wachstumsfaktors auf den Unternehmenswert ist beträchtlich.<sup>124</sup> Aus externer Perspektive kann ein Wachstumsfaktor, der die Entwicklung des künftigen Ausschüttungsverhaltens der stiftungsgetragenen Unternehmen abbildet, kaum bestimmt werden. Aus diesem Grund erscheint die Anwendung des DDM im Kontext der vorliegenden Arbeit nicht praktikabel.

#### *Discounted Cashflow-Verfahren*

Das DCF-Verfahren baut auf den künftig erwarteten Cashflows eines Unternehmens auf. Vergangenheitsdaten werden zur Orientierung und Plausibilisierung eingesetzt.<sup>125</sup> Damit eignet sich das DCF-Verfahren grundsätzlich für eine Bewertung der stiftungsgetragenen Unternehmen.

Werden einheitliche Prämissen zu Grunde gelegt, führen die verschiedenen Ansätze des DCF-Verfahrens zum gleichen Unternehmenswert.<sup>126</sup> Eine Differenzierung ist nicht vorgesehen. Nichtsdestotrotz wird die Anwendung des Equity-Ansatzes empfohlen, wenn die operative Tätigkeit und die Finanzierung eines Unternehmens untrennbar miteinander verbunden sind. Daher eignet sich der Equity-Ansatz insbesondere für die Bewertung von Banken und Versicherungen.<sup>127</sup> Der APV-Ansatz wird oft zur Bewertung von Unternehmen mit veränderlicher Kapitalstruktur eingesetzt, z. B. im Rahmen von Leveraged Buyouts oder Restrukturierungen.<sup>128</sup> Im Kontext der vorliegenden Arbeit kann keine besondere Relevanz eines einzelnen Verfahrens festgestellt werden. Im weiteren Verlauf wird daher mit dem

---

<sup>122</sup> Vgl. Franke (2018), S. 84; Herrmann (1996), S. 184 f.

<sup>123</sup> Vgl. Spremann / Ernst (2011), S. 56 f.

<sup>124</sup> Vgl. Mondello (2017), S. 170 f.

<sup>125</sup> Vgl. Copeland et al. (2002), S. 12.

<sup>126</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2016), S. 199.

<sup>127</sup> Vgl. Copeland et al. (2002), S. 171, 194.

<sup>128</sup> Vgl. Pettit / Ferris (2013), S. 135.



Entity-Ansatz auf Basis der Free Cashflows die Methode diskutiert, die in der Bewertungspraxis am häufigsten angewendet wird.<sup>129</sup>

Im Rahmen des Entity-Ansatzes sind die Free Cashflows eines Unternehmens zu prognostizieren. In der internationalen Bewertungspraxis wird regelmäßig von der Hypothese einer Vollauszahlung ausgegangen.<sup>130</sup> Damit wird die Annahme getroffen, dass der Free Cashflow, den ein Unternehmen in einer Periode erwirtschaftet, an die Kapitalgeber ausgeschüttet wird. Im Gegensatz zum DDM orientiert sich das DCF-Verfahren damit nicht an der tatsächlichen Verwendung und Verteilung des Wirtschaftsergebnisses, sondern an dessen Entstehung.<sup>131</sup> Vor dem Hintergrund, dass eine detaillierte Planung des Ausschüttungsverhaltens der stiftungsgetragenen Unternehmen aus externer Perspektive kaum möglich ist, erscheint es zweckmäßig, der Modellüberlegung einer Vollauszahlung zu folgen. Ein allgemein betonter Vorteil des DCF-Verfahrens liegt darin, dass bei der Prognose Synergieeffekte und effizienzsteigernde Maßnahmen abgebildet werden können.<sup>132</sup> Im Kontext der vorliegenden Untersuchung spielt dies jedoch keine Rolle, weil keine entscheidungsorientierte Bewertung vorliegt.

Für eine Diskontierung der Free Cashflows ist der WACC eines Unternehmens zu ermitteln. Dem CAPM liegen restriktive Annahmen zu Grunde, weswegen es vielfach kritisch gesehen wird.<sup>133</sup> Prämissen sind u. a. die Vollkommenheit des Kapitalmarkts, homogene Renditeerwartungen der Investoren und die Existenz einer risikofreien Anlage.<sup>134</sup> Im Kontext des Stiftungswesens können die Vorbehalte, die in der Literatur geäußert werden, nicht ausgeräumt werden. Gleichzeitig ist festzuhalten, dass weder in der Theorie noch in der Praxis ein überzeugendes Alternativkonzept entwickelt werden konnte.<sup>135</sup>

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, den Marktwert von Unternehmensbeteiligungen zu schätzen. Vor diesem Hintergrund erscheint es zweckmäßig, die Eigenkapitalkosten der Unternehmen mit Hilfe eines kapitalmarkttheoretischen Modells abzuleiten. Das CAPM geht von der Börsennotierung eines Unternehmens aus.<sup>136</sup> Im Stiftungskontext ergibt sich das Problem, dass die Anteile vieler Unternehmen vollständig von Stiftungen gehalten und nicht am Kapitalmarkt gehandelt werden. In praxi wird für nicht-börsennotierte Unternehmen eine Gruppe vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Peer Group) gebildet, der Beta-Faktor ermittelt und auf das Unternehmen übertragen.<sup>137</sup> Diese Herangehensweise empfiehlt sich

---

<sup>129</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 68.

<sup>130</sup> Vgl. Schultze (2003), S. 95-98.

<sup>131</sup> Vgl. Spremann (2010), S. 145 f.

<sup>132</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 103.

<sup>133</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2016), S. 104-112; Hering (2014), S. 215 f.

<sup>134</sup> Vgl. Kruschwitz (2014), S. 367.

<sup>135</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 71 f.

<sup>136</sup> Vgl. Schredelseker (2013), S. 332.

<sup>137</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 66.

auch im Rahmen der vorliegenden Arbeit. Damit wird auf Parameter Bezug genommen, die durch den Kapitalmarkt objektiviert sind.<sup>138</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das DCF-Verfahren eine theoriekonsistente Lösung des Bewertungsproblems ermöglicht. Die besondere Relevanz eines bestimmten Ansatzes des DCF-Verfahrens kann im Stiftungskontext nicht festgestellt werden. Im Rahmen der Untersuchung wird daher der in praxi am häufigsten verwendete Entity-Ansatz auf Basis der Free Cashflows angewendet. Die Übernahme einer Vollausszahlungshypothese und die kapitalmarkttheoretische Ableitung der Eigenkapitalkosten erscheinen angesichts der Zielsetzung der vorliegenden Arbeit zweckmäßig.

### *Ertragswertverfahren*

Ertragswertverfahren entsprechen im Grundsatz dem Equity-Ansatz des DCF-Verfahrens.<sup>139</sup> In der Praxis gibt es mit dem vereinfachten Ertragswertverfahren ein Bewertungsverfahren, das der Gesetzgeber kodifiziert hat, um eine Bewertung für erbschafts- oder schenkungssteuerrelevante Sachverhalte bei geringem Bewertungsaufwand zu ermöglichen (§§ 199-203 BewG). Das Verfahren kann ergänzend zum DCF-Verfahren für eine Bewertung im Rahmen der vorliegenden Arbeit in Frage kommen, wenn der Verlust an Aussagefähigkeit durch die Reduktion der Bewertungskomplexität überkompensiert wird.

Auf aufwendige Prognosen zur künftigen Ertragsentwicklung eines Unternehmens wird verzichtet. Stattdessen bilden die Jahresüberschüsse der vergangenen drei Geschäftsjahre den Ausgangspunkt für die Berechnung des vereinfachten Ertragswertes (§ 201 BewG). Der Gesetzgeber versucht die Problematik zu umgehen, dass Prognosen subjektiv sind und unter Unsicherheit erfolgen.<sup>140</sup> Aus bewertungstheoretischer Perspektive wirft das Vorgehen Fragen auf. Über den Wert eines Unternehmens entscheiden die künftigen Erfolgspotentiale, nicht die Ertragslage der Vergangenheit.<sup>141</sup>

Im Kontext der vorliegenden Arbeit ergeben sich weitere Probleme. Wie bereits dargelegt, erscheint die Vollausschüttungshypothese bei stiftungsgetragenen Unternehmen eher unrealistisch. Die Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens setzt grundsätzlich die Verfügbarkeit umfangreicher interner Informationen voraus, um die Modifikationen der Jahresüberschüsse vornehmen zu können. Möglicherweise kann aus externer Perspektive der Jahresüberschuss herangezogen und um Ertragssteuern erhöht werden. Die übrigen Modifikationen, die das vereinfachte Ertragswertverfahren vorsieht, sind im Rahmen der

---

<sup>138</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 71 f.

<sup>139</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 9.

<sup>140</sup> Vgl. Seltenreich (2009), S. 106.

<sup>141</sup> Vgl. Drukarczyk / Schüler (2016), S. 7.

vorliegenden Arbeit nicht durchführbar. Von Vorteil ist, dass das Verfahren durch den Steuergesetzgeber bzw. der Jahresüberschuss durch die Rechnungslegung objektiviert ist. Gleichwohl ergeben sich bei der Periodisierung von Aufwendungen und Erträgen bilanzpolitische Spielräume.<sup>142</sup>

Die Kapitalkosten eines Unternehmens werden im vereinfachten Ertragswertverfahren durch einen pauschalen Kapitalisierungsfaktor abgebildet, der durch den Gesetzgeber veröffentlicht wird (§ 200 Abs. 1 BewG). Alternativ lässt sich der Kapitalisierungsfaktor auch als Kehrwert eines Kapitalisierungszinssatzes darstellen. Mathematisch kann der vereinfachte Ertragswert in diesem Fall als ewige Rente berechnet werden.<sup>143</sup> Generell wie auch im Stiftungskontext ist die Verwendung eines pauschalen Kapitalisierungsfaktors kritisch zu sehen. Das spezifische Risiko eines Unternehmens wird unzureichend erfasst.<sup>144</sup>

Insgesamt wird deutlich, dass die Konzeption des vereinfachten Ertragswertverfahrens Fragen aufwirft. Im Vergleich zum DCF-Verfahren ist der vereinfachte Ertragswert aber relativ einfach und schnell zu ermitteln. Möglicherweise eignet sich das Verfahren für überschlägige Wertermittlung. Um die Praktikabilität beurteilen zu können, wird das vereinfachte Ertragswertverfahren im praktischen Teil der Arbeit angewendet und weiter untersucht.

### **3.1.2.2 Einzelbewertungsverfahren**

#### *Liquidationswertverfahren*

Der Liquidationswert eines Unternehmens entfaltet nur in Ausnahmefällen Relevanz. Ein Liquidationswert wird z. B. bei der Bewertung ertragsschwacher Unternehmen oder des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens herangezogen. Manchmal wird der Liquidationswert auch als Wertuntergrenze im Rahmen einer entscheidungsorientierten Bewertung ermittelt.<sup>145</sup> Im Kontext des Stiftungswesens kommt dem Liquidationswert keine besondere Bedeutung zu. Der Wertkonzeption, die der vorliegenden Arbeit zu Grunde liegt, entspricht der Liquidationswert nicht.

#### *Substanzwertverfahren*

Das Konzept eines Substanzwertes wirft nicht nur im Stiftungskontext, sondern auch im Allgemeinen Fragen auf. Moderne Bewertungsverfahren stellen auf die Zahlungsüberschüsse von Unternehmen ab.<sup>146</sup> Das theoretische Konstrukt eines Reproduktionswertes scheitert

---

<sup>142</sup> Vgl. *Seltenreich* (2009), S. 106.

<sup>143</sup> Vgl. *Drukarczyk / Schüler* (2016), S. 7.

<sup>144</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 185 f.

<sup>145</sup> Vgl. *Ihla / Duscha* (2015), S. 809.

<sup>146</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 204.

daran, dass Verbundeffekte und Geschäftswertfaktoren (z. B. Unternehmensorganisation, Standorte, Kundenbeziehungen, Mitarbeiterqualität) nicht eindeutig identifiziert und einzeln quantifiziert werden können. Im Regelfall tragen solche Faktoren entscheidend zum Unternehmenserfolg bei.<sup>147</sup> Ein Bewertungsverfahren, das Verbundeffekte und Geschäftswertfaktoren vollständig vernachlässigt, ist wenig aussagefähig.

### **3.1.2.3 Mischverfahren**

#### *Mittelwertverfahren*

Mittelwertverfahren basieren auf dem Substanzwert eines Unternehmens. Damit gelten die Schwächen, die das Substanzwertverfahren mit sich bringt, auch für Mittelwertverfahren. Die Unzulänglichkeiten können auch durch die Berücksichtigung eines Ertragswertes nicht ausgeglichen werden.<sup>148</sup> Aus konzeptioneller Sicht sind Mittelwertverfahren daher abzulehnen.<sup>149</sup>

#### *Übergewinnverfahren*

Genauso wenig sind Übergewinnverfahren für eine Bewertung im Rahmen der vorliegenden Arbeit geeignet. Die Unzulänglichkeit des Substanzwertes kann durch einen prognostizierten Ertragswert nicht vollständig ausgeglichen werden.<sup>150</sup> Im Kontext der vorliegenden Arbeit überzeugen die Verfahren weder in Hinblick auf ihre Aussagekraft noch im Bezug auf den mit der Anwendung verbundenen Aufwand.

### **3.1.2.4 Vergleichsverfahren**

Vergleichsverfahren leiten den Wert eines Unternehmens aus den Unternehmenswerten einer Peer Group ab. In der Literatur stehen Multiplikatoren aus diesem Grund in der Kritik.<sup>151</sup> Der Vergleich von Unternehmen impliziert, dass Unternehmen homogen sind. Unternehmen können sich aber in der zeitlichen Struktur, der Höhe und dem Risiko der Zahlungsströme an die Eigentümer unterscheiden. Insofern stellt sich die Frage, inwieweit Unternehmenswerte überhaupt voneinander abgeleitet werden können.<sup>152</sup> Dieser Kritikpunkt bleibt auch im Kontext des Stiftungswesens bestehen.

---

<sup>147</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 86-88.

<sup>148</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 6.

<sup>149</sup> Vgl. Hölscher / Helms (2018), S. 245.

<sup>150</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 6f.

<sup>151</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 80 f.

<sup>152</sup> Vgl. Ballwieser (2012), S. 10-12.

In der Konsequenz wird ein weiterer Kritikpunkt geäußert. Bei der Verwendung von Multiplikatoren wird kein individuelles Bewertungskalkül angelegt, mit dem die Möglichkeiten und Einschätzungen eines Investors berücksichtigt werden können. Daher eignen sich Vergleichsverfahren nicht für die Ermittlung von subjektiven Entscheidungswerten.<sup>153</sup> Wie bereits erläutert, liegt in der vorliegenden Arbeit aber keine entscheidungsorientierte Bewertung vor. Ziel ist es, den Marktwert von Unternehmensbeteiligungen aus Sicht des Kapitalmarkts zu schätzen. Dass individuelle Werteinschätzungen nicht abgebildet werden, ist in diesem Zusammenhang vorteilhaft zu beurteilen. Vor diesem Hintergrund wird im Weiteren diskutiert, welche Art von Multiplikatoren im Rahmen der vorliegenden Arbeit zum Einsatz kommen kann.

Abzuwägen ist, ob eine unternehmensindividuelle Peer Group gebildet (Comparative Company Approach) oder auf Branchen-Multiplikatoren zurückgegriffen wird. Die allgemein betonten Stärken der Vergleichsverfahren liegen in der Reduzierung der Bewertungskomplexität und der Steigerung der Bewertungsgeschwindigkeit.<sup>154</sup> Die Zusammenstellung einer Peer Group ist mit einem hohen Bewertungsaufwand verbunden. Daher stellt sich die Frage, welchen Mehrwert ein verkürztes Bewertungskalkül im Vergleich zum DCF-Verfahren bietet, wenn der Bewertungsaufwand nicht signifikant geringer ist.<sup>155</sup> Insofern empfiehlt sich die Anwendung von Branchen-Multiplikatoren.

Außerdem ist zu entscheiden, ob Transaktionspreise, Emissionspreise oder Marktkapitalisierungen als Referenzwerte herangezogen werden.<sup>156</sup> Kontrollprämien können dazu führen, dass Transaktionspreise entrichtet werden, die über den Marktwerten von Unternehmen liegen.<sup>157</sup> Der Markt für Unternehmenstransaktionen ist relativ intransparent. Sind Informationen über die Preise von Transaktionen verfügbar, besteht meist eine zeitliche Lücke zwischen Transaktionszeitpunkt und Bewertungsstichtag.<sup>158</sup> Aus diesen Gründen sind Multiplikatoren auf Basis von Transaktionspreisen für die Bewertung in der vorliegenden Arbeit eher ungeeignet. Bei Emissionspreisen gestaltet sich die Zusammenstellung einer fundierten Peer Group, die aus einer ausreichend großen Anzahl vergleichbarer Unternehmen besteht, eher schwierig.<sup>159</sup> Daher sind auch Emissionspreise als Referenzwerte in der Untersuchung abzulehnen.

---

<sup>153</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 220 f.

<sup>154</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry* (2006), S. 269 f.

<sup>155</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 220.

<sup>156</sup> Vgl. *Mandl / Rabel* (2015), S. 82 f.

<sup>157</sup> Vgl. *Löhnert / Böckmann* (2015), S. 791-793.

<sup>158</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 194 f.

<sup>159</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry* (2006), S. 267.

In Bezug auf die Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen ist zu konstatieren, dass am Kapitalmarkt im Allgemeinen marginale Anteile von Unternehmen gehandelt werden. Die Werteschätzungen einzelner Investoren spielen daher tendenziell eine untergeordnete Rolle.<sup>160</sup> Im Gegensatz zu Transaktions- oder Emissionspreisen steht eine weitaus größere Anzahl an Vergleichsunternehmen zur Verfügung. Dabei wird auf Unternehmenswerte Bezug genommen, die durch den Kapitalmarkt objektiviert sind. Risiken werden normiert.<sup>161</sup> Die Marktkapitalisierung gelisteter Unternehmen kann tagesaktuell abgerufen werden. Zu bedenken ist, dass der Kapitalmarkt von vielen Faktoren beeinflusst wird, die mit dem fundamentalen Wert eines Unternehmens nicht in Verbindung stehen müssen. Die Qualität der Bewertungsergebnisse hängt von der Effizienz des Kapitalmarkts ab.<sup>162</sup> Insgesamt erscheinen Multiplikatoren, die sich auf die Marktkapitalisierung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen beziehen, am ehesten für eine Bewertung im Kontext der Arbeit geeignet zu sein.

Ein Multiplikator, mit dem der Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value) eines Unternehmens ermittelt werden kann, ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Vernachlässigt wird dabei die Erkenntnis, dass die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens durch Verschuldung beeinflusst werden.<sup>163</sup> Mit der Anwendung von Entity-Value-Multiplikatoren kann diese Problematik vermieden werden. Im Stiftungskontext ergibt sich hierbei eine besondere Relevanz. Stiftungstragende Unternehmen sind regelmäßig geringer verschuldet als vergleichbare Unternehmen mit persönlichen Eigentümern.<sup>164</sup> Vor diesem Hintergrund empfiehlt sich die Verwendung von Entity-Value-Multiplikatoren.

Als Bezugsgrößen für Entity-Value-Multiplikatoren dienen in der Regel Umsatz oder Gewinn. Multiplikatoren auf Umsatzbasis bieten sich an, wenn Gewinngrößen unbekannt sind oder Unternehmen bewertet werden, die Verluste schreiben.<sup>165</sup> Im Stiftungskontext kommt Umsatz-Multiplikatoren keine besondere Bedeutung zu. Die Ertragskraft eines Unternehmens ist der wichtigste Werttreiber für den Unternehmenswert.<sup>166</sup> Wenn möglich, wird daher auf Gewinngrößen Bezug genommen. Gängig ist die Bezugnahme auf die Größen Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) und Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA). Beide Größen bilden die Profitabilität eines Unternehmens ab und werden vor Zinsen und Steuern ausgewiesen. Damit sind entsprechende Multiplikatoren verschuldungsgradunabhängig, was im Kontext des Stiftungswesens – wie eingangs

---

<sup>160</sup> Vgl. Mandl / Rabel (2015), S. 82.

<sup>161</sup> Vgl. Moxter (1983), S. 135-137.

<sup>162</sup> Vgl. Seppelfricke (2007), S. 7 f.

<sup>163</sup> Vgl. Löhnert / Böckmann (2015), S. 794.

<sup>164</sup> Vgl. Herrmann (1996), S. 185 f.

<sup>165</sup> Vgl. Löhnert / Böckmann (2015), S. 795.

<sup>166</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 214.

beschrieben – zu befürworten ist. Im EBIT werden die Abschreibungen eines Unternehmens berücksichtigt, im EBITDA nicht. Abschreibungen weisen auf die Kapitalintensität der Produktion bzw. Reinvestitionserfordernisse hin, können durch Rechnungslegungsvorschriften aber verzerrt werden.<sup>167</sup> Bei der Bewertung von stiftungsgetragenen Unternehmen ergibt sich für keine der beiden Größen eine besondere Relevanz. Im Rahmen der Untersuchung werden EBIT-Multiplikatoren eingesetzt, um die Kapitalintensität der Produktion berücksichtigen zu können.

Abschließend ist festzuhalten, dass der generelle Vorbehalt gegenüber Vergleichsverfahren, ungeeignet für die Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte zu sein, in der vorliegenden Arbeit keine Rolle spielt. Geschätzt werden soll der Marktwert von Unternehmensbeteiligungen. Vor diesem Hintergrund scheinen marktbasierende Multiplikatoren besonders geeignet für eine überschlägige Wertermittlung. Es empfiehlt sich die Anwendung von Entity-Value-Multiplikatoren auf Basis von Marktkapitalisierungen. Im Rahmen der Untersuchung werden die Ergebnisse der Multiplikator-Bewertung den Resultaten der DCF-Bewertung und den vereinfachten Ertragswerten gegenübergestellt, um die Praktikabilität der Verfahren beurteilen zu können.

### **3.1.3 Trennung von Kapital und Stimmrecht**

Eine Besonderheit im Stiftungswesen liegt darin, dass die Beteiligungen, die Stiftungen an Unternehmen halten, häufig ohne Stimmrecht ausgestattet sind.<sup>168</sup> Im Kontext der vorliegenden Arbeit stellt sich die Frage, inwieweit eine Trennung von Kapital und Stimmrecht bei einer Bewertung zu berücksichtigen ist.

Das Stimmrecht und das Recht auf Beteiligung am Unternehmensgewinn gehören zu den zentralen Rechten eines Anteilseigners.<sup>169</sup> Unter dem Stimmrecht ist das Recht auf Stimmabgabe im Rahmen der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft (AG) (§ 118 Aktiengesetz (AktG)) bzw. auf der Gesellschafterversammlung einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) zu verstehen (§ 48 GmbH-Gesetz (GmbHG)). Im Rahmen der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft kann z. B. über Satzungsentscheidungen wie die Bestellung und Abberufung der Mitglieder des Aufsichtsrates und die Verwendung des Bilanzgewinns entschieden werden (§ 119 I AktG). Die Gesellschafterversammlung ist das oberste beschließende Organ einer GmbH. Soweit nicht durch Gesetz oder Satzung etwas

---

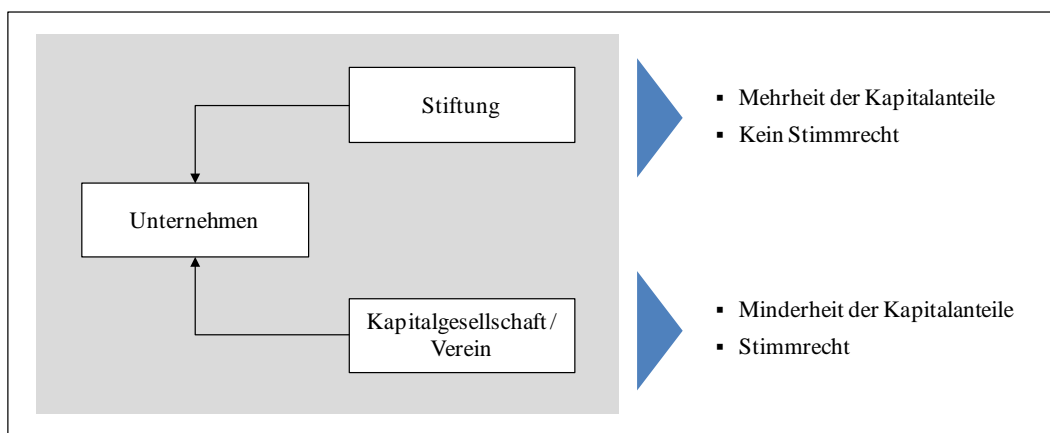
<sup>167</sup> Vgl. *Löhnert / Böckmann* (2015), S. 795.

<sup>168</sup> Vgl. *Eulerich / Welge* (2011), S. 31 f.

<sup>169</sup> Vgl. *Wöhe / Döring* (2013), S. 253.

anderes festgelegt wird, erstreckt sich die Zuständigkeit der Gesellschafterversammlung auf alle Angelegenheiten einer GmbH (§ 45 GmbHG).

Viele Stiftungen sind formal Inhaber von Unternehmensbeteiligungen, verfügen aber über kein Stimmrecht am Unternehmen. Dieses liegt oftmals bei einer eigens hierfür gegründeten Gesellschaft, die nur einen minimalen Kapitalanteil hält und die Geschäftsleitung des Unternehmens unabhängig von der Stiftung überwachen und koordinieren soll.<sup>170</sup> Abb. 5 zeigt beispielhaft, wie eine solche Konstellation gestaltet sein kann. Unter Governance-Gesichtspunkten kann eine Trennung von Kapital und Stimmrecht kritisch gesehen werden.<sup>171</sup> Im Rahmen der Bewertung stellt sich die Frage, ob stimmrechtslose Beteiligungen in Stiftungshand anders zu bewerten sind als stimmberechtigte Beteiligungen.



**Abb. 5: Trennung von Kapital und Stimmrecht**

Quelle: Eigene Darstellung

Einen Anknüpfungspunkt zur Beantwortung dieser Frage bietet der Kapitalmarkt. Die Mitgliedschaft in einer Aktiengesellschaft kann in Form von Stammaktien oder Vorzugsaktien verbrieft werden (§ 139 AktG). Vorzugsaktien sind mit besonderen Rechten verbunden – z. B. mit einem auf die Aktie vorweg entfallenden Gewinnanteil (Vorabdividende) oder einem erhöhten Gewinnanteil (Mehrdividende) (§ 139 Abs. 1 S. 2 AktG). Im Gegenzug sind Vorzugsaktien grundsätzlich nicht mit Stimmrecht ausgestattet.<sup>172</sup> Der Wert börsennotierter Aktien kommt im Aktienkurs zum Ausdruck.<sup>173</sup> Der Aktienkurs stimmrechtsloser Vorzugsaktien, die am Kapitalmarkt gehandelt werden, kann im Vergleich zum Kurs entsprechender stimmberechtigter Stammaktien Aufschluss darüber geben, wie fehlende Stimmberechtigung seitens des Kapitalmarkts bewertet wird.

<sup>170</sup> Vgl. *Strachwitz* (2018), S. 30.

<sup>171</sup> Vgl. *Bott* (2002), S. 74.

<sup>172</sup> Unter bestimmten Voraussetzungen kann das Stimmrecht stimmrechtsloser Vorzugsaktien aufleben. Vgl. hierzu *Jannott / Hagemann* (2017), S. 51 f.

<sup>173</sup> Vgl. *Bösch* (2016), S. 104.



Werden beide Aktiengattungen am Kapitalmarkt gehandelt, sind regelmäßig Preisdifferenzen festzustellen. In einer Erhebung für den deutschen Aktienmarkt wurden Aktienkurse zwischen 1988 und 1997 ausgewertet. Stimmrechtslose Vorzugsaktien wurden im Vergleich zu stimmberechtigten Stammaktien mit einem durchschnittlichen Preisabschlag in der Größenordnung von 25% gehandelt, obwohl Vorzugsaktien gewöhnlich zu einer höheren Gewinnbeteiligung berechtigen.<sup>174</sup> Auch wenn die Rahmenbedingungen der untersuchten Unternehmen (z. B. im Hinblick auf die Verteilung des Stimmrechts und die Ausgestaltung der Vorzüge) nicht im Einzelnen betrachtet werden, zeigt die Erhebung auf, dass sich das Fehlen des Stimmrechts nachteilig auf den Wert eines Unternehmensanteils auswirkt. Damit liegt die Schlussfolgerung nahe, bei der Bewertung von Unternehmensbeteiligungen, die ohne Stimmrechte ausgestattet sind, einen Abschlag in mindestens gleicher Höhe vorzunehmen.

Aus bewertungstheoretischer Perspektive ist ein Abschlag nur dann zu rechtfertigen, wenn das Fehlen des Stimmrechts einen Einfluss auf die Zahlungsströme hat, die eine Stiftung aus einer Unternehmensbeteiligung erwarten kann.<sup>175</sup> Insofern ist die Frage zu beantworten, ob die Zahlungsströme bei Verfügung über das Stimmrecht höher bzw. niedriger ausfallen würden als bei einer Konstellation ohne Stimmrecht.

Mit dem Stimmrecht an einem Unternehmen könnte eine Stiftung, die an einer Aktiengesellschaft beteiligt ist, Einfluss auf die Verwendung des Bilanzgewinns nehmen (§ 119 I AktG). Wie in Kapitel 2.2.2.1 erläutert, wird der Wert einer Beteiligung generell nicht durch das Ausschüttungsverhalten eines Unternehmens beeinflusst.<sup>176</sup> Aus einer möglichen Einflussnahme auf die Verwendung des Bilanzgewinns kann daher kein finanzieller Vorteil begründet werden. Die Gesellschaft, bei der das Stimmrecht liegt, soll von „kompetenten und erfahrenen Personen mit Industrieb Hintergrund“ geleitet werden.<sup>177</sup> Dahinter steht die Überlegung, dass ein solches Gremium am ehesten dazu befähigt ist, den langfristigen Unternehmenserfolg sicherzustellen. Fraglich ist, ob eine gemeinnützige Stiftung besser für die Ausübung des Stimmrechts geeignet wäre bzw. Entscheidungen treffen würde, die höhere Zahlungsströme erwarten ließen. Damit wird deutlich, dass sich aus dem Fehlen des Stimmrechts nicht zwangsläufig ein finanzieller Nachteil für eine Stiftung ergeben muss.

Ohnehin kann die Frage gestellt werden, ob überhaupt eine Änderung der Ausschüttungspolitik oder personelle Veränderungen zu erwarten wären, wenn eine Stiftung über sämtliche Stimmrechte verfügen würde. Es kann die Ansicht vertreten werden, dass die strategischen und personellen Entscheidungen in Einklang mit den Vorstellungen der

---

<sup>174</sup> Vgl. *Pellens / Hillebrandt* (2001), S. 58.

<sup>175</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 8 f.

<sup>176</sup> Vgl. *Schultze* (2003), S. 457-460.

<sup>177</sup> *Mahle* (2017), S. 80 f.

Stiftungen getroffen werden. Möglicherweise wird die Philosophie, den Großteil der Gewinne zu thesaurieren – um die (teilweise bewusst in Kauf genommenen) eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten zu kompensieren, die sich für stiftungsgetragene Unternehmen im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen ergeben – von den Stiftungen entscheidend mitgetragen. Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass aus einer fehlenden Stimmberechtigung im Stiftungswesen nicht per se ein finanzieller Nachteil resultieren muss. Ein pauschaler Wertabschlag bei der Bewertung stimmrechtsloser Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand ist daher nicht zu rechtfertigen.

Damit bleibt die Frage bestehen, wie der Preisabschlag, der bei stimmrechtslosen Vorzugsaktien am Kapitalmarkt festgestellt wird, begründet werden kann. Bei gesellschaftsrechtlichen Vorgängen spielt es an sich keine Rolle, ob Aktien mit oder ohne Stimmrecht ausgestattet sind.<sup>178</sup> Bei einer Kontrollübernahme können sich aber unter bestimmten Voraussetzungen Vermögensvorteile für stimmberechtigte Aktionäre ergeben.<sup>179</sup> Dies kann als Anlass gesehen werden, dass Investoren stimmberechtigte Aktien unter bestimmten Voraussetzungen höher bewerten als stimmrechtslose Aktien.<sup>180</sup> An dieser Stelle tritt ein grundlegender Unterschied zwischen börsennotierten und stiftungsgetragenen Unternehmen zu Tage. Bei Unternehmen, die dauerhaft in der Hand einer Stiftung sind, ist kein Kontrollwechsel zu erwarten. Stimmrechtslose Vorzugsaktien, die am Kapitalmarkt gehandelt werden, sind mit stimmrechtslosen Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand insofern nur bedingt vergleichbar.

### 3.1.4 Fazit

Die theoretische Einordnung der Bewertungsverfahren zeigt, dass sich das DCF-Verfahren für eine Bewertung von Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand anbietet. Das vereinfachte Ertragswertverfahren und Multiplikatoren basieren auf stark verkürzten Bewertungskalkülen, eignen sich möglicherweise aber für eine überschlägige Wertermittlung. Eine abschließende Beurteilung ist mit der Anwendung der Verfahren möglich. Die übrigen Bewertungsverfahren sind aus unterschiedlichen Gründen eher nicht für eine Bewertung im Kontext der vorliegenden Arbeit geeignet.

---

<sup>178</sup> Vgl. *Karami* (2014), S. 81.

<sup>179</sup> Vgl. *Geldmacher* (2000), S. 258 f.

<sup>180</sup> Weitere Ansatzpunkte, wie der Preisabschlag bei Vorzugsaktien erklärt werden kann, liefert *Bak* (2003), S. 276 f.

## 3.2 Aufbau der Untersuchung

Praktikabilität und Ergebnisqualität des DCF-Verfahrens, des vereinfachten Ertragswertverfahrens und des Multiplikator-Verfahrens werden im praktischen Teil der Arbeit untersucht. Zu diesem Zweck werden die Unternehmensbeteiligungen großer gemeinwohlorientierter Stiftungen in Deutschland bewertet. Der Marktwert einer Unternehmensbeteiligung entspricht dem Marktwert des Eigenkapitals aller Anteilseigner eines Unternehmens – multipliziert mit der Anteilsquote des betreffenden Anteilseigners. Im Folgenden werden die Auswahl der Stiftungen, deren Unternehmensbeteiligungen bewertet werden, die Datengrundlage und die Konzeption der Bewertungsverfahren erläutert.

### 3.2.1 Auswahl der Stiftungen

Der *Bundesverband deutscher Stiftungen* veröffentlicht jährlich eine Liste der größten gemeinwohlorientierten Stiftungen in Deutschland.<sup>181</sup> Grundlage ist eine schriftliche Befragung von rund 100 Stiftungen mit bekanntermaßen großem Vermögen oder Ausgaben. Die Liste ist nach Rechtsformen unterteilt. Aufgeführt sind 35 Stiftungen, die privatrechtlich oder als Körperschaften organisiert sind, 13 öffentlich-rechtliche Stiftungen und sieben sogenannte politische Stiftungen. Treuhänderisch verwaltete Stiftungen werden nicht erfasst. Ungeachtet der generellen Problematik von Statistiken im Stiftungswesen eignet sich die Liste des *Bundesverbands deutscher Stiftungen* als Ausgangspunkt, um große gemeinwohlorientierte Stiftungen zu identifizieren, die Unternehmensbeteiligungen halten.<sup>182</sup>

Von den insgesamt 55 Stiftungen sind 14 Stiftungen an Unternehmen beteiligt.<sup>183</sup> Stiftungen, die im Rahmen der Vermögensverwaltung in Anlageklassen wie Aktien oder Private Equity investieren, halten in der Regel marginale Anteile und sind bei dieser Eingrenzung ausgenommen. Die Stiftungen können dahingehend unterschieden werden, ob Beteiligungen an börsennotierten oder nicht-börsennotierten Unternehmen gehalten werden. Neun der 14 Stiftungen sind an börsennotierten Unternehmen beteiligt. In diesen Fällen findet eine Bewertung durch den Kapitalmarkt statt. Die Marktkapitalisierung der Unternehmen kann tagesaktuell abgerufen werden. Mit den Beteiligungsquoten der Stiftungen kann der Verkehrswert der Unternehmensbeteiligungen abgeleitet werden.

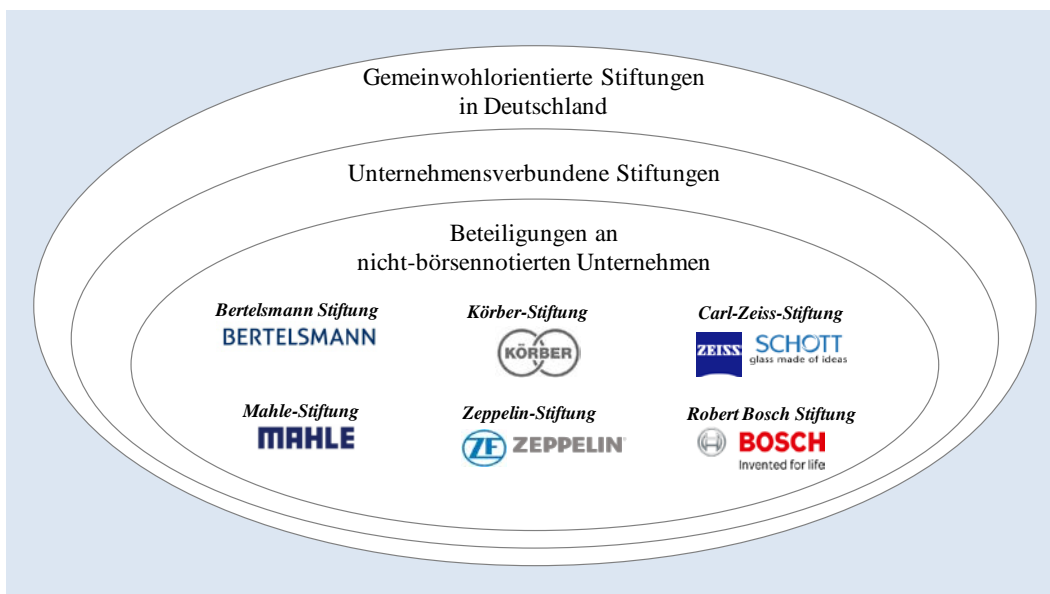
---

<sup>181</sup> Die Liste des *Bundesverbandes deutscher Stiftungen* ist elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.stiftungen.org/stiftungen/zahlen-und-daten/liste-der-groessten-stiftungen.html>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>182</sup> Informationen zur Erstellung der Liste sind elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.stiftungen.org/stiftungen/zahlen-und-daten/liste-der-groessten-stiftungen.html>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>183</sup> Eine Auswertung ist auf Basis der Jahresberichte bzw. Online-Auftritte der Stiftungen möglich.

Fünf Stiftungen halten Beteiligungen an Unternehmen, die nicht börsennotiert sind: Die *Bertelsmann Stiftung* (*Bertelsmann SE & Co. KGaA*), die *Carl-Zeiss-Stiftung* (*Carl Zeiss AG, Schott AG*), die *Körber-Stiftung* (*Körber AG*), die *Mahle-Stiftung GmbH* (*Mahle GmbH*) und die *Robert Bosch Stiftung GmbH* (*Robert Bosch GmbH*). Die *Zeppelin-Stiftung* ist eine nicht-rechtsfähige Stiftung, deren Vermögen treuhänderisch von der Stadt *Friedrichshafen* verwaltet wird. In der Liste des *Bundesverbandes deutscher Stiftungen* wird die *Zeppelin-Stiftung* aus diesem Grund nicht genannt. Die Stiftung ist an den beiden Unternehmen *ZF Friedrichshafen AG* und *Zeppelin GmbH* beteiligt und wird in die Untersuchung miteinbezogen. Insgesamt werden sechs Stiftungen untersucht, die an acht Unternehmen beteiligt sind (Abb. 6).



**Abb. 6: Eingrenzung der untersuchten Stiftungen**  
Quelle: Eigene Darstellung

Die ausgewählten Stiftungen sind zur Hälfte als Stiftungen des bürgerlichen Rechts verfasst. Die andere Hälfte bilden die *Robert Bosch Stiftung GmbH* und die *Mahle-Stiftung GmbH*, die Kapitalgesellschaften sind, sowie die nicht-rechtsfähige *Zeppelin-Stiftung*. Die stiftungstragenden Unternehmen befinden sich vollständig oder überwiegend im Besitz von Stiftungen. Aus den Unternehmensbeteiligungen erhalten die Stiftungen Dividenden, die zur Erfüllung des Stiftungszwecks eingesetzt werden.

Diese Stiftungen eignen sich in zweierlei Hinsicht für die Untersuchung in der vorliegenden Arbeit. Zum einen ist die Wertermittlung für die Unternehmensbeteiligungen der großen gemeinwohlorientierten Stiftungen in Deutschland per se von Interesse. Eine Bewertung schafft Transparenz und bildet die Grundlage für weiterführende Diskussionen. Zum anderen

ermöglicht die Analyse ausgewählter Stiftungen eine exemplarische Anwendung der Bewertungsverfahren und die Ableitung genereller Empfehlungen, die auf eine größere Anzahl an Stiftungen übertragen werden können.

### **3.2.2 Auswahl der Datengrundlage**

Voraussetzung einer Bewertung ist, dass Informationen darüber verfügbar sind, an welchen Unternehmen eine Stiftung beteiligt ist und welcher Quote die Unternehmensbeteiligung entspricht. Zudem sind bewertungsrelevante Informationen zum Unternehmen erforderlich, das bewertet werden soll.

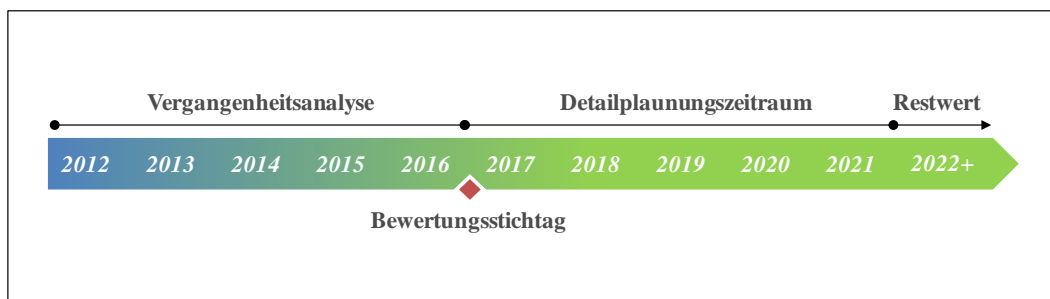
Im Falle der ausgewählten Stiftungen ist allgemein bekannt, an welchen Unternehmen die Stiftungen beteiligt sind. Informationen werden in den Jahresberichten, die der Großteil der untersuchten Stiftungen veröffentlicht, sowie im Rahmen des Internet-Auftritts der Stiftungen zur Verfügung gestellt. Auch die Beteiligungsquoten der Stiftungen sind öffentlich einsehbar bzw. können bei der *Bertelsmann Stiftung* abgeleitet werden. Die stiftungsgetragenen Unternehmen unterliegen dem Geltungsbereich des PubLG und überschreiten die Größenkriterien (§ 1 Abs. 1 PubLG). Daher sind umfangreiche Informationen zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Unternehmen verfügbar, die für eine Bewertung genutzt werden können.

Bewertungstichtag ist der 31.12.2016. Für diesen Stichtag liegen vollständige Jahresabschlüsse der Unternehmen vor. Bei Unternehmen mit abweichendem Geschäftsjahr (*Carl Zeiss AG*, *Schott AG*) findet die Wertermittlung zum 30.06.2017 statt. Im Rahmen der DCF-Bewertung werden die Geschäftsberichte und Jahresabschlüsse der zurückliegenden fünf Geschäftsjahre analysiert. Sofern vorhanden werden auch aktuelle bewertungsrelevante Informationen wie z. B. Hochrechnungen zum laufenden Geschäftsjahr miteinbezogen. Das vereinfachte Ertragswertverfahren basiert auf Vergangenheitswerten der zurückliegenden drei Geschäftsjahre. Auch die Multiplikator-Bewertung ist in der vorliegenden Arbeit vergangenheitsorientiert und basiert auf den EBIT-Größen der vergangenen drei Geschäftsjahre.

### **3.2.3 Konzeption der Discounted Cashflow-Bewertung**

Die stiftungsgetragenen Unternehmen werden an Hand des DCF-Verfahrens auf Entity-Basis bewertet. Erfolgsgröße ist der (operative) Free Cashflow. Als Diskontierungszinssatz dient der WACC.

Eine DCF-Bewertung basiert in der Regel auf einer Vergangenheitsanalyse.<sup>184</sup> Prinzipiell wird von der gesamten Lebensdauer eines Unternehmens ausgegangen. Das setzt eine umfassende Prognose der künftigen Cashflows voraus. In der Praxis ist bei vielen Unternehmen eine fundierte Planung über einen Zeitraum von mehreren Jahren kaum möglich.<sup>185</sup> Aus diesem Grund wird die Prognose meist zweigeteilt.<sup>186</sup> Für einen begrenzten Zeitraum werden die Cashflows detailliert geplant. Gängig sind Detailplanungszeiträume über drei bis fünf Jahre.<sup>187</sup> Die Cashflows, die nach dem Detailplanungszeitraum erwartet werden, finden in einem Restwert Berücksichtigung.<sup>188</sup>



**Abb. 7: Bewertungszeitraum**  
Quelle: Eigene Darstellung

Im Bewertungsmodell der vorliegenden Arbeit umfasst die Vergangenheitsanalyse die zurückliegenden fünf Geschäftsjahre eines Unternehmens. Die Detailplanung erstreckt sich auf einen Zeitraum von fünf Perioden (Abb. 7). Auf eine vollständige Planung von Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung wird verzichtet. Die Entwicklung der Free Cashflows wird mit Hilfe von Wertgeneratoren prognostiziert.

### 3.2.3.1 Prognose im Detailplanungszeitraum

In der Literatur existiert eine Vielzahl unterschiedlicher Definitionen für den Free Cashflow.<sup>189</sup> Eine Möglichkeit, den (operativen) Free Cashflow zu ermitteln, liegt darin, das operative EBIT als Ausgangsgröße zu verwenden:

<sup>184</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2016), S. 26 f.

<sup>185</sup> Vgl. Copeland et al. (2002), S. 176.

<sup>186</sup> Vgl. Ernst / Häcker (2011), S. 382 f.

<sup>187</sup> Vgl. Ernst et al. (2012), S. 38.

<sup>188</sup> Vgl. Stellbrink (2005), S. 105 f.

<sup>189</sup> Abweichungen ergeben sich insbesondere in der Ausgangsgröße zur indirekten Ermittlung des Free Cashflows, in der Behandlung von Steuern und in der Berücksichtigung von Veränderungen im Working Capital. Vgl. hierzu Matschke / Brösel (2007), S. 669-671.

	EBIT
–	Adaptierte Steuern
=	Net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT)
+	Abschreibungen
+/-	Veränderung Rückstellungen
=	(Operativer) Brutto-Cashflow
–	Investitionen Anlagevermögen
+/-	Veränderung Working Capital
=	(Operativer) Free Cashflow

**Tab. 1: Berechnungsschema Free Cashflow**

Quelle: *Ernst et al. (2012), S. 32.*

Der EBIT eines Unternehmens kann durch Multiplikation des erwarteten Umsatzes und der erwarteten betrieblichen Gewinnmarge (EBIT-Marge) geschätzt werden. Für die EBIT-Prognose im Detailplanungszeitraum bedarf es daher einer Einschätzung zum künftigen Umsatzwachstum und den künftigen EBIT-Margen.<sup>190</sup>

Die Prognose der künftigen Umsatzentwicklung erfolgt unter Unsicherheit und setzt umfassende Annahmen voraus. Aus externer Perspektive gestaltet sich eine Schätzung besonders schwierig.<sup>191</sup> Für das Geschäftsjahr 2017, der ersten Periode im Detailplanungszeitraum, geben die meisten der untersuchten Unternehmen eine Einschätzung, wie sich der Umsatz entwickeln wird. Grundsätzlich können sich aus dem Rückgriff auf Prognosewerte des Managements gewisse Probleme ergeben. Vor dem Hintergrund, dass die vorliegende Bewertung nicht mit einem tatsächlichen Akquisitionsvorhaben verbunden ist, erscheint eine solche Herangehensweise aber zweckmäßig, um die Umsatzentwicklung realistisch schätzen zu können.

Einige Unternehmen geben darüber hinaus Ausblicke, welche Umsatzentwicklung in den folgenden Perioden erwartet wird.<sup>192</sup> Existiert eine solche Einschätzung, dient sie als mittelfristiger Wachstumsfaktor. Wird seitens des Managements kein Ausblick zur Umsatzentwicklung nach 2017 gegeben, wird die Annahme getroffen, dass die künftige Umsatzentwicklung der Umsatzentwicklung der Vergangenheit entspricht. Daher wird der Mittelwert aus dem Umsatzwachstum der vergangenen fünf Perioden gebildet. Um eine realistische Entwicklung der Umsatzerlöse abzubilden, wird in der zweiten Periode des Detailplanungszeitraums der Mittelwert aus dem Wachstumsfaktor der ersten Periode und dem mittelfristigen Wachstumsfaktor berechnet. In der dritten Periode wird der mittelfristige Wachstumsfaktor verwendet. In der vierten und fünften Periode nähert sich das prognostizierte

<sup>190</sup> Vgl. *Rappaport (1999), S. 42.*

<sup>191</sup> Vgl. *Damodaran (2012), S. 298.*

<sup>192</sup> Beispielfhaft sei verwiesen auf *Bosch (2016), S. 30.*

Umsatzwachstum sukzessive dem langfristigen Wachstumsfaktor an, der dem Restwert zu Grunde liegt. In der vierten Periode werden der mittelfristige Wachstumsfaktor mit zwei Dritteln und der langfristige Wachstumsfaktor mit einem Drittel gewichtet. In der fünften Periode wird das Verhältnis umgekehrt.

Um auf Grundlage der Umsatzentwicklung den erwarteten EBIT für die einzelnen Perioden im Detailplanungszeitraum berechnen zu können, ist eine Schätzung der künftigen EBIT-Margen erforderlich. Einflussfaktoren sind z. B. die Positionierung im Wettbewerb und die Fähigkeit des Managements, Effizienzsteigerungen zu erzielen.<sup>193</sup> Im Rahmen des Modells wird von stabilen Gewinnmargen ausgegangen. Die EBIT-Marge im Detailplanungszeitraum entspricht dem Mittelwert der EBIT-Marge in den vergangenen fünf Geschäftsjahren. Damit geht die Annahme einher, dass sich positive und negative Effekte auf die Marge der Unternehmen ausgleichen.

Im Ergebnis ist eine EBIT-Prognose für die einzelnen Perioden im Detailplanungszeitraum möglich. Nichtbetriebsbedingte Aufwendungen und Erträge sowie außerordentliche Aufwendungen und Erträge sind im EBIT nicht enthalten. Abgebildet wird die operative Leistungsfähigkeit eines Unternehmens.<sup>194</sup>

Gemindert wird der EBIT um adaptierte Steuern. Darunter sind fiktive Ertragssteuern zu verstehen, die bei reiner Eigenfinanzierung entstehen würden.<sup>195</sup> Der Tax Shield wird im Diskontierungszinssatz berücksichtigt. Nach amerikanischem Grundmodell werden ausschließlich Steuern erfasst, die auf Unternehmensebene entstehen. Steuern auf Ebene der Anteilseigner bleiben unberücksichtigt.<sup>196</sup> In Deutschland beträgt der durchschnittliche Steuersatz für Kapitalgesellschaften ca. 30%.<sup>197</sup> Bei der Prognose wird daher vereinfachend ein pauschaler Steuersatz in Höhe von 30% angenommen. Als Zwischenergebnis wird das operative Ergebnis vor Zinsen und nach adaptierten Steuern (NOPLAT) ausgewiesen.

Um zum (operativen) Free Cashflow überzuleiten, sind Abschreibungen, die Veränderung aus Rückstellungen, Investitionen in Anlagevermögen und die Veränderung des Working Capitals zu berücksichtigen. Die Prognose der künftigen Free Cashflows erfordert eine Einschätzung über die künftige Entwicklung dieser Größen.

*Rappaport* schlägt vor, künftige Abschreibungen und Investitionen in das Anlagevermögen aus externer Perspektive mit Hilfe der sogenannten Erweiterungsinvestitionsrate

---

<sup>193</sup> Vgl. *Damodaran* (2012), S. 296 f.

<sup>194</sup> Vgl. *Coenenberg et al.* (2009), S. 1030.

<sup>195</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 32.

<sup>196</sup> Vgl. *Mandl / Rabel* (2015), S. 78.

<sup>197</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 115.



(Zusatzinvestitionsrate) zu prognostizieren. Die Erweiterungsinvestitionen in das Anlagevermögen können aus der Summe der Investitionsausgaben abzüglich der Abschreibungen der vergangenen fünf bis zehn Jahre ermittelt werden. In Relation zur Umsatzsteigerung in diesem Zeitraum ergibt sich die Erweiterungsinvestitionsrate in das Anlagevermögen.<sup>198</sup>

$$\text{(Formel 8) Erweiterungsinvestitionsrate AV} = \frac{\text{ErwInv AV}}{\text{Umsatzsteigerung}}$$

AV: Anlagevermögen

ErwInv: Erweiterungsinvestitionen

Investitionen in das Anlagevermögen können in Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen unterschieden werden. Ersatzinvestitionen sind Instandhaltungsmaßnahmen, mit denen sichergestellt werden soll, dass die Substanz eines Unternehmens trotz technischer Überalterung und Verschleiß erhalten bleibt. Erweiterungsinvestitionen können erforderlich sein, um Umsatzsteigerungen durch Kapazitätserweiterungen zu realisieren.<sup>199</sup> Die Verwendung einer Erweiterungsinvestitionsrate impliziert, dass Ersatzinvestitionen in Höhe der Abschreibungen und Erweiterungsinvestitionen in Höhe des Residualbetrags zwischen Investitionen und Abschreibungen getätigt werden.<sup>200</sup> Damit geht die Annahme einher, dass inflationäre und regulatorische Entwicklungen durch technologischen Fortschritt ausgeglichen werden können.<sup>201</sup>

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird dem Ansatz *Rappaports* gefolgt. Abschreibungen und Investitionen in das Anlagevermögen werden im Detailplanungszeitraum nicht separat geplant, sondern in einer Erweiterungsinvestitionsrate zusammengefasst. Die Summe der Erweiterungsinvestitionen in Anlagevermögen abzgl. der Abschreibungen wird durch die Veränderung der Bilanzpositionen erfasst. Betrachtet wird die Veränderung zwischen dem Bewertungsstichtag und dem Bilanzstichtag der ersten Periode, die in die Vergangenheitsanalyse einfließt. Die ermittelte Rate dient als Schätzwert für die im Detailplanungszeitraum erforderlichen Erweiterungsinvestitionen in das Anlagevermögen.

Welche Positionen das Anlagevermögen umfasst, wird bei *Rappaport* nicht konkretisiert. Das Anlagevermögen eines Unternehmens wird für gewöhnlich in immaterielle Vermögenswerte, Sachanlagevermögen und Finanzanlagen untergliedert.<sup>202</sup>

---

<sup>198</sup> *Rappaport* (1999), S. 42 f.

<sup>199</sup> Vgl. *Koelen* (2009), S. 185.

<sup>200</sup> Vgl. *Ahlemeyer / Burger* (2016), S. 26 f.

<sup>201</sup> Vgl. *Rappaport* (1999), S. 43.

<sup>202</sup> Vgl. *Coenenberg et al.* (2009), S. 140-142.

Bei immateriellen Vermögenswerten handelt es sich z. B. um Patente, Lizenzen, Marken- und Schutzrechte oder entgeltlich erworbene Geschäfts- oder Firmenwerte (Goodwill). Immaterielle Vermögenswerte können eine wichtige Rolle spielen, wenn es darum geht, Wettbewerbsvorteile zu manifestieren.<sup>203</sup> Aus diesem Grund werden sie im Rahmen der vorliegenden Arbeit als betriebsnotwendig angesehen und bei der Ermittlung der Erweiterungsinvestitionsrate berücksichtigt. Von einer differenzierten Abbildung von Effekten, die sich aus der Bilanzierung entgeltlich erworbenen Goodwills ergeben können, wird aus Gründen der Vereinfachung abgesehen.<sup>204</sup>

Sachanlagen sind z. B. Gebäude und Maschinen eines Unternehmens.<sup>205</sup> Umsatzsteigerungen gehen häufig mit Kapazitätsausweitungen einher und können daher zu einem Anstieg des Sachanlagevermögens führen.<sup>206</sup> Daher wird die Veränderung des Sachanlagevermögens in der Erweiterungsinvestitionsrate abgebildet.

Beteiligungen, die nach der At-Equity-Methode bilanziert werden, werden in der Regel dem Anlagevermögen zugerechnet. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, im DCF-Verfahren At-Equity-Beteiligungen zu erfassen.<sup>207</sup> In der vorliegenden Arbeit werden entsprechende Beteiligungen bei der Erweiterungsinvestitionsrate in das Anlagevermögen berücksichtigt. Analog dazu werden entsprechende Aufwendungen und Erträge dem EBIT zugerechnet. Selbiges gilt für die Veränderung sonstiger Vermögenswerte wie z. B. Ertragssteuerforderungen. Aus Vereinfachungsgründen wird deren Entwicklung nicht separat, sondern im Rahmen der Erweiterungsinvestitionsrate in das Anlagevermögen erfasst.

Exkludiert ist die Veränderung der Finanzanlagen. Im Rahmen der Untersuchung wird davon ausgegangen, dass Finanzanlagen nicht-betriebsnotwendiges Vermögen darstellen. Bei der Ermittlung des EBIT werden Aufwendungen und Erträge aus Finanzanlagen ausgeklammert.<sup>208</sup>

Auch die künftige Entwicklung des Working Capitals kann mit Hilfe einer Erweiterungsinvestitionsrate prognostiziert werden. Nach *Rappaport* ist die Summe der Erweiterungsinvestitionen in das Working Capital der vergangenen Perioden in Relation zur Umsatzentwicklung im entsprechenden Zeitraum zu setzen:<sup>209</sup>

---

<sup>203</sup> Vgl. *Coenenberg et al.* (2009), S. 1180 f.

<sup>204</sup> Vgl. hierzu *Copeland et al.* (2002), S. 220 f.

<sup>205</sup> Vgl. *Coenenberg et al.* (2009), S. 149 f.

<sup>206</sup> Vgl. *Reichmann* (2011), S. 648.

<sup>207</sup> Vgl. hierzu *Ernst et al.* (2012), S. 151 f.

<sup>208</sup> Vgl. *Coenenberg et al.* (2009), S. 1030.

<sup>209</sup> *Rappaport* (1999), S. 43.

$$\text{(Formel 9) Erweiterungsinvestitionsrate WC} = \frac{\text{ErwInv WC}}{\text{Umsatzsteigerung}}$$

WC: Working Capital

ErwInv: Erweiterungsinvestitionen

Interne Planungen zur Entwicklung des Working Capitals stehen nicht zur Verfügung. Aus diesem Grund wird die Veränderung des Working Capitals mit einer Erweiterungsinvestitionsrate geschätzt. Analog zur Ermittlung der Erweiterungsinvestitionsrate in das Anlagevermögen wird die Gesamtveränderung des Working Capitals in den vergangenen fünf Perioden erfasst und durch die Umsatzentwicklung dividiert.

Als Bestandteile des Working Capitals nennt *Rappaport* Debitoren-, Lager- und Kreditorenbestände sowie Rückstellungen, die für die Stützung des Umsatzwachstums benötigt werden.<sup>210</sup> Generell kann Working Capital im weiteren oder im engeren Sinne abgegrenzt werden. Im engeren Sinne berechnet sich Working Capital aus Vorräten, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und liquiden Mitteln abzgl. kurzfristiger unverzinslicher Verbindlichkeiten.<sup>211</sup> Kurzfristige unverzinsliche Verbindlichkeiten sind Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, erhaltene Anzahlungen und Verbindlichkeiten aus Wechselgeschäften. Im weiteren Sinne werden zusätzlich sonstige Positionen des operativen Umlaufvermögens addiert bzw. sonstige unverzinsliche Verbindlichkeiten subtrahiert. Oftmals werden auch kurzfristige Rückstellungen berücksichtigt.<sup>212</sup> Die impliziten Finanzierungskosten unverzinslicher kurzfristiger Verbindlichkeiten schlagen sich im Materialaufwand nieder. Kurzfristige verzinsliche Verbindlichkeiten werden bei der Berechnung des Working Capitals nicht berücksichtigt. Hintergrund ist, dass die entsprechenden Finanzierungskosten bei der EBIT-Berechnung ausgeklammert werden.<sup>213</sup>

In der vorliegenden Bewertung wird Working Capital im weiteren Sinne abgegrenzt. Aus Gründen der Vereinfachung werden auch Ertragssteuerforderungen und aktive Rechnungsabgrenzungsposten dem Working Capital zugerechnet. Liquide Mittel werden in dem Umfang erfasst, in dem sie betriebsnotwendig sind. Von nicht-betriebsnotwendigen liquiden Mitteln ist die Rede, wenn Unternehmen liquide Mittel halten, die über den Bestand hinausgehen, den ein reibungsloser Geschäftsbetrieb erfordert.<sup>214</sup> Je nach Branche gelten

---

<sup>210</sup> Vgl. *Rappaport* (1999), S. 43.

<sup>211</sup> Vgl. *Coenenberg et al.* (2009), S. 1067 f.

<sup>212</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 33.

<sup>213</sup> Vgl. *Copeland et al.* (2002), S. 203.

<sup>214</sup> Vgl. *Koller et al.* (2015), S. 180 f.

liquide Mittel als betriebsnotwendig, wenn sie 0,5% bis 2% der Umsatzerlöse entsprechen.<sup>215</sup> Bei der Berechnung der Erweiterungs-investitionsrate in Working Capital werden liquide Mittel in Höhe von 2% des Umsatzes als betriebsnotwendig eingestuft.

Kurzfristige Rückstellungen können z. B. Gewährleistungs- oder Steuerrückstellungen sein.<sup>216</sup> Bei der vorliegenden Berechnung des Working Capitals werden kurzfristige Rückstellungen nicht miteinbezogen. Die Veränderung der Rückstellungen wird separat erfasst. Umsatzsteigerungen gehen im Regelfall mit einem Aufbau von Rückstellungen einher.<sup>217</sup> Einen Sonderfall stellen Pensionsrückstellungen dar. Eine konsequente Anwendung des Entity-Ansatzes erfordert die Zuordnung der Pensionsverpflichtungen zum verzinslichen Fremdkapital.<sup>218</sup> Es handelt sich um eine Kreditbeziehung zwischen Unternehmen und Mitarbeiter. Die Veränderung der Pensionsrückstellungen ist bei der Berechnung des (operativen) Free Cashflows nicht zu berücksichtigen. Um die Bewertungskomplexität zu reduzieren, wird von einer Erfassung der Kapitalkosten für zur Verfügung gestellte Pensionsrückstellungen abgesehen.<sup>219</sup> Die Veränderung der übrigen Rückstellungen wird – analog zur Erweiterungs-investitionsrate in Anlagevermögen und Working Capital – für die vergangenen fünf Perioden erfasst, in Relation zur Umsatzsteigerung gesetzt und fortgeschrieben.

Im Ergebnis ergibt sich das nachstehende Berechnungsschema für die im Detailplanungszeitraum erwarteten (operativen) Free Cashflows (Tabelle 2). Die Berechnung entspricht dem Ansatz, der in Tabelle 1 vorgestellt wird – mit dem Unterschied, dass Abschreibungen und Investitionen in das Anlagevermögen mit den Erweiterungs-investitionen in das Anlagevermögen zusammengefasst werden. Die EBIT-Prognose erfolgt auf Basis des erwarteten Umsatzes und der erwarteten EBIT-Marge.

	Umsatz
x	EBIT-Marge
=	EBIT
–	Adaptierte Steuern
=	Net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT)
+/-	Veränderung Rückstellungen
–	Erweiterungs-investitionen Anlagevermögen
+/-	Erweiterungs-investitionen Working Capital
=	(Operativer) Free Cashflow

**Tab. 2: Angepasstes Berechnungsschema Free Cashflow**  
 Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an *Ernst et al.* (2012), S. 32.

<sup>215</sup> Vgl. *Copeland et al.* (2002), S. 202 f.

<sup>216</sup> Vgl. *Coenenberg et al.* (2009), S. 427-429.

<sup>217</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2016), S. 40.

<sup>218</sup> Vgl. *Coenenberg et al.* (2009), S. 421.

<sup>219</sup> Vgl. hierzu *Ernst et al.* (2016), S. 157.

### 3.2.3.2 Restwert

Der Restwert, der sich nach dem Detailplanungszeitraum ergibt, kann auf unterschiedliche Weise berechnet werden.<sup>220</sup> Häufig wird von einem Gleichgewichtszustand (steady-state) ausgegangen. Grundgedanke ist, dass im Zeitablauf zusätzliche Wettbewerber in einen Markt eintreten, was zu Überkapazitäten, Preiswettbewerb und einem Rückgang der Renditen aller Marktteilnehmer führt.<sup>221</sup> Weil Überrenditen im Zeitablauf erodieren, erwirtschaften im Marktgleichgewicht alle Unternehmen die Kapitalkosten.<sup>222</sup> Mathematisch kann der Restwert als ewige Rente dargestellt werden:<sup>223</sup>

$$\text{(Formel 10) } \textit{Ewige Rente} = \frac{FCF_{t+1}}{WACC}$$

FCF: Free Cashflow

WACC: Weighted Average Cost of Capital

Im Zähler steht der (operative) Free Cashflow, der in der ersten Periode nach dem Detailplanungszeitraum erwartet wird. Dividiert wird durch den WACC. Erweiterungsinvestitionen sind in den Perioden nach dem Detailplanungszeitraum nicht mehr zu berücksichtigen. Die Rendite auf Erweiterungsinvestitionen entspricht den Kapitalkosten.<sup>224</sup> Erweiterungsinvestitionen können die Free Cashflows erhöhen, solange aber die Kapitalkosten verdient werden, wird der Zuwachs der Free Cashflows durch die erforderlichen Erweiterungsinvestitionen zunichte gemacht.<sup>225</sup> Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird der Modellüberlegung eines Gleichgewichtszustandes gefolgt und der Restwert als ewige Rente ermittelt.

### 3.2.3.3 Kapitalkosten

Um den Gegenwartswert der (operativen) Free Cashflows und des Restwertes bestimmen zu können, ist der WACC zu ermitteln. Der WACC entspricht dem gewichteten Durchschnitt der Kosten für Eigenkapital und verzinsliches Fremdkapital.<sup>226</sup>

Kapitalkosten sind grundsätzlich zukunftsorientiert zu ermitteln.<sup>227</sup> Informationen über die künftige Finanzierungspolitik der stiftungsgetragenen Unternehmen liegen nicht vor. Aus diesem Grund wird davon ausgegangen, dass die Kapitalstruktur, die zum Bewertungsstichtag

---

<sup>220</sup> Vgl. *Stellbrink* (2005), S. 63-81.

<sup>221</sup> Vgl. *Rappaport* (1999), S. 50.

<sup>222</sup> Vgl. *Ahlemeyer / Burger* (2016), S. 116.

<sup>223</sup> *Rappaport* (1999), S. 50.

<sup>224</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 270.

<sup>225</sup> Vgl. *Rappaport* (1999), S. 51.

<sup>226</sup> Vgl. *Copeland et al.* (2002), S. 251.

<sup>227</sup> Vgl. *Rappaport* (1999), S. 44 f.

gilt, konstant bleibt. Auch werden konstante Kostensätze für Eigen- und Fremdkapital angenommen.<sup>228</sup> Dieser Modellüberlegung wird in der vorliegenden Arbeit gefolgt, wenngleich eine solche Annahme in praxi unrealistisch erscheint.<sup>229</sup>

Um den Kostensatz für Fremdkapital zu ermitteln, sind die Fremdkapitalkosten einer Periode in Relation zum durchschnittlich gebundenen verzinslichen Fremdkapital zu setzen. Die Kosten für Fremdkapital können aus dem Jahresabschluss entnommen werden. In der Gewinn- und Verlustrechnung wird der Zinsaufwand für verzinsliches Fremdkapital ausgewiesen.<sup>230</sup>

Unter verzinslichem Fremdkapital ist aufgenommenes Fremdkapital wie z. B. Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten zu verstehen.<sup>231</sup> Wie bereits erläutert werden auch Pensionsverpflichtungen dem verzinslichen Fremdkapital zugerechnet.<sup>232</sup> Bei der Bewertung bonitätsstarker Unternehmen kann die vereinfachende Annahme getroffen werden, dass die Buchwerte des Fremdkapitals in etwa den Marktwerten entsprechen. Das durchschnittlich gebundene verzinsliche Fremdkapital berechnet sich aus dem Mittelwert der Größe zum Bewertungsstichtag und der Vorjahresgröße. Von einer separaten Bewertung von Pensionsrückstellungen, Leasingverbindlichkeiten oder Factoring-Geschäften wird aus Komplexitätsgründen abgesehen.<sup>233</sup> Unverzinsliche Verbindlichkeiten fließen nicht ein. Die Kapitalkosten unverzinslicher Verbindlichkeiten schlagen sich im Preis der Güter und damit im Material-aufwand nieder.<sup>234</sup>

Für die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes wird das CAPM verwendet. Größen, die in das Modell einfließen, sind der risikofreie Zinssatz, die Marktrisikoprämie und der Beta-Faktor eines Unternehmens. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft *KPMG* veröffentlicht jährlich eine Kapitalkostenstudie.<sup>235</sup> In 2017 haben 205 Unternehmen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz teilgenommen – darunter 26 Unternehmen, die im *Deutschen Aktienindex (DAX)* gelistet sind. Die Studie umfasst einen Zeitraum zwischen dem 31.03.2016 und 31.03.2017 und scheint für eine Bezugnahme in der vorliegenden Arbeit geeignet.<sup>236</sup> Bestandteil der Studie sind aktuelle Parameter zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten nach dem CAPM. Als

---

<sup>228</sup> Vgl. *Stellbrink* (2005), S. 161 f.

<sup>229</sup> Vgl. *Ballwieser / Hachmeister* (2016), S. 172.

<sup>230</sup> Vgl. *Ahlemeyer / Burger* (2016), S. 28.

<sup>231</sup> Vgl. *Rappaport* (1999), S. 39 f.

<sup>232</sup> Vgl. *Coenenberg et al.* (2009), S. 421.

<sup>233</sup> Vgl. hierzu *Ernst et al.* (2012), S. 156-160.

<sup>234</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 46 f.

<sup>235</sup> Die Kapitalkostenstudie von *KPMG* ist elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://home.kpmg.com/de/de/home/themen/2017/11/kapitalkostenstudie-2017.html>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>236</sup> Für weitergehende Informationen zum Aufbau der Studie vgl. *KPMG* (2017), S. 9.

risikofreier Zins wird die Verwendung eines einheitlichen Zinssatzes in Höhe von 0,9% empfohlen.<sup>237</sup> Die Marktrisikoprämie wird auf ca. 6,5% taxiert.<sup>238</sup>

Bei einem nicht-börsennotierten Unternehmen kann der Beta-Faktor nicht auf Basis historischer Kapitalmarktdaten abgeleitet werden. Mit der Bildung einer Peer Group aus börsennotierten Unternehmen kann ein Beta-Faktor abgeleitet und auf das nicht-börsennotierte Unternehmen übertragen werden.<sup>239</sup> Alternativ kann auf Branchen-Beta-Faktoren zurückgegriffen werden. Ein solcher Ansatz reduziert die Bewertungskomplexität auf Kosten der Bewertungsgenauigkeit.<sup>240</sup> Im Rahmen der vorliegenden Arbeit erscheint es zweckmäßig, branchenspezifische Beta-Faktoren zu verwenden. Bei Unternehmen, deren Geschäftsbereiche sich in der Bewertung grundlegend unterscheiden, wird ein nach Umsatzerlösen gewichteter Beta-Faktor ermittelt.

Die Kapitalkostenstudie von *KPMG* enthält branchenspezifische Beta-Faktoren. Die Ergebnisse werden sowohl verschuldungsabhängig, als auch verschuldungsunabhängig ausgewiesen.<sup>241</sup> Im Bewertungsmodell wird aus Gründen der Komplexitätsreduktion auf die Beta-Faktoren von *KPMG* zurückgegriffen. Um unterschiedliche Verschuldungsgrade zu berücksichtigen, wird der verschuldungsunabhängige Beta-Faktor in Abhängigkeit des Verschuldungsgrades des zu bewertenden Unternehmens adjustiert:<sup>242</sup>

$$\text{(Formel 11)} \quad \beta_{levered} = \beta_{unlevered} * \left[ 1 + (1 - s) * \frac{FK}{EK} \right]$$

$\beta_{levered}$ : Beta-Faktor (verschuldungsabhängig)

$\beta_{unlevered}$ : Beta-Faktor (verschuldungsunabhängig)

FK: Fremdkapital

EK: Eigenkapital

s: Steuersatz

### 3.2.3.4 Marktwert des Eigenkapitals

Auf Basis des WACC kann der Gegenwartswert der (operativen) Free Cashflows, die für den Detailplanungszeitraum erwartet werden, und des Restwertes berechnet werden. Wie eingangs erläutert, werden im vorliegenden Modell Finanzanlagen, Wertpapiere und überschüssige liquide Mittel als nicht-betriebsnotwendig eingestuft. Vereinfacht werden die

---

<sup>237</sup> Vgl. *KPMG* (2017), S. 32.

<sup>238</sup> Vgl. *KPMG* (2017), S. 33.

<sup>239</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 66.

<sup>240</sup> Vgl. *Copeland et al.* (2002), S. 372 f.

<sup>241</sup> Vgl. *KPMG* (2017), S. 38.

<sup>242</sup> *Ernst et al.* (2012), S. 62 f.

Buchwerte der nichtbetriebsnotwendigen Vermögenswerte addiert. Um den Marktwert des Eigenkapitals bestimmen zu können, wird verzinsliches Fremdkapital subtrahiert.<sup>243</sup> In der vorliegenden Arbeit werden bonitätsstarke Unternehmen bewertet. Daher wird der Buchwert der Fremdkapitalpositionen herangezogen.

Der Marktwert des Eigenkapitals fließt in die Ermittlung des WACC ein und ist gleichzeitig Zielgröße der Unternehmensbewertung. Aus diesem Grund kommt es zu einem Zirkularitätsproblem.<sup>244</sup> Eine Lösung des Zirkelschlusses ist auf unterschiedliche Weise möglich.<sup>245</sup> In der vorliegenden DCF-Bewertung wird der Marktwert durch mathematische Iteration ermittelt.

### **3.2.4 Konzeption des vereinfachten Ertragswertverfahrens**

Neben der DCF-Bewertung werden die stiftungsgetragenen Unternehmen mit dem vereinfachten Ertragswertverfahren bewertet (§§ 199-203 BewG). Die Bewertung erfolgt nach den Vorgaben des Gesetzgebers und in mehreren Schritten.

Als zukünftig nachhaltig erzielbarer Jahresertrag werden die Jahresüberschüsse der vergangenen drei Geschäftsjahre herangezogen. Korrigiert wird die Größe um die Ertragssteuern. Beide Größen können direkt aus der Gewinn- und Verlustrechnung eines Unternehmens abgelesen werden. Der Mittelwert der modifizierten Jahresüberschüsse dient als Ausgangsgröße für die weiteren Berechnungen.<sup>246</sup> Gemindert wird die Erfolgsgröße um einen pauschalen Steuersatz in Höhe von 30% (§ 202 Abs. 3 BewG).

Die Kapitalisierung hat aktuell einen Faktor von 13,75 (§ 203 Abs. 1 BewG). Der mittlere modifizierte Jahresüberschuss nach adjustierten Steuern wird mit dem Kapitalisierungsfaktor multipliziert. Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen wird separat hinzugerechnet (§ 200 Abs. 2-4 BewG). Analog zum Vorgehen bei der DCF-Bewertung werden vereinfacht Buchwerte herangezogen. Im Ergebnis ergibt sich der vereinfachte Ertragswert eines Unternehmens.

### **3.2.5 Konzeption der Multiplikator-Bewertung**

Neben DCF-Verfahren und vereinfachtem Ertragswertverfahren werden Multiplikatoren für eine überschlägige Wertermittlung verwendet. Branchen-Multiplikatoren auf EBIT-Basis

---

<sup>243</sup> Vgl. *Rappaport* (1999), S. 40.

<sup>244</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry* (2006), S. 254.

<sup>245</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 48 f.

<sup>246</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 184.



werden seitens der *Finance Business Media GmbH* („*FINANCE-Magazin*“) zur Verfügung gestellt.<sup>247</sup>

Als Peer Group dienen die börsennotierten Unternehmen, die im *Composite DAX (CDAX)* gelistet sind. Der *CDAX* umfasst alle an der *Frankfurter Wertpapierbörse* in den Marktsegmenten *General Standard* und *Prime Standard* gelisteten inländischen Unternehmen. Der Index kann stellvertretend für den deutschen Aktienmarkt herangezogen werden und wird auch von der *Deutsche Börse AG* für Analysezwecke empfohlen.<sup>248</sup> Die Unternehmen werden auf 16 Branchen aufgeteilt. Jede Branche besteht aus mehreren Sub-Branchen, denen die stiftungsgetragenen Unternehmen im Rahmen der Bewertung zugeordnet werden können.<sup>249</sup>

Die Multiplikatoren des *FINANCE-Magazins* sind Entity-Value-Multiplikatoren und basieren auf der Marktkapitalisierung der Unternehmen. Die Marktkapitalisierung wird durch die *Deutsche Börse AG* gestellt. Die EBIT-Werte der Unternehmen sind historische Werte und entstammen der *Osiris-Datenbank* des Datenbankanbieters *Bureau van Dijk*. Die Angabe erfolgt im Median.<sup>250</sup> Die Multiplikatoren werden alle zwei Monate aktualisiert und sind online kostenfrei abrufbar. Damit erfüllen die Multiplikatoren die Anforderungen, die in Kapitel 3.1.2.4 formuliert werden, und können für eine überschlägige Wertermittlung eingesetzt werden. Zum Zeitpunkt der Bewertung liegen Multiplikatoren für Januar 2018 vor. Um aussagefähige Ergebnisse zu erhalten, werden aktuelle Multiplikatoren herangezogen, wenngleich ein zeitlicher Bruch zwischen Bewertungsstichtag und Stichtag der Multiplikator-Ermittlung entsteht.

Als Bezugsgröße für die Multiplikatoren des *FINANCE-Magazins* dient das EBIT. Denkbar wäre, auf prognostizierte EBIT-Werte Bezug zu nehmen.<sup>251</sup> Für die stiftungsgetragenen Unternehmen bestehen aber keine Einschätzungen von Analysten, die verwendet werden können. Notwendig wären eigene Schätzungen, die umfangreiche Prognosen zur Ertragsentwicklung voraussetzen. Um den Bewertungsaufwand gering zu halten, wird von einer solchen Herangehensweise abgesehen und das Multiplikator-Verfahren vergangenheitsorientiert konzipiert. Im Regelfall wird der durchschnittliche EBIT der

---

<sup>247</sup> Die Multiplikatoren sind elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.finance-magazin.de/fileadmin/PDF/Multiples/FINANCE-Multiples-01-2018.pdf>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>248</sup> Weiterführende Informationen zum Aufbau des CDAX sind elektronisch veröffentlicht unter der URL: [http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/de/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_downloads/20\\_indices\\_misc/Information\\_Services\\_Indizes.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/20_indices_misc/Information_Services_Indizes.pdf), abgerufen am 31.01.2018.

<sup>249</sup> Ein Überblick aller Branchen ist elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.finance-magazin.de/research/multiples/branchenzuordnung/>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>250</sup> Weiterführende Informationen zur Berechnungsgrundlage der Multiplikatoren sind elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.finance-magazin.de/research/multiples/>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>251</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 216 f.

vergangenen drei Geschäftsjahre herangezogen. Durch die Bildung eines Durchschnittswertes ist eine Glättung der Bezugsgröße möglich.

Mit der Multiplikation des durchschnittlichen EBIT der stiftungsgetragenen Unternehmen und dem entsprechenden Multiplikator kann der Unternehmenswert geschätzt werden. Verfügt ein Unternehmen über mehrere Geschäftsbereiche, die eine unterschiedliche Bewertung erfordern, werden die Geschäftsbereiche einzeln bewertet und die Summen addiert. Der EBIT stellt eine operative Erfolgsgröße dar. Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen wird daher in einem separaten Schritt addiert.<sup>252</sup> Zuletzt ist der Marktwert des Fremdkapitals zu subtrahieren, um den Marktwert des Eigenkapitals zu bestimmen.<sup>253</sup> Aus Vereinfachungsgründen werden auch bei der Multiplikator-Bewertung nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte und Fremdkapital mit Buchwerten angesetzt.

### 3.3 Ergebnisse der Untersuchung

Auf Basis der beschriebenen Methodik werden die acht Unternehmensbeteiligungen der sechs Stiftungen bewertet. Im vorliegenden Kapitel werden die Ergebnisse vorgestellt. Von einer detaillierten Darstellung der Bewertungen wird aus Gründen der Übersichtlichkeit abgesehen. Auf einzelne Parameter wird nur eingegangen, wenn aus bestimmten Gründen von der allgemein festgelegten Bewertungsmethodik abgewichen wird.

Die Stiftungen werden in alphabetischer Reihenfolge dargestellt. Eingangs wird eine kurze Einführung zur jeweiligen Stiftung gegeben und erläutert, welche bewertungsrelevanten Informationen dem Jahresabschluss einer Stiftung entnommen werden können. Anschließend werden die Ergebnisse des DCF-Verfahrens, des vereinfachten Ertragswertverfahrens und des Multiplikator-Verfahrens präsentiert. Auf Basis der Anteilsquote einer Stiftung an einem Unternehmen kann der Marktwert der Beteiligung geschätzt werden.

#### 3.3.1 Bertelsmann Stiftung

Die *Bertelsmann Stiftung* wurde 1977 von *Reinhard Mohn* gegründet.<sup>254</sup> Die Stiftung ist an der *Bertelsmann SE & Co. KGaA* beteiligt. Jährlich wird ein Stiftungsbericht inkl. Bilanz veröffentlicht. In der Bilanz der Stiftung wird die Unternehmensbeteiligung mit einem Buchwert in Höhe von 592,2 Mio. EUR ausgewiesen.<sup>255</sup>

---

<sup>252</sup> Vgl. *Ernst et al.* (2012), S. 192.

<sup>253</sup> Vgl. *Löhnert / Böckmann* (2015), S. 799.

<sup>254</sup> *Bertelsmann Stiftung* (2017), S. 2.

<sup>255</sup> *Bertelsmann Stiftung* (2017), S. 5 f.

### 3.3.1.1 Bewertung der Bertelsmann SE & Co. KGaA

Die *Bertelsmann SE & Co. KGaA* ist ein international aufgestellter Medienkonzern, der in den Bereichen TV, Musik, Dienstleistungen und Bildung tätig ist.<sup>256</sup> Das bilanzielle Eigenkapital der *Bertelsmann SE & Co. KGaA* beträgt zum Bewertungsstichtag 9,9 Mrd. EUR.<sup>257</sup>

Die DCF-Bewertung setzt eine Umsatzprognose voraus. Seitens der Geschäftsführung der *Bertelsmann SE & Co. KGaA* wird keine Einschätzung zur künftigen Umsatzentwicklung gegeben. Aus diesem Grund wird das jährliche Wachstum im Detailplanungszeitraum aus Vergangenheitswerten abgeleitet. Der Beta-Faktor für die Medienbranche liegt bei 0,87.<sup>258</sup> Im Ergebnis ergibt sich für das Eigenkapital der *Bertelsmann SE & Co. KGaA* nach dem DCF-Verfahren ein Marktwert in Höhe von 12,7 Mrd. EUR. Das vereinfachte Ertragswertverfahren führt zu einer Bewertung in Höhe von 14,2 Mrd. EUR. Der Multiplikator für die Medienbranche beträgt das 10,8-fache des EBIT.<sup>259</sup> Der Marktwert des Eigenkapitals beträgt nach Multiplikator-Verfahren 12,4 Mrd. EUR.

<i>Bertelsmann SE &amp; Co. KGaA</i>	
Bewertungsergebnisse	
DCF-Verfahren	12,7 Mrd. EUR
Vereinfachter Ertragswert	14,2 Mrd. EUR
Multiplikator-Verfahren	12,4 Mrd. EUR

**Tab. 3: Bewertungsergebnisse für die *Bertelsmann SE & Co. KGaA***  
Quelle: Eigene Darstellung

### 3.3.1.2 Beteiligung der Bertelsmann Stiftung

Die *Bertelsmann Stiftung* hält gemeinsam mit der *Reinhard Mohn Stiftung* und der *BVG-Stiftung* 80,9% der Anteile an der *Bertelsmann SE & Co. KGaA*. 19,1% der Anteile liegen bei der Gründerfamilie.<sup>260</sup> Weitere Informationen zu den Anteilsquoten der einzelnen Stiftungen werden nicht gegeben. Um auf die Anteilsquoten der Stiftungen zu schließen, können die Ausschüttungen, die der *Bertelsmann Stiftung* und der *Reinhard Mohn Stiftung* in 2016 zugeflossen sind, in Relation zur gesamten Ausschüttung der *Bertelsmann SE & Co. KGaA* gesetzt werden. Demnach entspricht die Beteiligung der *Bertelsmann Stiftung* einer Anteilsquote von 66,87%, während 0,55% der Anteile auf die *Reinhard Mohn Stiftung* und 13,48% auf die *BVG-Stiftung* entfallen.<sup>261</sup> Alle Stimmrechte werden von der *Bertelsmann*

<sup>256</sup> *Bertelsmann SE & Co. KGaA* (2017), S. 5.

<sup>257</sup> *Bertelsmann SE & Co. KGaA* (2017), S. 43.

<sup>258</sup> *KPMG* (2017), S. 32.

<sup>259</sup> *Finance Business Media GmbH* (2018), S. 80 f.

<sup>260</sup> *Bertelsmann SE & Co. KGaA* (2017), S. 14.

<sup>261</sup> *Bertelsmann SE & Co. KGaA* (2017), S. 14, *Bertelsmann Stiftung* (2017), S. 5, *Reinhard Mohn Stiftung* (2017), S. 40.

*Verwaltungsgesellschaft* kontrolliert.<sup>262</sup> Bei einer Anteilsquote in Höhe von 66,87% ergibt sich für die Beteiligung der *Bertelsmann Stiftung* an der *Bertelsmann SE & Co. KGaA* nach dem DCF-Verfahren ein Marktwert in Höhe von 8,5 Mrd. EUR. Wird der Marktwert der Beteiligung in Relation zum Buchwert gesetzt, mit dem die Beteiligung in der Bilanz der *Bertelsmann Stiftung* ausgewiesen wird, ergibt sich ein Verhältnis von 14,3.

### 3.3.2 Carl-Zeiss-Stiftung

Die *Carl-Zeiss-Stiftung* wurde 1889 von *Ernst Abbe* ins Leben gerufen.<sup>263</sup> Die Stiftung ist Eigentümerin der *Carl Zeiss AG* und der *Schott AG*. Der Jahresbericht der Stiftung enthält eine Bilanz, eine Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) und einen Lagebericht. In der Stiftungsbilanz wird die Beteiligung an der *Carl Zeiss AG* mit 323,0 Mio. EUR ausgewiesen, die Beteiligung an der *Schott AG* mit 464,7 Mio. EUR.<sup>264</sup>

#### 3.3.2.1 Bewertung der Carl Zeiss AG

Die *Carl Zeiss AG* ist ein weltweit tätiger Technologiekonzern der optischen und optoelektronischen Industrie.<sup>265</sup> Der Buchwert des Eigenkapitals liegt zum Stichtag bei 3,4 Mrd. EUR.<sup>266</sup>

Bei der Prognose im Rahmen der DCF-Bewertung werden Einschätzungen der Geschäftsführung der *Carl Zeiss AG* zur künftigen Umsatzentwicklung berücksichtigt. Für die kommenden Geschäftsjahre werden Wachstumsraten auf Höhe der Vorjahreswerte erwartet.<sup>267</sup> Das kurz- und mittelfristige Umsatzwachstum wird daher aus Vergangenheitswerten abgeleitet. In 2016/2017 entfielen 23% der Umsätze der *Carl Zeiss AG* auf die Halbleiter-, 29% auf die Messtechnik-, 27% auf die Medizintechnik- und 21% auf die Konsumgütersparte. Im Ergebnis ergibt sich ein gewichteter Beta-Faktor von 0,91.<sup>268</sup> Nach dem DCF-Verfahren beträgt der Marktwert des Eigenkapitals der *Carl Zeiss AG* 8,7 Mrd. EUR. Nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren ergibt sich ein Wert in Höhe von 7,4 Mrd. EUR. Der gewichtete EBIT-Multiplikator liegt bei 13,3.<sup>269</sup> Damit liegt der Marktwert des Eigenkapitals bei 8,5 Mrd. EUR.

---

<sup>262</sup> *Bertelsmann SE & Co. KGaA* (2017), S. 6.

<sup>263</sup> *Carl-Zeiss-Stiftung* (2017), S. 9.

<sup>264</sup> *Carl-Zeiss-Stiftung* (2007), S. 57.

<sup>265</sup> *Carl Zeiss AG* (2017), S. 22.

<sup>266</sup> *Carl Zeiss AG* (2017), S. 45.

<sup>267</sup> *Carl Zeiss AG* (2017), S. 41 f.

<sup>268</sup> *KPMG* (2017), S. 32.

<sup>269</sup> *Finance Business Media GmbH* (2018), S. 80 f.

### *Carl Zeiss AG*

#### **Bewertungsergebnisse**

DCF-Verfahren	8,7 Mrd. EUR
Vereinfachter Ertragswert	7,4 Mrd. EUR
Multiplikator-Verfahren	8,5 Mrd. EUR

**Tab. 4: Bewertungsergebnisse für die Carl Zeiss AG**

Quelle: Eigene Darstellung

### **3.3.2.2 Bewertung der Schott AG**

Bei der *Schott AG* handelt es sich um einen internationalen Technologiekonzern, der in den Bereichen Spezialglas und Glaskeramik aktiv ist.<sup>270</sup> Der Buchwert des Eigenkapitals der *Schott AG* beträgt zum Bewertungsstichtag 0,8 Mrd. EUR.<sup>271</sup>

In den kommenden Geschäftsjahren rechnet die Geschäftsführung mit Umsatzwachstumsraten zwischen 3% und 6%.<sup>272</sup> Die Prognose der Geschäftsführung wird im Rahmen der DCF-Bewertung übernommen. Der unverschuldete Beta-Faktor für Technologieunternehmen ist 1,03.<sup>273</sup> Der Marktwert des Eigenkapitals auf DCF-Basis beträgt 1,9 Mrd. EUR. Der vereinfachte Ertragswert der *Schott AG* liegt bei ca. 2,2 Mrd. EUR. Der EBIT-Multiplikator für Hersteller von keramischen Produkten beträgt 14,5.<sup>274</sup> Daraus resultiert eine Bewertung von rund 2,3 Mrd. EUR.

### *Schott AG*

#### **Bewertungsergebnisse**

DCF-Verfahren	1,9 Mrd. EUR
Vereinfachter Ertragswert	2,2 Mrd. EUR
Multiplikator-Verfahren	2,3 Mrd. EUR

**Tab. 5: Bewertungsergebnisse für die Schott AG**

Quelle: Eigene Darstellung

### **3.3.2.3 Beteiligungen der Carl-Zeiss-Stiftung**

Die Stiftung ist alleinige Aktionärin der *Carl Zeiss AG* und der *Schott AG*.<sup>275</sup> Die Stimmrechte beider Unternehmen liegen ebenfalls bei der Stiftung.<sup>276</sup> Nach dem DCF-Verfahren liegt der Marktwert der Beteiligung an der *Carl Zeiss AG* bei rund 8,7 Mrd. EUR. Die Beteiligung an der

<sup>270</sup> *Schott AG* (2017), S. 3.

<sup>271</sup> *Schott AG* (2017), S. 17.

<sup>272</sup> Die entsprechende Pressemitteilung (19.01.2018) ist elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.schott.com/german/news/press.html?NID=com5323>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>273</sup> *KPMG* (2017), S. 32.

<sup>274</sup> *Finance Business Media GmbH* (2018), S. 80 f.

<sup>275</sup> *Carl-Zeiss-Stiftung* (2017), S. 11.

<sup>276</sup> *Carl-Zeiss-Stiftung* (2017), S. 13.

*Schott AG* ist etwa 1,9 Mrd. EUR wert. In Summe beträgt der Wert der Beteiligungen rund 10,5 Mrd. EUR. Das Marktwert-Buchwert-Verhältnis für die Beteiligung an der *Carl Zeiss AG* liegt bei 26,8, für die Beteiligung an der *Schott AG* bei 4,0.

### 3.3.3 Körber-Stiftung

Die *Körber-Stiftung* wurde 1959 von *Kurt Körber* gegründet.<sup>277</sup> Die Stiftung ist Eigentümerin der *Körber AG*. Ein Jahresbericht wird nicht herausgegeben. Veröffentlicht werden Bilanz und GuV der Stiftung.<sup>278</sup> Die Beteiligung wird mit 514,4 Mio. EUR bilanziert.<sup>279</sup>

#### 3.3.3.1 Bewertung der Körber AG

Die *Körber AG* ist in den Geschäftsbereichen Automation, Logistik-Systeme, Werkzeugmaschinen, Pharma-Systeme, Tissue und Tabak tätig.<sup>280</sup> Zum Stichtag der Bewertung liegt das bilanzielle Eigenkapital bei 1,8 Mrd. EUR.<sup>281</sup>

Eine Einschätzung der Unternehmensleitung zur erwarteten Umsatzentwicklung, die im Rahmen der DCF-Prognose verwendet werden kann, besteht nicht. Daher wird das künftige Umsatzwachstum aus den Wachstumsraten abgeleitet, die in den zurückliegenden Geschäftsjahren erzielt wurden. Der unverschuldete Beta-Faktor für die *Körber AG* beträgt 1,03.<sup>282</sup> Im Ergebnis ergibt sich nach dem DCF-Verfahren für das Eigenkapital ein Marktwert in Höhe von 1,6 Mrd. EUR. Das vereinfachte Ertragswertverfahren führt zu einem Wert in Höhe von 2,8 Mrd. EUR. Der Multiplikator für Unternehmen der Automation, Werkzeug- und Verpackungsmaschinen beträgt das 15,7-fache des EBIT.<sup>283</sup> Damit ergibt sich für das Eigenkapital der *Körber AG* ein Marktwert in Höhe von 2,0 Mrd. EUR.

<b>Körber AG</b>	
<b>Bewertungsergebnisse</b>	
DCF-Verfahren	1,6 Mrd. EUR
Vereinfachter Ertragswert	2,8 Mrd. EUR
Multiplikator-Verfahren	2,0 Mrd. EUR

**Tab. 6: Bewertungsergebnisse für die Körber AG**  
Quelle: Eigene Darstellung

<sup>277</sup> *Körber-Stiftung* (2018a), S. 1.

<sup>278</sup> *Körber-Stiftung* (2018b), S. 1.

<sup>279</sup> *Körber-Stiftung* (2018b), S. 1.

<sup>280</sup> *Körber AG* (2017), S. 52 f.

<sup>281</sup> *Körber AG* (2017), S. 59.

<sup>282</sup> *KPMG* (2017), S. 32.

<sup>283</sup> *Finance Business Media GmbH* (2018), S. 80 f.

### 3.3.3.2 Beteiligung der Körber-Stiftung

Die Stiftung hält 100% der Kapitalanteile und 100% der Stimmrechte.<sup>284</sup> Die Beteiligung an der *Körber AG* ist nach dem DCF-Verfahren ungefähr 1,6 Mrd. EUR wert. Das Verhältnis aus Marktwert und Buchwert für die Beteiligung liegt bei Faktor 3,1.

### 3.3.4 Mahle-Stiftung GmbH

Die *Mahle-Stiftung GmbH* wurde 1964 von *Hermann Mahle* und *Ernst Mahle* begründet. Die Stiftung ist an der *Mahle GmbH* beteiligt. Ein Stiftungsbericht wird jährlich veröffentlicht und beinhaltet eine Bilanz und GuV.<sup>285</sup> Die Beteiligung an der *Mahle GmbH* ist mit einem Buchwert in Höhe von 273,5 Mio. EUR aktiviert.<sup>286</sup>

#### 3.3.4.1 Bewertung der Mahle GmbH

Die *Mahle GmbH* ist ein international etablierter Zulieferer für die Automobilindustrie. Geschäftsfelder sind Motorsysteme und -komponenten, Filtration und Motorperipherie, Thermomanagement und Mechatronik.<sup>287</sup> Zum 31.12.2016 beträgt der Buchwert des Eigenkapitals der *Mahle GmbH* 2,7 Mrd. EUR.<sup>288</sup>

In 2017 erwartet die Geschäftsführung einen Anstieg der Umsatzerlöse um 2,5%.<sup>289</sup> Mittelfristig wird von branchenüblichen Wachstumsraten ausgegangen.<sup>290</sup> Nach einer Studie von *McKinsey & Company* und der *European Association of Automotive Suppliers* werden für die Automobilzuliefererindustrie bis 2020 jährliche Wachstumsraten in Höhe von ca. 6,0% erwartet.<sup>291</sup> Dieser Wert wird als mittelfristiger Wachstumsfaktor herangezogen. Der unverschuldete Beta-Faktor für die Automobilzuliefererindustrie liegt bei 0,99.<sup>292</sup> Der Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens beträgt nach dem DCF-Verfahren etwa 5,4 Mrd. EUR. Aus dem vereinfachten Ertragswertverfahren resultiert eine Bewertung in Höhe von 2,9 Mrd. EUR. Der EBIT-Multiplikator liegt bei 15,7.<sup>293</sup> Damit ergibt sich für das Eigenkapital ein Marktwert in Höhe von 4,9 Mrd. EUR.

---

<sup>284</sup> *Körber-Stiftung* (2016), S. 1.

<sup>285</sup> *Mahle-Stiftung GmbH* (2017), S. 4.

<sup>286</sup> *Mahle-Stiftung GmbH* (2017), S. 68.

<sup>287</sup> *Mahle GmbH* (2017), S. 85.

<sup>288</sup> *Mahle GmbH* (2017), S. 109.

<sup>289</sup> Die entsprechende Pressemitteilung (22.09.2017) ist elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.mahle.com/de/investor-relations/news-&-downloads/downloads/index.jsp>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>290</sup> *Mahle GmbH* (2017), S. 105.

<sup>291</sup> *McKinsey & Company* (2017), S. 21.

<sup>292</sup> *KPMG* (2017), S. 38.

<sup>293</sup> *Finance Business Media GmbH* (2018), S. 80 f.

## ***Mahle GmbH***

### **Bewertungsergebnisse**

DCF-Verfahren	5,4 Mrd. EUR
Vereinfachter Ertragswert	2,9 Mrd. EUR
Multiplikator-Verfahren	4,9 Mrd. EUR

**Tab. 7: Bewertungsergebnisse für die Mahle GmbH**

Quelle: Eigene Darstellung

### **3.3.4.2 Beteiligung der Mahle-Stiftung GmbH**

Wesentlicher Vermögenswert der Stiftung ist eine 99,9%-ige Beteiligung an der *Mahle GmbH*.<sup>294</sup> 0,01% der Anteile und 100% der Stimmrechte werden durch den *Verein zur Förderung und Beratung der Mahle Gruppe e. V. (MABEG)* gehalten.<sup>295</sup> Nach dem DCF-Verfahren ergibt sich für die Beteiligung an der *Mahle GmbH* ein Marktwert in Höhe von 5,4 Mrd. EUR. Das Marktwert-Buchwert-Verhältnis beträgt 19,7.

### **3.3.5 Robert Bosch Stiftung GmbH**

1964 wurden zum Nachlass der *Familie Bosch* gehörende Anteile an der *Robert Bosch GmbH* in die *Robert Bosch Stiftung gGmbH* eingebracht.<sup>296</sup> In einem jährlichen Stiftungsbericht kann die Bilanz eingesehen werden.<sup>297</sup> Die Beteiligung an der *Robert Bosch Stiftung GmbH* wird mit rund 5,0 Mrd. EUR bilanziert.<sup>298</sup>

#### **3.3.5.1 Bewertung der Robert Bosch GmbH**

Die *Robert Bosch GmbH* ist in den Geschäftsfeldern Mobility Solutions, Industrial Technology, Consumer Goods und Energy & Building tätig.<sup>299</sup> Das Eigenkapital des Unternehmens wird mit 36,1 Mrd. EUR ausgewiesen.<sup>300</sup>

Für das Geschäftsjahr 2017 rechnet die Geschäftsführung der *Robert Bosch GmbH* mit einem Umsatzplus in Höhe von 6,7%.<sup>301</sup> Mittelfristig werden 8%-ige Wachstumsraten erwartet.<sup>302</sup> Die

<sup>294</sup> Zudem ist die *Mahle-Stiftung GmbH* an der *Filderklinik gGmbH* beteiligt. Der ökonomische Wert der Beteiligung an der *Filderklinik gGmbH* kann im Vergleich zur Beteiligung an der *Mahle GmbH* als gering eingestuft werden. Aus diesem Grund wird diese im Rahmen der Untersuchung nicht weiter berücksichtigt.

<sup>295</sup> *Mahle-Stiftung GmbH* (2017), S. 67; *Mahle GmbH* (2017), S. 80 f.

<sup>296</sup> Im weiteren Verlauf wird die Eigenschreibweise *Robert Bosch Stiftung GmbH* verwendet.

<sup>297</sup> *Robert Bosch Stiftung* (2017), S. 55.

<sup>298</sup> *Robert Bosch Stiftung* (2017), S. 56.

<sup>299</sup> *Robert Bosch GmbH* (2017), S. 57.

<sup>300</sup> *Robert Bosch GmbH* (2017), S. 71.

<sup>301</sup> Die entsprechende Pressemitteilung (30.01.2018) ist elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.bosch-presse.de/pressportal/de/de/bosch-steigert-umsatz-und-rendite-deutlich-141760.html>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>302</sup> *Robert Bosch GmbH* (2017), S. 30.



Einschätzungen werden als kurz- und mittelfristige Wachstumsfaktoren verwendet. Der gewichtete, unverschuldete Beta-Faktor liegt bei 0,95.<sup>303</sup> Damit ergibt sich nach dem DCF-Verfahren für das Eigenkapital des Unternehmens ein Marktwert in Höhe von 53,0 Mrd. EUR. Der vereinfachte Ertragswert liegt bei 53,8 Mrd. EUR. Der gewichtete EBIT-Multiplikator für die *Robert Bosch GmbH* ist 14,0.<sup>304</sup> In 2015 verkündete das Unternehmen, die bislang als Gemeinschaftsunternehmen geführten Gesellschaften *BSH Bosch Siemens Hausgeräte GmbH* und *ZF Lenksysteme GmbH* vollständig zu übernehmen.<sup>305</sup> Beide Gesellschaften wurden im Geschäftsjahr 2015 weitestgehend konsolidiert. In der Folge stieg das EBIT im Vergleich zum Vorjahr überdurchschnittlich. Bei der Multiplikator-Bewertung wird der EBIT aus 2014 daher nicht berücksichtigt. Damit ergibt sich für das Eigenkapital ein Marktwert in Höhe von 52,8 Mrd. EUR.

<b>Robert Bosch GmbH</b>	
<b>Bewertungsergebnisse</b>	
DCF-Verfahren	53,0 Mrd. EUR
Vereinfachter Ertragswert	53,8 Mrd. EUR
Multiplikator-Verfahren	52,8 Mrd. EUR

**Tab. 8: Bewertungsergebnisse für die Robert Bosch GmbH**

Quelle: Eigene Darstellung

### 3.3.5.2 Beteiligung der Robert Bosch Stiftung GmbH

Die *Robert Bosch Stiftung GmbH* hält eine 92%-ige Beteiligung am Unternehmen. Damit ist die Beteiligung der wesentliche Vermögenswert der Stiftung.<sup>306</sup> Die übrigen Unternehmensanteile liegen bei der Gründerfamilie (7,4%), der *Robert Bosch GmbH* (0,6%) und der *Robert Bosch Industriehand KG* (0,01%).<sup>307</sup> Die Stimmrechte liegen zu 93,2% bei der *Robert Bosch Industriehand KG*, zu 6,8% bei der Gründerfamilie.<sup>308</sup> Für die Beteiligung an der *Robert Bosch Stiftung GmbH* ergibt sich auf DCF-Basis ein Marktwert von 48,8 Mrd. EUR. Damit übersteigt der Marktwert der Beteiligung den Buchwert um das 9,7-fache.

<sup>303</sup> KPMG (2017), S. 38.

<sup>304</sup> *Finance Business Media GmbH* (2018), S. 80 f.

<sup>305</sup> *Robert Bosch GmbH* (2016), S. 23, S. 25.

<sup>306</sup> Zudem hält die *Robert Bosch Stiftung GmbH* weitere Vermögenswerte wie eine Beteiligung am *Robert-Bosch-Krankenhaus*. Der ökonomische Wert der übrigen Vermögenswerte kann im Vergleich zur Beteiligung an der *Robert Bosch GmbH* als gering eingestuft werden. Aus diesem Grund werden diese im Rahmen der Untersuchung nicht weiter berücksichtigt.

<sup>307</sup> *Robert Bosch Stiftung GmbH* (2017), S. 55; *Robert Bosch GmbH* (2017), S. 81.

<sup>308</sup> *Robert Bosch GmbH* (2017), S. 110.

### 3.3.6 Zeppelin-Stiftung

Die *Zeppelin-Stiftung* wurde 1908 gegründet. Seit 1947 wird das Vermögen der Stiftung treuhänderisch von der Stadt *Friedrichshafen* verwaltet. Bekannt ist, dass die Stiftung an der *ZF Friedrichshafen AG* und der *Zeppelin GmbH* beteiligt ist. Jahresberichte und Jahresabschlüsse der Stiftung sind nicht verfügbar.

#### 3.3.6.1 Bewertung der ZF Friedrichshafen AG

Die *ZF Friedrichshafen AG* ist schwerpunktmäßig in den Bereichen Antriebs- und Fahrwerktechnik sowie in der aktiven und passiven Sicherheitstechnik für die PKW- und Nutzfahrzeugindustrie tätig.<sup>309</sup> Der Buchwert des Eigenkapitals der *ZF Friedrichshafen AG* beträgt zum Stichtag 6,1 Mrd. EUR.<sup>310</sup>

In 2017 erwartet das Management einen Umsatzanstieg in Höhe von 3,0%.<sup>311</sup> Mittelfristig liegt das erwartete Wachstum bei etwa 6,0%.<sup>312</sup> Der Beta-Faktor für die Automobilzuliefererindustrie beträgt 0,99.<sup>313</sup> Die DCF-Bewertung führt zu einem Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 9,3 Mrd. EUR. Aus dem vereinfachten Ertragswertverfahren resultiert eine Bewertung in Höhe von 12,3 Mrd. EUR. Der Multiplikator für Unternehmen der Automobilzuliefererindustrie liegt bei dem 12,7-fachen des EBIT.<sup>314</sup> In 2015 akquirierte die *ZF Friedrichshafen AG* die *TRW Automotive Holding Corporation*.<sup>315</sup> Im Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2016 wird das akquirierte Unternehmen erstmalig vollständig konsolidiert. Vor diesem Hintergrund erscheint das EBIT, das in 2016 erzielt wurde, als Bezugsgröße für die Multiplikator-Bewertung geeignet. Im Ergebnis beträgt der Marktwert des Eigenkapitals etwa 8,4 Mrd. EUR.

<b>ZF Friedrichshafen AG</b>	
<b>Bewertungsergebnisse</b>	
DCF-Verfahren	9,3 Mrd. EUR
Vereinfachter Ertragswert	12,3 Mrd. EUR
Multiplikator-Verfahren	8,4 Mrd. EUR

**Tab. 9: Bewertungsergebnisse für die ZF Friedrichshafen AG**

Quelle: Eigene Darstellung

<sup>309</sup> *ZF Friedrichshafen AG* (2017), S. 24.

<sup>310</sup> *ZF Friedrichshafen AG* (2017), S. 35.

<sup>311</sup> Die entsprechende Pressemitteilung (03.08.2017) ist elektronisch veröffentlicht unter der URL: [https://www.zf.com/corporate/media/de\\_de/investor\\_relations/half\\_year\\_figures\\_media/2017\\_2/2017-08-03\\_PI\\_ZF-Half-Year-Figures-2017.pdf](https://www.zf.com/corporate/media/de_de/investor_relations/half_year_figures_media/2017_2/2017-08-03_PI_ZF-Half-Year-Figures-2017.pdf), abgerufen am 31.01.2018.

<sup>312</sup> *ZF Friedrichshafen AG* (2017), S. 50. Dieser Schätzwert entspricht dem erwarteten Branchenwachstum. Vgl. *McKinsey & Company* (2017), S. 21.

<sup>313</sup> *KPMG* (2017), S. 36.

<sup>314</sup> *Finance Business Media GmbH* (2018), S. 80 f.

<sup>315</sup> Die entsprechende Pressemitteilung (15.05.2015) ist elektronisch veröffentlicht unter der URL: [https://press.zf.com/site/press/de\\_de/microsites/press/list/release/release\\_8706.html](https://press.zf.com/site/press/de_de/microsites/press/list/release/release_8706.html), abgerufen am 31.01.2018.

### 3.3.6.2 Bewertung der Zeppelin GmbH

Die *Zeppelin GmbH* ist ein international tätiger Handels-, Engineering- und Dienstleistungskonzern. Schwerpunkte sind der Vertrieb und die Vermietung von Baumaschinen, Antriebs- und Energiesysteme sowie Anlagenbau.<sup>316</sup> Das Eigenkapital der *Zeppelin GmbH* liegt zum 31.12.2016 bei 633 Mio. EUR.<sup>317</sup>

In den Geschäftsjahren 2013 und 2014 verzeichnete die *Zeppelin GmbH* Umsatzrückgänge. In 2015 und 2016 stabilisierten sich die Wachstumsraten bei 1,2% und 1,4%. Der Ausblick der Geschäftsführung auf die künftige Umsatzentwicklung ist „verhalten optimistisch“. <sup>318</sup> Vor diesem Hintergrund erscheint es zweckmäßig, für die Prognose der Umsatzentwicklung und die künftigen Erweiterungsinvestitionsraten die vergangenen beiden Geschäftsjahre heranzuziehen, in denen sich das Geschäft stabilisierte. Der branchenspezifische Beta-Faktor liegt bei 0,91.<sup>319</sup> Damit ergibt sich für das Eigenkapital der *Zeppelin GmbH* ein Marktwert in Höhe von 0,7 Mrd. EUR. Der vereinfachte Ertragswert beträgt 0,7 Mrd. EUR. Der EBIT-Multiplikator für die *Zeppelin GmbH* liegt bei 15,7.<sup>320</sup> Analog zum Vorgehen bei der DCF-Bewertung wird der EBIT des Geschäftsjahres 2014, das von Restrukturierungen geprägt war, bei der Multiplikator-Bewertung nicht miteinbezogen. Im Ergebnis ergibt sich nach Multiplikator-Bewertung ein Marktwert in Höhe von 1,4 Mrd. EUR.

<i>Zeppelin GmbH</i>	
Bewertungsergebnisse	
DCF-Verfahren	0,7 Mrd. EUR
Vereinfachter Ertragswert	0,7 Mrd. EUR
Multiplikator-Verfahren	1,4 Mrd. EUR

**Tab. 10: Bewertungsergebnisse für die *Zeppelin GmbH***  
Quelle: Eigene Darstellung

### 3.3.6.3 Beteiligungen der Zeppelin-Stiftung

Die Stiftung ist mit 93,8% an der *ZF Friedrichshafen AG* beteiligt. Die verbleibenden 6,2% liegen bei der *Dr. Jürgen und Irmgard Ulderup Stiftung*.<sup>321</sup> Des Weiteren hält die Stiftung direkt und indirekt – über die *Luftschiffahrt Zeppelin GmbH* – 100% der Anteile an der *Zeppelin*

<sup>316</sup> *Zeppelin GmbH* (2017), S. 5-8.

<sup>317</sup> *Zeppelin GmbH* (2017), S. 79.

<sup>318</sup> *Zeppelin GmbH* (2017), S. 10.

<sup>319</sup> *KPMG* (2017), S. 36.

<sup>320</sup> *Finance Business Media GmbH* (2018), S. 80 f.

<sup>321</sup> *ZF Friedrichshafen AG* (2017), S. 24.

*GmbH*.<sup>322</sup> Die Beteiligungen stellen die wesentlichen Vermögenswerte der Stiftung dar.<sup>323</sup> Die Stimmrechte liegen entsprechend der Anteilsquoten bei den Stiftungen.<sup>324</sup> Mit der Beteiligungsquote in Höhe von 93,8% an der *ZF Friedrichshafen AG* kann der Marktwert der Beteiligung der *Zeppelin-Stiftung* nach DCF-Verfahren auf rund 8,7 Mrd. EUR geschätzt werden. Bei der *Zeppelin GmbH* ist die Stiftung alleiniger Eigentümer. Damit ist die Beteiligung auf DCF-Basis 0,7 Mrd. EUR wert. Der Gesamtwert beider Beteiligungen beträgt rund 9,4 Mrd. EUR.

### 3.3.7 Ergebnisse im Überblick

Tabelle 11 fasst die Bewertungsergebnisse zusammen. Die Anordnung der stiftungstragenden Unternehmen erfolgt in der eingangs gewählten Reihenfolge. Aufgeführt sind das bilanzielle Eigenkapital der Unternehmen sowie die Ergebnisse der drei Bewertungsverfahren. Bei dieser – wie auch bei allen nachfolgenden Auswertungen – ist zu beachten, dass der Bewertungsstichtag der *Carl Zeiss AG* und der *Schott AG* abweicht.

<b>Bewertungsergebnisse für das Eigenkapital der Unternehmen</b>				
<b>In Mrd. EUR</b>				
<b>Unternehmen</b>	<b>Buchwert</b>	<b>DCF</b>	<b>Ertragswert</b>	<b>Multiplikator</b>
<i>Bertelsmann SE &amp; Co. KGaA</i>	9,9	12,7	14,2	12,4
<i>Carl Zeiss AG</i>	3,4	8,7	7,4	8,5
<i>Schott AG</i>	0,8	1,9	2,2	2,3
<i>Körber AG</i>	1,8	1,6	2,8	2,0
<i>Mahle GmbH</i>	2,7	5,4	2,9	4,9
<i>Robert Bosch GmbH</i>	36,1	53,0	53,8	52,8
<i>ZF Friedrichshafen AG</i>	6,1	9,3	12,3	8,4
<i>Zeppelin GmbH</i>	0,6	0,7	0,7	1,4
<b>Gesamt</b>	<b>61,5</b>	<b>93,2</b>	<b>96,2</b>	<b>92,7</b>

**Tab. 11: Bewertungsergebnisse für das Eigenkapital der Unternehmen**

Quelle: Eigene Darstellung

Nach dem DCF-Verfahren ergibt sich für die bewerteten Unternehmen ein Gesamtwert in Höhe von 93,2 Mrd. EUR. Das vereinfachte Ertragswertverfahren führt zu einem Ergebnis in Höhe von 96,2 Mrd. EUR. Nach der Multiplikator-Bewertung liegt der Wert bei 92,7 Mrd. EUR. Dem gegenüber stehen Buchwerte in Höhe von 61,5 Mrd. Die Marktwerte des Eigenkapitals,

<sup>322</sup> *Zeppelin GmbH* (2017), S. 18.

<sup>323</sup> Über die *Luftschiffahrt Zeppelin GmbH* hält die *Zeppelin-Stiftung* weitere Beteiligungen. Der ökonomische Wert der übrigen Beteiligungen kann im Vergleich zu den Beteiligungen an den beiden Unternehmen als gering eingestuft werden. Aus diesem Grund werden diese im Rahmen der Untersuchung nicht weiter berücksichtigt. Eine Übersicht aller Tochter-gesellschaften der *Luftschiffahrt Zeppelin GmbH* wird elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.zeppelin-lz.com/beteiligungen.html>, abgerufen am 31.01.2018.

<sup>324</sup> *ZF Friedrichshafen AG* (2017), S. 25.

die ermittelt werden, übersteigen die Buchwerte des Eigenkapitals der Unternehmen damit deutlich.

Auf Ebene der Einzelergebnisse sind mitunter starke Unterschiede zwischen den Bewertungsverfahren festzustellen. Die vereinfachten Ertragswerte weichen in den meisten Fällen deutlich von den Ergebnissen auf DCF-Basis ab. Bei der Multiplikator-Bewertung sind die Differenzen im Vergleich zu den Ergebnissen des DCF-Verfahrens geringer als bei Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens. Bei vielen Unternehmen entspricht die Bewertung auf Basis der Multiplikatoren annähernd dem Ergebnis aus der DCF-Bewertung. Eine Überleitung der Bewertungsergebnisse ist auf Grund der erheblichen Vereinfachungen des vereinfachten Ertragswertverfahrens und der Multiplikator-Bewertung nicht möglich.

Bei allen Bewertungsverfahren wird der Marktwert des Eigenkapitals der *Robert Bosch GmbH* am höchsten bewertet. Die Ergebnisse bewegen sich zwischen 52,8 Mrd. EUR und 53,8 Mrd. EUR. Damit übersteigt der Marktwert des Eigenkapitals der *Robert Bosch GmbH* unabhängig von der Wahl des Verfahrens die Gesamtsumme der Marktwerte des Eigenkapitals der übrigen untersuchten Unternehmen (39,9 Mrd. EUR bis 42,4 Mrd. EUR).

Die Marktwerte, die für die Unternehmensbeteiligungen der Stiftungen ermittelt werden, sind in Tabelle 12 zusammengefasst. Dazu werden – die Verfügbarkeit einer Bilanz vorausgesetzt – die Buchwerte, mit denen die Beteiligungen bilanziert werden, und das Verhältnis aus Marktwert und Buchwert aufgeführt.

<b>Bewertungsergebnisse für die Unternehmensbeteiligungen</b>				
<b>In Mrd. EUR</b>				
<b>Stiftung</b>	<b>Beteiligung</b>	<b>Marktwert</b>	<b>Buchwert</b>	<b>Verhältnis</b>
<i>Bertelsmann Stiftung</i>	<i>Bertelsmann SE &amp; Co. KGaA</i>	8,5	0,6	14,3
<i>Carl-Zeiss-Stiftung</i>	<i>Carl Zeiss AG</i>	8,7	0,3	26,8
	<i>Schott AG</i>	1,9	0,5	4,0
<i>Körber-Stiftung</i>	<i>Körber AG</i>	1,6	0,5	3,1
<i>Mahle-Stiftung</i>	<i>Mahle GmbH</i>	5,4	0,3	19,7
<i>Robert Bosch Stiftung</i>	<i>Robert Bosch GmbH</i>	48,8	5,1	9,7
<i>Zeppelin Stiftung</i>	<i>ZF Friedrichshafen AG</i>	8,7	N.A.	N.A.
	<i>Zeppelin GmbH</i>	0,7		
<b>Gesamt</b>		<b>84,2</b>	<b>7,2</b>	<b>10,4</b>

**Tab. 12: Bewertungsergebnisse für die Unternehmensbeteiligungen**

Quelle: Eigene Darstellung

Der Gesamtwert der Unternehmensbeteiligungen, der in der vorliegenden Arbeit nach dem DCF-Verfahren ermittelt wurde, liegt bei 84,2 Mrd. EUR. Mit Ausnahme der *Zeppelin-Stiftung* veröffentlichen alle untersuchten Stiftungen eine Bilanz. Die Beteiligungen sind mit insgesamt 7,2 Mrd. EUR aktiviert. Der Marktwert der entsprechenden Unternehmensbeteiligungen (d. h.

ohne die Beteiligungen der *Zeppelin-Stiftung*) beträgt 74,8 Mrd. EUR. Setzt man diese aggregierten Werte in Relation, ergibt sich ein Marktwert-Buchwert-Verhältnis von 10,4.

Analog zu den Bewertungsergebnissen auf Unternehmensebene wird auch die Beteiligung der *Robert Bosch Stiftung GmbH* an der *Robert Bosch GmbH* mit Abstand am höchsten bewertet. Nach der DCF-Bewertung beträgt der Marktwert 48,8 Mrd. EUR. Damit liegt der Wert über der Summe der Marktwerte, die für die Beteiligungen der übrigen untersuchten Stiftungen ermittelt werden (35,4 Mrd. EUR).

Das Verhältnis aus Marktwert und Buchwert variiert von Stiftung zu Stiftung. Der geringste Unterschied ist bei der *Körber-Stiftung* festzustellen. Der Marktwert der Beteiligung an der *Körber AG*, der nach dem DCF-Verfahren bestimmt wird, übersteigt den Buchwert in der Bilanz der Stiftung um den Faktor 3,1. Am größten ist die Diskrepanz bei der *Carl-Zeiss-Stiftung* mit der Beteiligung an der *Carl Zeiss AG*. Hier liegt das Marktwert-Buchwert-Verhältnis bei 26,8.

Insgesamt zeigen die Bewertungsergebnisse, dass Marktwerte entsprechende Buchwerte deutlich übersteigen können. Dies gilt sowohl für die Marktwerte und Buchwerte des Eigenkapitals der Unternehmen als auch für die Marktwerte, die für die Beteiligungen der Stiftungen ermittelt werden, und die Buchwerte in den Stiftungsbilanzen. Damit veranschaulicht die Auswertung die Unzulänglichkeit von Buchwerten für eine Wertindikation und die Notwendigkeit, betriebswirtschaftliche Bewertungsverfahren anzuwenden.

### **3.4 Diskussion**

Zum Ende der Untersuchung werden die Bewertungsverfahren abschließend eingeordnet und generelle Empfehlungen für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand abgeleitet. Auf Basis der Marktwerte der Beteiligungen kann näherungsweise das Vermögen und die Kapitalverzinsung der untersuchten Stiftungen ermittelt werden. Außerdem können die Bewertungsergebnisse in den Kontext bestehender Schätzungen zum Vermögen deutscher Stiftungen eingeordnet werden.

#### **3.4.1 Beurteilung der Bewertungsverfahren**

Im theoretischen Teil der Arbeit wurde diskutiert, inwieweit die Bewertungsverfahren grundsätzlich für eine Anwendung im Stiftungskontext geeignet sind. Auf Grundlage der Untersuchung kann die Praktikabilität des DCF-Verfahrens, des vereinfachten Ertragswertverfahrens und des Multiplikator-Verfahrens beurteilt werden.

Das DCF-Verfahren ermöglicht eine theoriekonsistente Lösung des Bewertungsproblems. Unternehmensspezifische Aspekte können im Bewertungsmodell berücksichtigt werden. Nachteilig zu sehen sind die Komplexität des Verfahrens und das Erfordernis einer Prognose, die subjektiv und unter Unsicherheit erfolgt. Eine DCF-Bewertung ist mit einem erheblichen Aufwand und einer Vielzahl an Annahmen verbunden, die sich im Zeitablauf ändern können.

Auch setzt die Anwendung des Verfahrens die Verfügbarkeit umfangreicher Informationen voraus. In der vorliegenden Arbeit ist das DCF-Verfahren so konzipiert, dass die Jahresabschlüsse der zurückliegenden fünf Geschäftsjahre benötigt werden. Bewertungsrelevante Informationen, die darüber veröffentlicht werden, können für eine Verbesserung der Prognosequalität genutzt werden. Die Unternehmen, die im Rahmen der Untersuchung bewertet werden, publizieren Informationen zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage. Damit sind Analysen zur künftigen Geschäftsentwicklung möglich. Bei kleineren Unternehmen, die nicht publizieren, kann sich eine Anwendung des DCF-Verfahrens schwierig gestalten.

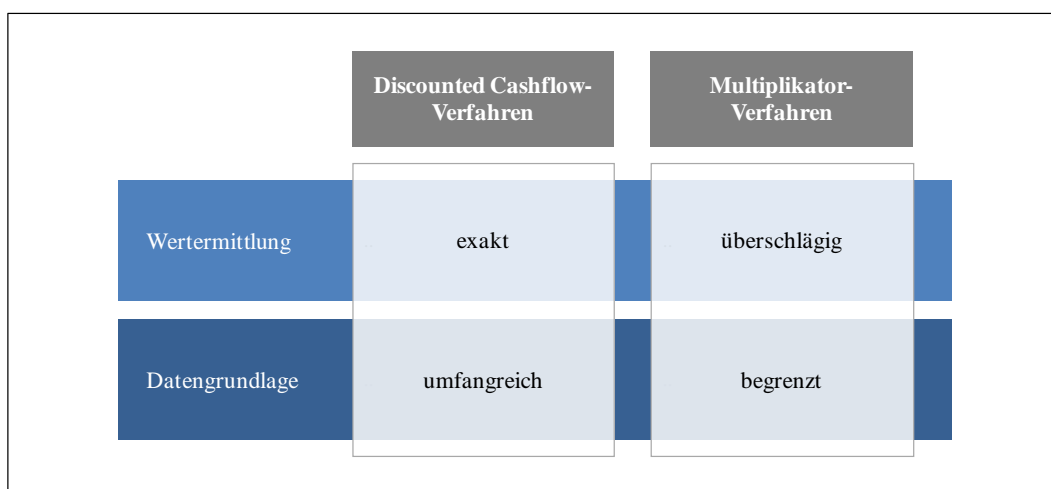
Dem gegenüber stehen das vereinfachte Ertragswertverfahren und das Multiplikator-Verfahren als stark verkürzte Bewertungskalküle. Beide Verfahren sind gewissermaßen objektiviert. Das vereinfachte Ertragswertverfahren ist durch den Gesetzgeber kodifiziert. Im Rahmen der Multiplikator-Bewertung wird auf Unternehmenswerte Bezug genommen, die durch den Kapitalmarkt objektiviert sind. Insofern eignen sich die Ergebnisse der Verfahren besser als Diskussionsgrundlage als eine subjektive Bewertung auf DCF-Basis.

Sowohl das vereinfachte Ertragswertverfahren als auch das Multiplikator-Verfahren, wie es in der vorliegenden Arbeit konzipiert ist, sind vergangenheitsorientiert. Die Komplexität der Verfahren und der Aufwand, der bei der Anwendung entsteht, sind verglichen mit dem DCF-Verfahren weitaus geringer. Bei der Ermittlung des vereinfachten Ertragswertes werden die Jahresüberschüsse der zurückliegenden drei Geschäftsjahre, Informationen zu den entsprechenden Ertragssteuern und zu nicht-betriebsnotwendigem Vermögen benötigt. Das Multiplikator-Verfahren basiert in der Untersuchung im Regelfall auf den EBIT-Größen der zurückliegenden drei Geschäftsjahre. Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen wird addiert. Damit fließen insgesamt weitaus weniger Informationen ein als bei Anwendung des DCF-Verfahrens. Eine Bewertung auf Basis der Informationen, die in den Jahresberichten der Stiftungen veröffentlicht werden, ist für keine der untersuchten Stiftungen möglich.

Die Analyse der Bewertungsergebnisse zeigt, dass eine Bewertung auf Basis von Multiplikatoren zu vergleichbaren Ergebnissen wie das DCF-Verfahren führen kann. Im Gegensatz dazu weichen die vereinfachten Ertragswerte in vielen Fällen deutlich von den Marktwerten der DCF-Bewertung ab. Vor diesem Hintergrund erscheint es zweckmäßig, das

Bewertungsverfahren je nach Zielsetzung einer Bewertung und Verfügbarkeit bewertungsrelevanter Informationen auszuwählen (Abbildung 8).

Soll eine Unternehmensbeteiligung in Stiftungshand möglichst exakt bewertet werden und sind umfangreiche Informationen für eine Bewertung vorhanden, empfiehlt sich die Anwendung des DCF-Verfahrens. Bei einer überschlägigen Wertermittlung oder einer Bewertung, bei der aggregierte Ergebnisse von Interesse sind (z. B. bei einer systematischen Erhebung zum Vermögen von Stiftungen), kann auch die Anwendung von Multiplikatoren in Betracht gezogen werden. Gleiches gilt, wenn die Informationsgrundlage für eine DCF-Bewertung nicht ausreicht. Zu prüfen ist, ob eine Bewertung auf Basis von Multiplikatoren möglich ist.



**Abb. 8: Kriterien für die Wahl eines geeigneten Bewertungsverfahrens**  
Quelle: Eigene Darstellung

Denkbar wäre außerdem, dass der Buchwert einer Unternehmensbeteiligung in der Bilanz einer Stiftung bekannt ist, aber keine bewertungsrelevanten Informationen zum Unternehmen verfügbar sind. In einem solchen Fall kann das durchschnittliche Verhältnis aus Marktwerten und Buchwerten, das bei den untersuchten Stiftungen festgestellt wurde, übertragen werden, um den Wert einer Beteiligung überschlägig zu schätzen.

### 3.4.2 Vermögen der untersuchten Stiftungen

Die Unternehmensbeteiligungen sind Bestandteil des Grundstockvermögens der Stiftungen. Neben den Beteiligungen können die Stiftungen weitere Vermögenswerte als auch Schulden bilanzieren. Um auf Basis des Marktwertes einer Unternehmensbeteiligung auf das Vermögen einer Stiftung schließen zu können, ist grundsätzlich eine Bewertung aller Vermögenswerte und Schulden erforderlich. Mit der Saldierung der Wertsummen kann das Reinvermögen einer Stiftung bestimmt werden. Im Fokus der vorliegenden Arbeiten stehen die Unternehmens-



beteiligungen der Stiftungen. Auf eine Bewertung der übrigen Vermögenswerte und Schulden wird daher verzichtet.

Eine Bilanzanalyse zeigt, dass die untersuchten Stiftungen neben den Unternehmensbeteiligungen nur wenige weitere Vermögenswerte halten. Gleiches gilt für Schulden, die nur in Ausnahmefällen in geringer Höhe bestehen. Insofern kann mit der Bewertung der Unternehmensbeteiligungen im Wesentlichen auf das Vermögen der Stiftungen geschlossen werden. Um das Gesamtvermögen einer Stiftung zu schätzen, können übrige Vermögenswerte und Schulden entweder vollständig vernachlässigt oder Buchwerte als Wertuntergrenze herangezogen werden. Tabelle 13 enthält die Marktwerte der Unternehmensbeteiligungen nach dem DCF-Verfahren sowie die Buchwerte der übrigen Vermögenswerte und Schulden der Stiftungen. Sondervermögen, das einzelne Stiftungen treuhänderisch verwalten, wird im Rahmen dieser Auswertung nicht berücksichtigt.

<b>Bilanzanalyse</b>					
<b>In Mrd. EUR</b>					
<b>Stiftung</b>	<b>Beteiligung</b>	<b>Marktwert</b>	<b>Übrige VW (Buchwert)</b>	<b>Schulden (Buchwert)</b>	<b>Saldo</b>
<i>Bertelsmann Stiftung</i>	<i>Bertelsmann SE &amp; Co. KGaA</i>	8,5	0,6	0,0	9,1
<i>Carl-Zeiss-Stiftung</i>	<i>Carl Zeiss AG</i>	8,7	0,1	0,0	10,6
	<i>Schott AG</i>	1,9			
<i>Körber-Stiftung</i>	<i>Körber AG</i>	1,6	0,0	0,0	1,6
<i>Mahle-Stiftung</i>	<i>Mahle GmbH</i>	5,4	0,0	0,0	5,4
<i>Robert Bosch Stiftung</i>	<i>Robert Bosch GmbH</i>	48,8	0,2	0,1	49,0
<i>Zeppelin Stiftung</i>	<i>ZF Friedrichshafen AG</i>	8,7	N.A.	N.A.	9,4
	<i>Zeppelin GmbH</i>	0,7			
<b>Gesamt</b>		<b>84,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>85,1</b>

**Tab. 13: Bilanzanalyse**  
Quelle: Eigene Darstellung

Neben den Marktwerten der Unternehmensbeteiligungen in Höhe von 84,2 Mrd. EUR bilanzieren die Stiftungen übrige Vermögenswerte (VW) in Höhe von 1,0 Mrd. EUR. Dem gegenüber stehen Schulden, die mit rund 0,1 Mrd. EUR passiviert sind. Werden die Buchwerte als Wertuntergrenze bei der Bestimmung des Stiftungsvermögens verwendet, beträgt das Gesamtvermögen der untersuchten Stiftungen rund 85,1 Mrd. EUR.

Die Gegenüberstellung verdeutlicht, dass bei den untersuchten Stiftungen die übrigen Vermögenswerte und Schulden im Vergleich zu den Unternehmensbeteiligungen wertmäßig vernachlässigt werden können. Es ist davon auszugehen, dass auch eine umfangreiche Bewertung der übrigen Vermögenswerte und Schulden zu keiner anderen Gesamtaussage führen würde. Das Vermögen der untersuchten Stiftungen entspricht im Wesentlichen dem Marktwert der Unternehmensbeteiligungen.

Wie eingangs erläutert, werden an die Verwaltung von Stiftungsvermögen besondere Anforderungen gestellt. Finanzielle Risiken sind zu vermeiden, Vermögenswerte sind zu diversifizieren. Angesichts der Erkenntnis, dass das Vermögen der Stiftungen im Wesentlichen aus den Beteiligungen an den Unternehmen besteht, stellt sich die Frage, inwieweit mit der gegenwärtigen Vermögensallokation der Stiftungen diesen Grundsätzen entsprochen wird. Die vorliegende Arbeit behandelt Fragestellungen der Unternehmensbewertung. Angrenzende Problemfelder – wie die Frage der Vermögensdiversifikation der untersuchten Stiftungen – können daher aufgezeigt, an dieser Stelle aber nicht abschließend diskutiert werden.

### 3.4.3 Kapitalverzinsung

Die Stiftungen erhalten aus den Beteiligungen an den Unternehmen im Regelfall Dividenden. Bei den Unternehmen werden die Ausschüttungen als Dividende erfasst, bei den Stiftungen führen die Dividendenzahlungen in der GuV zu Erträgen aus Beteiligungen. Auf Basis absoluter Zahlungen kann nicht auf die Kapitalverzinsung geschlossen werden. Im Kontext der Bewertung können die Dividendenzahlungen in Relation zum Marktwert der Beteiligungen gesetzt werden. Im Ergebnis kann eine Dividendenrendite ermittelt werden.<sup>325</sup>

Tabelle 14 zeigt die Marktwerte der Beteiligungen nach dem DCF-Verfahren zum Bewertungsstichtag, die Dividenden, die den Stiftungen im entsprechenden Geschäftsjahr zufließen, und die Dividendenrenditen aus Perspektive der Stiftungen. Insgesamt erhielten die sechs Stiftungen Dividendenzahlungen in Höhe von 364 Mio. EUR. Im Verhältnis zur Gesamtsumme der Marktwerte, die sich nach der DCF-Bewertung für die Unternehmensbeteiligungen ergeben, entspricht dies einer durchschnittlichen Dividendenrendite in Höhe von 0,4%. Der niedrigste Wert ist mit 0,1% bei der *Mahle-Stiftung GmbH* festzustellen. Die höchsten Werte ergeben sich mit 1,4% bei der *Bertelsmann Stiftung* und der *Zeppelin-Stiftung* (aus der Beteiligung an der *Zeppelin GmbH*).

<b>Kapitalverzinsung</b>				
<b>In Mrd. EUR</b>				
<b>Stiftung</b>	<b>Beteiligung</b>	<b>Marktwert</b>	<b>Dividende</b>	<b>Rendite</b>
<i>Bertelsmann Stiftung</i>	<i>Bertelsmann SE &amp; Co. KGaA</i>	8,5	0,120	1,4%
<i>Carl-Zeiss-Stiftung</i>	<i>Carl Zeiss AG</i>	8,7	0,025	0,3%
	<i>Schott AG</i>	1,9	0,006	0,3%
<i>Körber-Stiftung</i>	<i>Körber AG</i>	1,6	0,020	1,3%
<i>Mahle-Stiftung</i>	<i>Mahle GmbH</i>	5,4	0,006	0,1%
<i>Robert Bosch Stiftung</i>	<i>Robert Bosch GmbH</i>	48,8	0,127	0,3%
<i>Zeppelin Stiftung</i>	<i>ZF Friedrichshafen AG</i>	8,7	0,050	0,6%
	<i>Zeppelin GmbH</i>	0,7	0,010	1,4%
<b>Gesamt</b>		<b>84,2</b>	<b>0,364</b>	<b>0,4%</b>

**Tab. 14: Kapitalverzinsung**  
Quelle: Eigene Darstellung

<sup>325</sup> Vgl. Bösch (2016), S. 105.

Die Auswertung veranschaulicht, dass die Kapitalverzinsung einer Stiftung erst im Kontext der Bewertung beurteilt werden kann. Die höchste Dividendenzahlung in 2016 erhielt unter den untersuchten Stiftungen die *Robert Bosch Stiftung GmbH* mit knapp 127 Mio. EUR. Im Relation zum Marktwert der Beteiligung, der sich nach dem DCF-Verfahren in der vorliegenden Arbeit ergibt, entspricht dieser absolute Wert einer Dividendenrendite in Höhe von 0,3% – ein Wert, der unter der durchschnittlichen Kapitalverzinsung der untersuchten Stiftungen liegt.

Offen bleibt an dieser Stelle, ob die ermittelten Dividendenrenditen einem Vergleich mit der Kapitalverzinsung standhalten, die Investoren bei börsen-notierten Vergleichsunternehmen erwarten, und welche wettbewerbsrechtlichen Konsequenzen sich möglicherweise ergeben. In Verbindung mit der Erkenntnis, dass die Unternehmensbeteiligungen den wesentlichen Teil des Vermögens der Stiftungen darstellen, ist zudem von Interesse, inwieweit Risiko und Ertrag der Stiftungen in einem angemessenen Verhältnis stehen. Wie auch im Falle der voranstehenden Überlegungen zur Vermögensallokation der Stiftungen sei darauf verwiesen, dass eine abschließende Beantwortung dieser Fragen im Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht möglich ist. Deutlich wird aber, dass sich im Kontext der Bewertung grundlegende Fragen zur Risiko-Ertrags-Struktur der untersuchten Stiftungen stellen.

### **3.4.4 Plausibilität bestehender Hochrechnungen**

Statistiken zum Stiftungsvermögen umfassen Ranglisten, die Stiftungen nach Vermögen ordnen, und Schätzungen zum Gesamtvermögen deutscher Stiftungen. Die Erhebungen basieren in der Regel auf dem bilanziellen Eigenkapital von Stiftungen. Im Kontext der vorliegenden Arbeit ist es möglich, die Plausibilität bestehender Schätzungen zu prüfen.

Eine Hochrechnung, auf die häufig Bezug genommen wird, wird seitens des *Bundesverband Deutscher Stiftungen* vorgenommen. Demnach wird das Gesamtvermögen der Stiftungen aller Rechtsformen in Deutschland auf rund 100 Mrd. EUR taxiert. Weitere Informationen, wie diese Schätzung zu Stande kommt, werden nicht zur Verfügung gestellt. Es wird lediglich darauf hingewiesen, dass die Schätzung auf Basis von Buchwerten erfolgt.<sup>326</sup>

Dies bedeutet, dass auch für die Unternehmensbeteiligungen der gemeinwohlorientierten Stiftungen, die in der vorliegenden Arbeit untersucht werden, Buchwerte zu Grunde gelegt werden. Wie in den voranstehenden Kapiteln dargelegt, betragen die Buchwerte der Beteiligungen der untersuchten Stiftungen in Summe 7,2 Mrd. EUR. Die *Zeppelin-Stiftung* veröffentlicht keine Bilanz. Für die Beteiligungen an den beiden Unternehmen liegen daher

---

<sup>326</sup> Vgl. Falk (2011), S. 10 f.

keine Buchwerte vor. Unklar ist, mit welchem Wert die Unternehmensbeteiligungen der *Zeppelin-Stiftung* in die Hochrechnung des *Bundesverband Deutscher Stiftungen* einfließen.

Die Anwendung betriebswirtschaftlicher Bewertungsverfahren verdeutlicht, dass Buchwerte als Wertindikator ungeeignet sind. Nach dem DCF-Verfahren betragen die Marktwerte der untersuchten Unternehmensbeteiligungen rund 84,2 Mrd. EUR (inkl. der Beteiligungen der *Zeppelin-Stiftung*). Die Gegenüberstellung von Marktwerten und Buchwerten zeigt, dass die Aussagekraft bestehender Ranglisten und Schätzungen zum Gesamtvermögen deutscher Stiftungen begrenzt ist. Die Marktwerte der untersuchten Unternehmensbeteiligungen liegen deutlich über den Buchwerten, die der *Bundesverband Deutscher Stiftungen* zu Grunde legt. Damit deuten die Bewertungsergebnisse darauf hin, dass die Schätzung zum Gesamtvermögen deutscher Stiftungen in Höhe von 100 Mrd. EUR deutlich zu niedrig angesetzt ist und Stiftungen in Deutschland ein weitaus größeres Vermögen verwalten als bislang angenommen. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwieweit die wirtschaftliche Bedeutung von Stiftungen in Deutschland richtig eingeordnet wird.

## **4 Schlussbetrachtung**

### **4.1 Zusammenfassung**

Eine Besonderheit des deutschen Stiftungswesens liegt darin, dass Stiftungen alleinige Eigentümer von Unternehmen sein können. Im Kontext der Unternehmensbewertung ergeben sich vor diesem Hintergrund vielfältige Fragestellungen. Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Bewertung der Unternehmensbeteiligungen großer gemeinwohlorientierter Stiftungen in Deutschland.

Nach den definitorischen und theoretischen Grundlagen des Stiftungswesens in Deutschland und der Unternehmensbewertung werden die Bewertungsverfahren auf ihre Eignung im Stiftungskontext diskutiert. In diesem Zusammenhang werden auch Problemfelder wie die oftmals vorzufindende Trennung von Kapital und Stimmrechten im Stiftungswesen aufgezeigt. Hierbei zeigt sich, dass sich das DCF-Verfahren grundsätzlich für eine Bewertung von Unternehmensbeteiligungen in Stiftungshand anbietet. Inwieweit komplexitätsreduzierende Verfahren wie das vereinfachte Ertragswertverfahren und Multiplikatoren für eine übersichtliche Wertermittlung geeignet sein können, wird im praktischen Teil der Arbeit untersucht.

Bewertet werden acht Beteiligungen, die sechs große gemeinwohlorientierte Stiftungen an nicht-börsennotierten Unternehmen halten. Die Bewertungsergebnisse veranschaulichen, dass die Marktwerte der Unternehmensbeteiligungen deutlich über den Buchwerten liegen, mit denen die Beteiligungen bilanziert werden. Eine Bilanzanalyse zeigt, dass auf Basis der Marktwerte der Beteiligungen näherungsweise auf das Vermögen der untersuchten Stiftungen geschlossen werden kann. Zudem können im Kontext der Bewertung die Dividenden, die den Stiftungen als Beteiligungserträge zufließen, in Relation gesetzt und die Kapitalverzinsung der Stiftungen bestimmt werden.

Hinsichtlich der Praktikabilität der Bewertungsverfahren lässt sich feststellen, dass das vereinfachte Ertragswertverfahren und die Anwendung von Multiplikatoren im Vergleich zum DCF-Verfahren mit einem deutlich geringeren Bewertungsaufwand verbunden sind. Insgesamt sind die Ergebnisse des Multiplikator-Verfahrens eher mit den Resultaten der DCF-Bewertung vergleichbar. Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, das Bewertungsverfahren je nach Zielsetzung einer Bewertung und Verfügbarkeit von Informationen auszuwählen. Steht eine exakte Wertermittlung im Vordergrund und sind umfangreiche bewertungsrelevante Informationen vorhanden, empfiehlt sich das DCF-Verfahren. Im Falle einer überschlägigen Wertermittlung oder einer limitierten Datengrundlage kann die Anwendung von Multiplikatoren in Betracht gezogen werden.

Bestehende Erhebungen zum Stiftungsvermögen in Deutschland basieren regelmäßig auf den Buchwerten, mit denen Vermögenswerte in den Bilanzen der Stiftungen ausgewiesen werden. In der vorliegenden Arbeit wird gezeigt, dass Buchwerte als Wertindikator ungeeignet sind. Die Bewertungsergebnisse deuten darauf hin, dass das Gesamtvermögen deutscher Stiftungen tendenziell deutlich zu niedrig geschätzt wird.

## **4.2 Ausblick**

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit werden exemplarisch die Beteiligungen untersucht, die große gemeinwohlorientierte Stiftungen in Deutschland an nicht-börsennotierten Unternehmen halten. Auf dieser Grundlage ergeben sich Anknüpfungspunkte für weitere Untersuchungen.

Im Laufe der Untersuchung wurde deutlich, dass im Kontext der Bewertung grundlegende Problemfelder aufgezeigt werden können, die weiter zu diskutieren sind. Insbesondere Vermögensallokation und Kapitalverzinsung der untersuchten Stiftungen werfen Fragen auf.

Die Erkenntnisse zur Bewertung von Unternehmensbeteiligungen im Stiftungskontext können dazu genutzt werden, das Gesamtvermögen unternehmensverbundener Stiftungen in

Deutschland systematisch zu erfassen. Sind die Unternehmen börsennotiert, können für die Beteiligungen der Stiftungen Verkehrswerte angesetzt werden. Unternehmen, die vollständig in Stiftungsbesitz sind, können auf Basis der im Rahmen der vorliegenden Arbeit vorgestellten Multiplikatoren bewertet werden. Im Ergebnis ist eine überschlägige Schätzung für das Vermögen unternehmensverbundener Stiftungen in Deutschland möglich.

Zudem bieten sich Untersuchungen an, die sich mit der Bewertung weiterer Vermögenswerte wie Grundstücke, Immobilien oder Kunstwerken beschäftigen. Empfehlungen, wie derartige Vermögenswerte im Vermögen von Stiftungen zu bewerten sind, können – in Kombination mit den Erkenntnissen der vorliegenden Arbeit – die Grundlage für eine umfassende Erhebung zum Gesamtvermögen von Stiftungen in Deutschland bilden.

## Literaturverzeichnis

- Achleitner, Ann-Kristin / Block, Jörn (2018);** Hybride Organisationen an der Schnittstelle zwischen Gewinn- und Gemeinwohlorientierung, in: *Achleitner, Ann-Kristin / Block, Jörn / Strachwitz, Graf Rupert (Hrsg.) (2018); Stiftungsunternehmen: Theorie und Praxis - Grundlagen, Perspektiven, Fallbeispiele*, Wiesbaden, S. 3-20.
- Achleitner, Ann-Kristin / Block, Jörn / Strachwitz, Graf Rupert (Hrsg.) (2018);** *Stiftungsunternehmen: Theorie und Praxis - Grundlagen, Perspektiven, Fallbeispiele*, Wiesbaden.
- Ahlemeyer, Nils / Burger, Anton (2016);** Wertorientiertes Controlling, München.
- Albrecht, Titus Maximilian (2012);** Gemeinnütziges Stiftungswesen und sozio-ökonomischer Wandel - Probleme und Lösungswege in Recht und Ökonomie einer Leitbild-Stiftung des Privatrechts, Berlin.
- Anheier, Helmut (2003);** Das Stiftungswesen in Deutschland - Eine Bestandaufnahme in Zahlen, in: *Bertelsmann Stiftung (Hrsg.) (2003); Handbuch Stiftungen - Ziele - Projekte - Management - Rechtliche Gestaltung*, 2. Aufl., Wiesbaden, S. 43-85.
- Baetge, Jörg / Kirsch, Hans-Jürgen (Hrsg.) (2005);** Schriften zum Revisionswesen, Düsseldorf.
- Baetge, Jörg / Kirsch, Hans-Jürgen / Thiele, Stefan (Hrsg.) (2009);** Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung, Band 15, Köln.
- Bak, Jacek (2003);** Aktienrecht zwischen Markt und Staat – Eine ökonomische Kritik des Prinzips der Satzungsstrenge, Wiesbaden.
- Ballwieser, Wolfgang (2012);** Unternehmensbewertung zwischen Fakten und Fiktionen, in: *Bayerische Akademie der Wissenschaften (2012); Sitzungsberichte*, Jahrgang 12, Heft 3.
- Ballwieser, Wolfgang / Hachmeister, Dirk (2016);** Unternehmensbewertung - Prozess, Methoden und Probleme, 5. Aufl., Stuttgart.
- Becker, Hans Paul (2016);** Finanzierung - Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, 7. Aufl., Wiesbaden.
- Berndt, Reinhardt / Nordhoff, Frank (Hrsg.) (2016);** Rechnungslegung und Prüfung von Stiftungen, München.
- Bertelsmann Stiftung (Hrsg.) (2003);** *Handbuch Stiftungen - Ziele - Projekte - Management - Rechtliche Gestaltung*, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Bischoff, Johannes Georg / Kellermann, Alfred / Sieben, Günter / Herzig, Norbert (Hrsg.) (2014);** *Steuer, Wirtschaft und Recht*, Band 341, Köln.
- Bott, Claudia (2002);** Aktionärsstruktur, Kontrolle und Erfolg von Unternehmen, Wiesbaden.

- Böcking, Hans-Joachim / Hommel, Michael / Wüstemann, Jens (Hrsg.) (2009);** Rechnungswesen und Unternehmensüberwachung, Wiesbaden.
- Bösch, Martin (2016);** Finanzwirtschaft - Investition, Finanzierung, Finanzmärkte und Steuerung, 3. Aufl., München.
- Bundesverband deutscher Stiftungen (Hrsg.) (2011);** StiftungsRatgeber, Band 6, Berlin.
- Busse, Jan Simon / Paarz, Michael (2012);** Rechnungslegung von Nonprofit-Organisationen - Arbeitshilfen - Fallbeispiele - Checklisten - Materialien, Weinheim.
- Busse von Colbe, Walther (1957);** Der Zukunftserfolg, Wiesbaden.
- Carstensen, Carsten (1996);** Vermögensverwaltung, Vermögenserhaltung und Rechnungslegung gemeinnütziger Stiftungen, 2. Aufl., Frankfurt am Main.
- Coenenberg, Adolf / Haller, Axel / Schultze, Wolfgang (2009);** Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse - Betriebswirtschaftliche, handels-rechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundsätze - HGB, IFRS, US-GAAP, 21. Aufl., Stuttgart.
- Copeland, Tom / Koller, Tim / Murrin, Jack (2002);** Unternehmenswert - Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmens-führung, 3. Aufl., Frankfurt am Main u. a.
- Damodaran, Aswath (2012);** Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3<sup>rd</sup> Edition, New Jersey.
- Doppstadt, Joachim / Koss, Claus / Toepler, Stefan (Hrsg.) (2002);** Vermögen von Stiftungen, Gütersloh.
- Döring, Caterina (2010);** Die Stiftung als Finanzierungsinstrument für Unternehmen, in: *Kloepfer, Michael / Marxen, Klaus / Schröder, Rainer* (Hrsg.) (2010); Berliner Juristische Universitätsschriften, Band 60, Berlin.
- Drukarczyk, Jochen / Schüler, Andreas (2016);** Unternehmensbewertung, 7. Aufl., München.
- Ebermann, Thomas / Sprengel, Rainer (2005);** Die größten deutschen Stiftungen - Ergebnisse einer Stiftungsrecherche, in: *Maecenata Institut für Philantrophie und Zivilgesellschaft* (Hrsg.) (2005); Opusculum, Nr. 17, Berlin.
- Ernst, Dietmar / Häcker, Joachim (2011);** Applied International Corporate Finance, 2. Aufl., München.
- Ernst, Dietmar / Schneider, Sonja / Thielen, Bjoern (2012);** Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen - Ein Praxis-leitfaden, 5. Aufl., München.
- Eulerich, Marc / Welge, Martin (2011);** Die Einflussnahme von Stiftungen auf die unternehmerische Tätigkeit deutscher Großunternehmen, in: *Hans-Böckler-Stiftung* (Hrsg.) (2011); Unternehmensmit-bestimmung und Unternehmenssteuerung, Arbeitspapier 198, Düsseldorf.



- Falk, Hermann (2011);** Vermögensanlage - Stiftungen professionell verwalten - ein Leitfaden, in: *Bundesverband deutscher Stiftungen* (Hrsg.) (2011); *StiftungsRatgeber*, Band 6, Berlin.
- Feick, Martin (Hrsg.) (2015);** *Stiftung als Nachfolgeinstrument*, München.
- Fischer, Daniel (2015);** *Stiftungsvermögen*, in: *Feick, Martin* (Hrsg.) (2015); *Stiftung als Nachfolgeinstrument*, München, S. 29-35.
- Fleschutz, Karin (2008);** *Die Stiftung als Nachfolgeinstrument für Unternehmen - Handlungsempfehlungen für die Ausgestaltung und Überführung*, Wiesbaden.
- Franke, Florian (2009);** Synergien in Rechtsprechung und Rechnungslegung – Behandlung von Synergiepotentialen im Gesellschafts- und Handelsrecht, in: *Böcking, Hans-Joachim / Hommel, Michael / Wüstemann, Jens* (Hrsg.) (2009); *Rechnungswesen und Unternehmensüberwachung*, Wiesbaden.
- Franke, Günter (2018);** Sind stiftungstragende Unternehmen besser?, in: *Achleitner, Ann-Kristin / Block, Jörn / Strachwitz, Graf Rupert* (Hrsg.) (2018); *Stiftungsunternehmen: Theorie und Praxis - Grundlagen, Perspektiven, Fallbeispiele*, Wiesbaden, S. 69-95.
- Fritz, Stefan (2008);** *Das Stiftungsvermögen und seine Anlagen*, in: *Werner, Olaf / Saenger, Ingo* (Hrsg.) (2008); *Die Stiftung - Recht, Steuern, Wirtschaft*, Berlin, S. 263-311.
- Frodermann, Jürgen / Jannott, Dirk (Hrsg.) (2017);** *Handbuch des Aktienrechts*, Heidelberg.
- Geldmacher, Detlef (2000);** *Marktorientierte Managerkontrolle - Stimmrechte als Kontrollinstrument*, Wiesbaden.
- Godron, Axel (2015);** *Stiftungs-GmbH bzw. gGmbH*, in: *Feick, Martin* (Hrsg.) (2015); *Stiftung als Nachfolgeinstrument*, München, S. 377-395.
- Götz, Hellmut (2014);** Einleitung, in: *Götz, Hellmut / Pach-Hanssenheimb, Ferdinand* (Hrsg.) (2014); *Handbuch der Stiftung*, 2. Aufl., Herne, S. 51-56.
- Götz, Hellmut / Pach-Hanssenheimb, Ferdinand (Hrsg.) (2014);** *Handbuch der Stiftung*, 2. Aufl., Herne.
- Gramlich, Dieter / Hinz, Holger (Hrsg.) (2005);** *Kapitalmarkt, Unternehmen und Information - Wertanalyse und Wertsteuerung von Unternehmen auf finanziellen Märkten*, Wiesbaden.
- Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) (2011);** *Unternehmensmitbestimmung und Unternehmenssteuerung*, Arbeitspapier 198, Düsseldorf.
- Hartmann, Maren (2005);** *Die gemeinnützige Stiftung*, in: *Strachwitz, Rupert Graf / Mercker, Florian* (Hrsg.) (2005); *Stiftungen in Theorie, Recht und Praxis - Handbuch für ein modernes Stiftungswesen*, Berlin, S. 381-399.
- Helbling, Carl (2005);** *Innerer Wert und Kapitalmarktwert des Unternehmens - Unterschiede in der Bewertungsmethode*, in: *Gramlich, Dieter / Hinz, Holger* (Hrsg.) (2005);

Kapitalmarkt, Unternehmen und Information – Wertanalyse und Wertsteuerung von Unternehmen auf finanziellen Märkten, Wiesbaden, S. 405-428.

**Hering, Thomas (2014)**; Unternehmensbewertung, 3. Aufl., München.

**Herrmann, Markus (1996)**; Unternehmenskontrolle durch Stiftungen - Untersuchung der Performancewirkungen, Wiesbaden.

**Herrmann, Markus (1997)**; Funktioniert die Unternehmenskontrolle durch Stiftungen? Eine empirische Untersuchung der Performance stiftungsgetragener Unternehmen, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (1997), Jahrgang 49, Heft 6, S. 499-534.

**Heuel, Markus (2000)**; Die Entwicklung der Unternehmensträgerstiftung in Deutschland, Baden-Baden.

**Hof, Hagen (2009)**; Vermögen und Erträge, in: *Seifart, Werner / von Campenhausen, Axel Freiherr* (Hrsg.) (2009); Handbuch des Stiftungswesens, 2. Aufl., München, S. 264-312.

**Hölscher, Reinhold (2010)**; Investition, Finanzierung und Steuern, München.

**Hölscher, Reinhold / Helms, Nils (2018)**; Investition und Finanzierung, 2. Aufl., Berlin.

**Ihlau, Susann / Duscha, Hendrik (2015)**; Liquidationswert, in: *Peemöller, Volker* (Hrsg.) (2015); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung - Grundlagen und Methoden, Bewertungsverfahren, Besonderheiten bei der Bewertung, 6. Aufl., Herne, S. 807-830.

**Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) (2008)**; IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i. d. F. 2008), Düsseldorf.

**Ivens, Michael (2012)**; Hamburger Handbuch zur Vermögensnachfolge, Herne.

**Jannott, Dirk / Hagemann, Marcel (2017)**; Grundlagen, in: *Frodermann, Jürgen / Jannott, Dirk* (Hrsg.) (2017); Handbuch des Aktienrechts, Heidelberg, S. 21-96.

**Karami, Behzad (2014)**; Unternehmensbewertung in Spruchverfahren beim "Squeeze Out" - Der Zeitaspekt in Gesetz, Rechtsprechung und Gutachterpraxis aus funktionaler Sicht, in: *Matschke, Manfred Jürgen / Hering, Thomas / Olbrich, Michael / Klingelhöfer, Heinz Eckhart / Brösel, Gerrit* (Hrsg.) (2014); Finanzwirtschaft, Unternehmensbewertung & Revisionswesen, Wiesbaden.

**Kloepfer, Michael / Marxen, Klaus / Schröder, Rainer (Hrsg.) (2010)**; Berliner Juristische Universitätsschriften, Berlin.

**Koelen, Peter (2009)**; Investitionstheoretische Bewertungskalküle in der IFRS-Rechnungslegung - Möglichkeiten und Grenzen einer unternehmenswertorientierten Berichterstattung, in: *Baetge, Jörg / Kirsch, Hans-Jürgen / Thiele, Stefan* (Hrsg.) (2009); Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung, Band 15, Köln.

**Koller, Tim / Goedhart, Marc / Wessels, David (2015)**; Valuation - Measuring and managing the value of companies, 6<sup>th</sup> Edition, Hoboken u. a.

- Koss, Claus (2002);** Die Bewertung von Stiftungsvermögen, in: *Doppstadt, Joachim / Koss, Claus / Toepler, Stefan* (Hrsg.) (2002); Vermögen von Stiftungen, Gütersloh, S. 11-75.
- Koss, Claus (2013);** Rechnungslegung, in: *Meyn, Christian / Richter, Andreas / Koss, Claus / Gollan, Anna Katharina* (Hrsg.) (2013); Die Stiftung - Umfassende Erläuterungen, Beispiele und Musterformulare für die Rechtspraxis, 3. Aufl., Freiburg, S. 507-642.
- Krag, Joachim / Kasperzak, Rainer (2000);** Grundzüge der Unternehmensbewertung, München.
- Kranebitter, Gottwald / Maier, David (Hrsg.) (2017);** Unternehmensbewertung für Praktiker, 3. Aufl., Wien.
- Kruschwitz, Lutz (2014);** Investitionsrechnung, 14. Aufl., München.
- Kruschwitz, Lutz / Löffler, Andreas / Essler, Wolfgang (2009);** Unternehmensbewertung für die Praxis - Fragen und Antworten, Stuttgart.
- Kuhner, Christoph / Maltry, Helmut (2006);** Unternehmensbewertung, Berlin u. a.
- Lintner, John (1965);** Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: *Review of Economics and Statistics* (1965), Vol. 47, No. 1, S. 13-37.
- Löhnert, Peter / Böckmann, Ulrich (2015);** Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: *Peemöller, Volker* (Hrsg.) (2015); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung - Grundlagen und Methoden, Bewertungsverfahren, Besonderheiten bei der Bewertung, 6. Aufl., Herne, S. 785-806.
- Lücke, Wolfgang (1955);** Investitionsrechnungen auf der Grundlage von Ausgaben oder Kosten?, in: *Zeitschrift für handels-wissenschaftliche Forschung* (1955), Jahrgang 7, Heft 6, S. 310-324.
- Maier, David (2017);** Bewertungsanlässe und -funktionen, in: *Kranebitter, Gottwald / Maier, David* (Hrsg.) (2017); Unternehmensbewertung für Praktiker, 3. Aufl., Wien.
- Mandl, Gerwald / Rabel, Klaus (2015);** Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick), in: *Peemöller, Volker* (Hrsg.) (2015); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung - Grundlagen und Methoden, Bewertungsverfahren, Besonderheiten bei der Bewertung, 6. Aufl., Herne, S. 51-94.
- Markowitz, Harry (1952);** Portfolio Selection, in: *The Journal of Finance* (1952), Vol. 7, No. 1, S. 77-91.
- Matschke, Manfred Jürgen / Brösel, Jürgen (2007);** Unternehmensbewertung - Funktionen, Methoden, Grundsätze, 3. Aufl., Wiesbaden.
- Matschke, Manfred Jürgen / Hering, Thomas / Olbrich, Michael / Klingelhöfer, Heinz Eckhart / Brösel, Gerrit (Hrsg.) (2014);** Finanzwirtschaft, Unternehmensbewertung & Revisionswesen, Wiesbaden.

- Meyn, Christian / Richter, Andreas / Koss, Claus / Gollan, Anna Katharina (Hrsg.) (2013);** Die Stiftung - Umfassende Erläuterungen, Beispiele und Musterformulare für die Rechtspraxis, 3. Aufl., Freiburg.
- Mondello, Enzo (2017);** Aktienbewertung - Theorie und Anwendungsbeispiele, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Mossin, Jan (1966);** Equilibrium in a Capital Asset Market, in: *Econometrica* (1966), Vol. 34, No. 4, S. 768-782.
- Moxter, Adolf (1983);** Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Nordhoff, Frank (2016);** Publizität von Stiftungen, in: *Berndt, Reinhardt / Nordhoff, Frank (Hrsg.) (2016); Rechnungslegung und Prüfung von Stiftungen*, München, S. 293-301.
- Obermeier, Thomas / Gasper, Richard (2008);** Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung, München.
- Orth, Manfred (2009);** Publizität, in: *Seifart, Werner / von Campenhausen, Axel Freiherr (Hrsg.) (2009); Handbuch des Stiftungswesens*, 2. Aufl., München, S. 752-765.
- Peemöller, Volker (Hrsg.) (2015);** Praxishandbuch der Unternehmensbewertung - Grundlagen und Methoden, Bewertungsverfahren, Besonderheiten bei der Bewertung, 6. Aufl., Herne.
- Pellens, Bernhard / Hillebrandt, Franca (2001);** Vorzugaktien vor dem Hintergrund der Corporate Governance-Diskussion, in: *Die Aktiengesellschaft* (2001), Jahrgang 46, Heft 2, S. 57-67.
- Perridon, Louis / Steiner, Manfred / Rathgeber, Andreas (2017);** Die Finanzwirtschaft der Unternehmung, 17. Aufl., München.
- Petitt, Barbara / Ferris, Kenneth (2013);** Valuation for Mergers and Acquisitions, 2<sup>nd</sup> Edition, New Jersey.
- Preinreich, Gabriel (1937);** Valuation and Amortisation, in: *Accounting Review* (1937), Vol. 12, No. 3, 1937, S. 209-226.
- Preißler, Michael / Hegemann, Jürgen / Seltenreich, Stephan (Hrsg.) (2009);** Erbschaftssteuerreform 2009 - Die Neuregelungen des Erbschafts- und Bewertungsrechts, Freiburg.
- Rappaport, Alfred (1999);** Shareholder Value - Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Aufl., Stuttgart.
- Reichmann, Thomas (2011);** Controlling mit Kennzahlen - Die systemgestützte Controlling-Konzeption mit Analyse- und Reportinginstrumenten, 8. Aufl., München.
- Saenger, Ingo (2008);** Die Wahl der Rechtsform Stiftung, in: *Werner, Olaf / Saenger, Ingo (Hrsg.) (2008); Die Stiftung - Recht, Steuern, Wirtschaft*, Berlin, S. 95-119.

**Schlüter, Andreas (2005);** Die Stiftung als Unternehmenseigentümerin, in: *Strachwitz, Rupert Graf / Mercker, Florian* (Hrsg.) (2005); *Stiftungen in Theorie, Recht und Praxis - Handbuch für ein modernes Stiftungswesen*, Berlin, S. 315-327.

**Schredelseker, Klaus (2013);** *Grundlagen der Finanzwirtschaft - Ein informationsökonomischer Zugang*, 2. Aufl., München.

**Schröder, Sebastian (2014);** Unternehmensbewertung für Zwecke der Erbschafts- und Schenkungssteuer - Analyse der Steuerbemessungsfunktion der Unternehmensbewertung und ökonomische Rechtskritik am Gesetz zur Reform des Erbschaftssteuer- und Bewertungsrechts, in: *Bischoff, Johannes Georg / Kellermann, Alfred / Sieben, Günter / Herzig, Norbert* (Hrsg.) (2014); *Steuer, Wirtschaft und Recht*, Band 341, Köln.

**Schultze, Wolfgang (2003);** *Methoden der Unternehmensbewertung - Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven*, 2. Aufl., Düsseldorf.

**Schwalme, Sebastian (2010);** Grundsätze ordnungsgemäßer Vermögensverwaltung bei Stiftungen - Vermögensausstattung, Bestands-erhaltung, Kapitalanlage, in: *Kloepfer, Michael / Marxen, Klaus / Schröder, Rainer* (Hrsg.) (2010); *Berliner Juristische Universitätsschriften*, Band 58, Berlin.

**Seifart, Werner / von Campenhausen, Axel Freiherr (Hrsg.) (2009);** *Handbuch des Stiftungswesens*, 2. Aufl., München, S. 7-14.

**Seltenreich, Stephan (2009);** Relevante Änderungen bei der Bewertung, in: *Preißler, Michael / Hegemann, Jürgen / Seltenreich, Stephan* (Hrsg.) (2009); *Erbschaftssteuerreform 2009 - Die Neuregelungen des Erbschafts- und Bewertungsrechts*, Freiburg, S. 103-136.

**Seppelfricke, Peter (2007);** *Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung - Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose*, 3. Aufl., Stuttgart.

**Sharpe, William Forsyth (1964);** *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium and Conditions of Risk*, in: *Journal of Finance* (1964), Vol. 19, No. 3, S. 425-442.

**Sieben, Günter / Maltry, Helmut (2015);** Der Substanzwert der Unternehmung, in: *Peemöller, Volker* (Hrsg.) (2015); *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung - Grundlagen und Methoden, Bewertungsverfahren, Besonderheiten bei der Bewertung*, 6. Aufl., Herne, S. 759-784.

**Sprengel, Rainer (2004);** Die gemeinnützige Aktiengesellschaft (gAG): Renaissance einer Organisationsform für bürgerschaftliches Engagement? – Ein sozialwissenschaftlicher Problemaufriss. Berlin.

**Spremann, Klaus (2010);** *Finance*, 4. Aufl., München.

**Spremann, Klaus / Ernst, Dietmar (2011);** *Unternehmensbewertung - Grundlagen und Praxis*, 2. Aufl., München.

**Stellbrink, Jörn (2005)**; Der Restwert in der Unternehmensbewertung, in: *Baetge, Jörg / Kirsch, Hans-Jürgen* (Hrsg.) (2005); Schriften zum Revisionswesen, Düsseldorf.

**Strachwitz, Rupert Graf (1994)**; Stiftungen - nutzen, führen und errichten: ein Handbuch, Frankfurt am Main u. a.

**Strachwitz, Rupert Graf (2018)**; Stiftungen als Unternehmensträger - Grundsätzliche und praktische Fragestellungen aus Stiftungssicht, in: *Achleitner, Ann-Kristin / Block, Jörn / Strachwitz, Graf Rupert* (Hrsg.) (2018); Stiftungsunternehmen: Theorie und Praxis - Grundlagen, Perspektiven, Fallbeispiele, Wiesbaden, S. 21-35.

**Strachwitz, Rupert Graf / Mercker, Florian (Hrsg.) (2005)**; Stiftungen in Theorie, Recht und Praxis - Handbuch für ein modernes Stiftungs-wesen, Berlin.

**von Campenhausen, Axel Freiherr (2009)**; Erscheinungsformen, in: *Seifart, Werner / von Campenhausen, Axel Freiherr* (Hrsg.) (2009); Handbuch des Stiftungswesens, 2. Aufl., München, S. 7-14.

**von Löwe, Christian (2016)**; Familienstiftung und Nachfolgegestaltung, 2. Aufl., München.

**Werner, Olaf / Saenger, Ingo (Hrsg.) (2008)**; Die Stiftung - Recht, Steuern, Wirtschaft, Berlin.

**Wigand, Klaus / Haase-Theobald, Cordula / Heuel, Markus / Stolte, Stefan (2015)**; Stiftungen in der Praxis - Recht, Steuern, Beratung, 4. Aufl., Wiesbaden.

**Wöhe, Günter / Döring Ulrich (2013)**; Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 25. Aufl., München.

## **Geschäfts- und Jahresberichte**

**Bertelsmann SE & Co. KGaA (2013)**; Geschäftsbericht 2012, Gütersloh, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bertelsmann.de/investor-relations/finanzpublikationen/finanzberichte/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Bertelsmann SE & Co. KGaA (2014)**; Geschäftsbericht 2013, Gütersloh, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bertelsmann.de/investor-relations/finanzpublikationen/finanzberichte/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Bertelsmann SE & Co. KGaA (2015)**; Geschäftsbericht 2014, Gütersloh, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bertelsmann.de/investor-relations/finanzpublikationen/finanzberichte/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Bertelsmann SE & Co. KGaA (2016)**; Geschäftsbericht 2015, Gütersloh, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bertelsmann.de/investor-relations/finanzpublikationen/finanzberichte/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Bertelsmann SE & Co. KGaA (2017)**; Geschäftsbericht 2016, Gütersloh, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bertelsmann.de/investor-relations/finanzpublikationen/finanzberichte/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Bertelsmann Stiftung** (2017); Jahresabschluss 2016, Gütersloh, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.bertelsmann-stiftung.de/de/publikationen/infomaterial/jahresabschluss-2016/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Carl Zeiss AG** (2013); Geschäftsjahr 2012/2013 ZEISS Gruppe, Oberkochen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeiss.de/corporate/annual-report/download.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Carl Zeiss AG** (2014); Geschäftsjahr 2013/2014 ZEISS Gruppe, Oberkochen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeiss.de/corporate/annual-report/download.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Carl Zeiss AG** (2015); Geschäftsjahr 2014/2015 ZEISS Gruppe, Oberkochen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeiss.de/corporate/annual-report/download.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Carl Zeiss AG** (2016); Geschäftsjahr 2015/2016 ZEISS Gruppe, Oberkochen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeiss.de/corporate/annual-report/download.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Carl Zeiss AG** (2017); Geschäftsjahr 2016/2017 ZEISS Gruppe, Oberkochen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeiss.de/corporate/annual-report/download.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Carl-Zeiss-Stiftung** (2007); Jahresbericht der Carl-Zeiss-Stiftung für das Geschäftsjahr 2006/2007, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.carl-zeiss-stiftung.de/41-0-Jahresberichte.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Carl-Zeiss-Stiftung** (2016); Jahresbericht der Carl-Zeiss-Stiftung für das Geschäftsjahr 2015/2016, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.carl-zeiss-stiftung.de/41-0-Jahresberichte.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Körber AG** (2013); Jahresbericht 2012, Hamburg, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.koerber.de/de.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Körber AG** (2014); Jahresbericht 2013, Hamburg, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.koerber.de/de.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Körber AG** (2015); Jahresbericht 2014, Hamburg, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.koerber.de/de.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Körber AG** (2016); Jahresbericht 2015, Hamburg, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.koerber.de/de.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Körber AG** (2017); Jahresbericht 2016, Hamburg, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.koerber.de/de.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Körber-Stiftung** (2014); Satzung, Hamburg, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.koerber-stiftung.de/ueber-uns/transparenz.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Körper-Stiftung** (2018a); Die Körper-Stiftung im Profil, Hamburg, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.koerber-stiftung.de/ueber-uns.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Körper-Stiftung** (2018b); Bilanz und GuV, Hamburg, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.koerber-stiftung.de/ueber-uns/transparenz.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Mahle GmbH** (2013); Geschäftsbericht 2012, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.mahle.com/de/investor-relations/financial-reports/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Mahle GmbH** (2014); Geschäftsbericht 2013, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.mahle.com/de/investor-relations/financial-reports/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Mahle GmbH** (2015); Geschäftsbericht 2014, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.mahle.com/de/investor-relations/financial-reports/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Mahle GmbH** (2016); Geschäftsbericht 2015, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.mahle.com/de/investor-relations/financial-reports/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Mahle GmbH** (2017); Geschäftsbericht 2016, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.mahle.com/de/investor-relations/financial-reports/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Mahle-Stiftung GmbH** (2017); Geschäftsbericht 2016, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.mahle-stiftung.de/downloads/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Reinhard Mohn Stiftung** (2017); Jahresbericht 2016, Gütersloh, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.reinhard-mohn-stiftung.de/stiftung/reinhard-mohn-stiftung/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Robert Bosch GmbH** (2013); Geschäftsbericht 2012, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bosch.com/de/bosch-gruppe/zahlen-und-fakten/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Robert Bosch GmbH** (2014); Geschäftsbericht 2013, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bosch.com/de/bosch-gruppe/zahlen-und-fakten/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Robert Bosch GmbH** (2015); Geschäftsbericht 2014, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bosch.com/de/bosch-gruppe/zahlen-und-fakten/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Robert Bosch GmbH** (2016); Geschäftsbericht 2015, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bosch.com/de/bosch-gruppe/zahlen-und-fakten/>, abgerufen am 31.01.2018.



**Robert Bosch GmbH** (2017); Geschäftsbericht 2016, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.bosch.com/de/bosch-gruppe/zahlen-und-fakten/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Robert Bosch Stiftung GmbH** (2017); Tätigkeitsbericht 2016, Stuttgart, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.bosch-stiftung.de/de/wer-wir-sind/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Schott AG** (2013); Jahresbericht 2012/2013, Mainz, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [http://www.schott.com/german/company/annual\\_reporting/index.html](http://www.schott.com/german/company/annual_reporting/index.html), abgerufen am 31.01.2018.

**Schott AG** (2014); Jahresbericht 2013/2014, Mainz, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [http://www.schott.com/german/company/annual\\_reporting/index.html](http://www.schott.com/german/company/annual_reporting/index.html), abgerufen am 31.01.2018.

**Schott AG** (2015); Jahresbericht 2014/2015, Mainz, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [http://www.schott.com/german/company/annual\\_reporting/index.html](http://www.schott.com/german/company/annual_reporting/index.html), abgerufen am 31.01.2018.

**Schott AG** (2016); Jahresbericht 2015/2016, Mainz, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [http://www.schott.com/german/company/annual\\_reporting/index.html](http://www.schott.com/german/company/annual_reporting/index.html), abgerufen am 31.01.2018.

**Schott AG** (2017); Jahresbericht 2016/2017, Mainz, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [http://www.schott.com/german/company/annual\\_reporting/index.html](http://www.schott.com/german/company/annual_reporting/index.html), abgerufen am 31.01.2018.

**Zeppelin GmbH** (2013); Geschäftsbericht 2012, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeppelin.com/de/Presse/Publicationen/Geschäftsberichte.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Zeppelin GmbH** (2014); Geschäftsbericht 2013, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeppelin.com/de/Presse/Publicationen/Geschäftsberichte.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Zeppelin GmbH** (2015); Geschäftsbericht 2014, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeppelin.com/de/Presse/Publicationen/Geschäftsberichte.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Zeppelin GmbH** (2016); Geschäftsbericht 2015, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeppelin.com/de/Presse/Publicationen/Geschäftsberichte.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Zeppelin GmbH** (2017); Geschäftsbericht 2016, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.zeppelin.com/de/Presse/Publicationen.html>, abgerufen am 01.01.2018.

**ZF Friedrichshafen AG** (2013); Geschäftsbericht 2012, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [https://www.zf.com/corporate/de\\_de/company/investor\\_relations/financial\\_reports/financial\\_reports\\_cp.html](https://www.zf.com/corporate/de_de/company/investor_relations/financial_reports/financial_reports_cp.html), abgerufen am 31.01.2018.

**ZF Friedrichshafen AG** (2014); Geschäftsbericht 2013, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [https://www.zf.com/corporate/de\\_de/company/investor\\_relations/financial\\_reports/financial\\_reports\\_cp.html](https://www.zf.com/corporate/de_de/company/investor_relations/financial_reports/financial_reports_cp.html), abgerufen am 31.01.2018.

**ZF Friedrichshafen AG** (2015); Geschäftsbericht 2014, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [https://www.zf.com/corporate/de\\_de/company/investor\\_relations/financial\\_reports/financial\\_reports\\_cp.html](https://www.zf.com/corporate/de_de/company/investor_relations/financial_reports/financial_reports_cp.html), abgerufen am 31.01.2018.

**ZF Friedrichshafen AG** (2016); Geschäftsbericht 2015, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [https://www.zf.com/corporate/de\\_de/company/investor\\_relations/financial\\_reports/financial\\_reports\\_cp.html](https://www.zf.com/corporate/de_de/company/investor_relations/financial_reports/financial_reports_cp.html), abgerufen am 31.01.2018.

**ZF Friedrichshafen AG** (2017); Geschäftsbericht 2016, Friedrichshafen, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [https://www.zf.com/corporate/de\\_de/company/investor\\_relations/financial\\_reports/financial\\_reports\\_cp.html](https://www.zf.com/corporate/de_de/company/investor_relations/financial_reports/financial_reports_cp.html), abgerufen am 31.01.2018.

## **Sonstige Quellen**

**Bundesverband deutscher Stiftungen**; Liste der größten gemeinwohlorientierten Stiftungen in Deutschland und Informationen zur Erstellung, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.stiftungen.org/stiftungen/zahlen-und-daten/liste-der-groessten-stiftungen.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Deutsche Börse AG** (2004); Die Indizes der Deutsche Börse AG – Information Services, Frankfurt am Main, elektronisch veröffentlicht unter der URL: [http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/de/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_downloads/20\\_in\\_dices\\_misc/Information\\_Services\\_Indizes.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/20_in_dices_misc/Information_Services_Indizes.pdf), abgerufen am 31.01.2018.

**Finance Business Media GmbH** (2018); Finance Magazin, 18. Jg., Heft 1, Frankfurt am Main, in Auszügen elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://www.finance-magazin.de/fileadmin/PDF/Multiples/FINANCE-Multiples-01-2018.pdf>, abgerufen am 31.01.2018; Branchen-Zuordnung: <https://www.finance-magazin.de/research/multiples/branchenzuordnung/>, abgerufen am 31.01.2018; Berechnungsgrundlage: <https://www.finance-magazin.de/research/multiples/>, abgerufen am 31.01.2018.

**KPMG** (2017); Kapitalkostenstudie 2017, Hamburg, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <https://home.kpmg.com/de/de/home/themen/2017/11/kapitalkostenstudie-2017.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Mahle GmbH**; Pressemitteilung (22.09.2017), elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.mahle.com/de/investor-relations/news-&-downloads/downloads/index.jsp>, abgerufen am 31.01.2018.

**McKinsey & Company** (2017); New Rules for Winners – Ensuring the Competitiveness of the Automotive Supplier Industry, Düsseldorf, elektronisch veröffentlicht unter der URL:

<https://www.mckinsey.de/automobilzulieferer-chancen-ueberwiegen-aber-mit-neuen-herausforderungen/>, abgerufen am 31.01.2018.

**Robert Bosch GmbH**; Pressemitteilung (30.01.2018), elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.bosch-presse.de/pressportal/de/de/bosch-steigert-umsatz-und-rendite-deutlich-141760.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**Schott AG**; Pressemitteilung (19.01.2018), elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.schott.com/german/news/press.html?NID=com5323>, abgerufen am 31.01.2018.

**Zeppelin-Stiftung**; Beteiligungen der Luftschiffahrt Zeppelin GmbH, elektronisch veröffentlicht unter der URL: <http://www.zeppelin-lz.com/beteiligungen.html>, abgerufen am 31.01.2018.

**ZF Friedrichshafen AG**; Pressemitteilung (15.05.2015), elektronisch veröffentlicht unter der URL: [https://press.zf.com/site/press/de\\_de/microsites/press/list/release/release\\_8706.html](https://press.zf.com/site/press/de_de/microsites/press/list/release/release_8706.html), abgerufen am 31.01.2018.

**ZF Friedrichshafen AG**; Pressemitteilung (03.08.2017), elektronisch veröffentlicht unter der URL: [https://www.zf.com/corporate/media/de\\_de/investor\\_relations/half\\_year\\_figures\\_media/2017\\_2/2017-08-03\\_PI\\_ZF-Half-Year-Figures-2017.pdf](https://www.zf.com/corporate/media/de_de/investor_relations/half_year_figures_media/2017_2/2017-08-03_PI_ZF-Half-Year-Figures-2017.pdf), abgerufen am 31.01.2018.

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Stiftungsvermögen.....	9
Abb. 2:	Wertkonzeptionen.....	12
Abb. 3:	Bewertungsverfahren im Überblick .....	12
Abb. 4:	Discounted Cashflow-Verfahren im Überblick.....	15
Abb. 5:	Trennung von Kapital und Stimmrecht .....	31
Abb. 6:	Eingrenzung der untersuchten Stiftungen .....	35
Abb. 7:	Bewertungszeitraum .....	37
Abb. 8:	Kriterien für die Wahl eines geeigneten Bewertungsverfahrens .....	63

## Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Berechnungsschema Free Cashflow .....	37
Tab. 2:	Angepasstes Berechnungsschema Free Cashflow .....	43
Tab. 3:	Bewertungsergebnisse für die <i>Bertelsmann SE &amp; Co. KGaA</i> .....	50
Tab. 4:	Bewertungsergebnisse für die <i>Carl Zeiss AG</i> .....	52
Tab. 5:	Bewertungsergebnisse für die <i>Schott AG</i> .....	52
Tab. 6:	Bewertungsergebnisse für die <i>Körber AG</i> .....	53
Tab. 7:	Bewertungsergebnisse für die <i>Mahle GmbH</i> .....	55
Tab. 8:	Bewertungsergebnisse für die <i>Robert Bosch GmbH</i> .....	56
Tab. 9:	Bewertungsergebnisse für die <i>ZF Friedrichshafen AG</i> .....	57
Tab. 10:	Bewertungsergebnisse für die <i>Zeppelin GmbH</i> .....	58
Tab. 11:	Bewertungsergebnisse für das Eigenkapital der Unternehmen .....	59
Tab. 12:	Bewertungsergebnisse für die Unternehmensbeteiligungen.....	60
Tab. 13:	Bilanzanalyse .....	64
Tab. 14:	Kapitalverzinsung .....	65

## Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
AO	Abgabenordnung
APV	Adjusted Present Value
BewG	Bewertungsgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BW	Barwert
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	<i>Composite DAX</i>
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DCF-Verfahren	Discounted Cashflow-Verfahren
DDM	Dividendendiskontierungsmodell
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
i. d. F.	in der Fassung
IDW	<i>Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland</i>
IPO	Initial Public Offering
JÜ	Jahresüberschuss
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
MABEG	<i>Verein zur Förderung und Beratung der Mahle Gruppe e. V.</i>
Mio.	Million/-en
Mrd.	Milliarde/-n
n. a.	nicht verfügbar
NBV	nicht-betriebsnotwendiges Vermögen
NOPLAT	Net operating profit less adjusted taxes
oFCF	operativer Free Cashflow
PKW	Personenkraftwagen
PublG	Publizitätsgesetz
Rn.	Randnummer
SE	Societas Europaea
Tz.	Textziffer
VW	Vermögenswert
WACC	Weighted Average Cost of Capital

- 2017
- Nr. 99**      **Foundation owned firms**  
a comparative study of stakeholder approaches  
*Matthias Draheim, Günter Franke*
- Nr. 100**      **Visualizing the knowledge of Voluntary and Nonprofit Sector Research:**  
Panorama and Foundation  
*Min Chen, Chao Min*
- Nr. 101**      **Transparenz in deutschen Sportstiftungen**  
Eine Untersuchung anhand der Kriterien der "Initiative Transparente Zivilgesellschaft"  
*Oliver Grubert, Matthias Kasper, Daniel Priller*
- Nr. 102**      **Zivilgesellschaftliche Akteure in erinnerungskulturellen Projekten**  
*Stephanie Alberding*
- Nr. 103**      **Flüchtlingshilfe und sorgende Gemeinschaft**  
Kirchengemeinden auf dem Weg in die Zivilgesellschaft  
*Henning von Vieregge*
- Nr. 104**      **The Space for Civil Society: Shrinking? Growing? Changing?**  
*Mareike Alscher, Eckhard Priller, Susanne Ratka, Rupert Graf Strachwitz*
- Nr. 105**      **Legitime Institution oder bloß legale Einrichtung?**  
*Harm Hendrik Esser*
- Nr. 106**      **Digitaler Strukturwandel der Öffentlichkeit - wie zivilgesellschaftliche Online**  
Plattformen die Öffentlichkeit innovativ nutzen können  
*Lea Frank-Gretic*
- Nr. 107**      **Zivilgesellschaft und Kommunen.**  
Lerneffekte aus dem Zuzug Geflüchteter für das Engagement in Krisen  
*Rudolf Speth, Elke Bojarra-Becker*
- 2018
- Nr. 108**      **Engagiert in neuer Umgebung**  
Empowerment von geflüchteten Menschen zum Engagement  
*Rudolf Speth*
- Nr. 109**      **Zivildienst und Zivilgesellschaft**  
Konkurrenz oder Koproduktion?  
*Daniel Weyermann*
- Nr. 110**      **Gestiftete Autonomie**  
Welchen Beitrag leistet das Stiftungsmodell zur Autonomie von Universitäten  
*Thomas Brunotte*
- Nr. 111**      **Aufnahme und Betreuung geflüchteter Menschen in Berlin**  
Zur Kooperation zwischen Verwaltung und Zivilgesellschaft  
*Markus Edlefsen, Daniel Staemmler*
- Nr. 112**      **A diversity of roles**  
Actions taken by religious communities in Sweden during the "Refugee Crisis" in 2015  
*Linnea Lundgren*
- Nr. 113**      **Citizens vs. Refugees: Concepts and Applications of Islamic Solidarity in Turkey and**  
the UK  
*Riham Ahmed Khafagy*
- Nr. 114**      **Die Stiftung als Unternehmung und Investor**  
Michael Alberg-Seberich, Michael Borgolte, Siri Hummel
- Nr. 115**      **Syrian Civil Society Organisations in Lebanon: Assessment and Analysis of**  
existing organisations and conditions under which they operate  
*Linda Mattes*
- Nr. 116**      **Looking back at 50 years of U.S. philanthropy**  
*Stanley N. Katz and Benjamin Soskis*
- Nr. 117**      **Herausforderung Humanitäre Hilfe: Politische Bedeutung und kritische Reflexion in**  
Deutschland  
*Martin Quack*
- Nr. 118**      **Die Rolle der Zivilgesellschaft in internationalen Konflikten: Das Beispiel Ruanda**  
*Stephen Little, Annika Niebuhr, Daniel Priller, Philipp Stoll*
-