

3 Grundlagen der Unternehmensbewertung

3.1 Gegenstand der Lehre von der Unternehmensbewertung

3.1.1 Wert und Preis einer Unternehmung

Gegenstand der Lehre von der Unternehmensbewertung ist die Ermittlung des Wertes von Unternehmen. Dieser Satz klingt trivial, bedarf jedoch der Erläuterung.

Der Begriff „Wert“ ist vieldeutig. Er drückt die numerische Ausprägung einer Variablen aus, aber auch die Grundlagen eines Gemeinwesens, wie sie z.B. im Grundgesetz der Bundesrepublik Deutschland niedergelegt sind (die Grundwerte des Staates).¹

Der betriebswirtschaftliche Wert eines Gutes drückt den Nutzen aus, den das Gut für ein Wirtschaftssubjekt spendet. Der Nutzen beruht auf der Fähigkeit, Bedürfnisse des Wirtschaftssubjektes zu befriedigen.² Der wirtschaftliche Wert ist mithin ein Wirkungswert, das Gut wird bewertet durch seine Fähigkeit, Mittel zur Erfüllung eines außerhalb seiner selbst liegenden Zweckes zu sein.³

Wert hat nur eine Bedeutung in Verbindung mit einem Menschen und ist abhängig von den Vorstellungen dieses Individuums.⁴ Der Wert drückt den Beitrag eines Gutes zur Befriedigung der Bedürfnisse dieses bestimmten Individuums aus. Daraus folgt, daß der Wert für ein und dasselbe Gut von Person zu Person unterschiedlich sein kann. Aber auch für ein und dieselbe Person kann der Wert variieren. *Von Böhm-Bawerk*⁵ illustriert das an dem folgenden Beispiel: Ein Liter Wasser hat an einer fließenden Quelle zwar die gleiche Tauglichkeit, Durst zu löschen, wie in der Wüste. Dennoch wird die gleiche Person den Wert des Wassers anders beurteilen, wenn es das letzte Trinkwasser bei einer Wüstenreise ist oder wenn es sich um einen von vielen Litern Trinkwasser in einem fruchtbaren Gebiet handelt. Den Wert eines Gutes

¹ Vgl. Bretzke, W.-R.: Wertbegriff, Aufgabenstellung und formale Logik einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung, ZfB, 35. Jg. (1975), S. 497.

² Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen und traditionelle Verfahren der Unternehmensbewertung, WISU, 24. Jg. (1995), S. 811.

³ Vgl. von Böhm-Bawerk, E.: Wert, in: Handbuch der Staatswissenschaften, 4. Auflage, Jena 1928, Band 8, S. 989.

⁴ Vgl. Fishburn, P. C.: Decision and Value Theory, New York 1964, S. 2.

⁵ Vgl. von Böhm-Bawerk, E.: Wert, a.a.O., S. 999.

kann man daher als vierstellige Relation auffassen: Es hat für Person B am Ort C im Zeitpunkt D den Wert X.⁶

Unternehmen stellen eine besondere Gesamtheit von Gütern und Rechten dar. Auch Unternehmen werden, wie Güter, für den Nutzen erworben, den sich der Erwerber von ihnen verspricht.⁷ Der Nutzen besteht in den finanziellen Überschüssen, die dieses Unternehmen erwirtschaftet und an die Anteilseigner ausschüttet. Diese Überschüsse können dann zum privaten Konsum verwendet werden und tragen somit zur Befriedigung der Bedürfnisse des Wirtschaftssubjekts bei.

Der Wert eines Gutes wird aber nicht nur durch Zahlungsströme determiniert. Auch nicht-monetärer Nutzen hat positive oder negative Auswirkungen auf den Wert eines Gegenstandes. So kann der Nutzen eines Gemäldes durch das Vergnügen des Erwerbers bestimmt werden, welches er beim Betrachten des Bildes verspürt. Bei der Bewertung von Unternehmen sind ebenfalls nicht-monetäre Nutzenströme wichtig. So war es für die Treuhandanstalt bei der Privatisierung der ehemals volkseigenen Betriebe der DDR ein wichtiges Ziel, Arbeitsplätze zu erhalten. Dies mußte auch bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden.⁸

Der Prozeß der Bewertung ordnet den verschiedenen Nutzenströmen eines Gutes ein Maß der Vorziehenswürdigkeit zu. Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist dies regelmäßig die Bezifferung des Nutzens durch einen Geldbetrag.

Von dem Begriff „Wert“ zu unterscheiden ist der Begriff „Preis“. Preise sind in Geld bezifferte Tauschwerte und bilden sich in Verhandlungen oder auf Märkten. Für Unternehmen gibt es aufgrund ihrer Individualität regelmäßig keine Marktpreise.⁹ Preise für Unternehmen sind Ergebnis eines Verhandlungsprozesses, in dem Käufer und Verkäufer versuchen, ein für sich besonders günstiges Ergebnis zu erzielen. Dieser Verhandlungsprozeß wird durch ökonomische, aber auch taktische und psychologische Faktoren beeinflusst.

Wenn auch Wert und Preis unterschiedliche Größen sind, so gibt es dennoch eine Verbindung zwischen ihnen. Jeder Kauf und Verkauf am Markt beinhaltet, zumindest

⁶ Vgl. Chmielewicz, K.: Forschungskonzeptionen der Wirtschaftswissenschaften, 3. Auflage, Stuttgart 1994, S. 44.

⁷ Vgl. Bretzke, W.-R.: Zur Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung, ZfbF, 28. Jg. (1976), S. 153.

⁸ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung bei der Privatisierung von Unternehmen in den neuen Bundesländern durch die Treuhandanstalt, DB, 45. Jg. (1992), S. 2047ff.

⁹ Vgl. Münstermann, H.: Wert und Bewertung der Unternehmung, 3. Auflage, Wiesbaden 1970, S. 11.

unbewußt, einen Bewertungsvorgang. Ein rationaler Verkäufer eines Gutes ist nur bereit, das Eigentum an diesem Gut aufzugeben, wenn er den Marktpreis bzw. den verhandelten Preis höher bewertet als das Eigentum an dem Gegenstand. Umgekehrt ist ein rationaler Käufer nur bereit, eine Transaktion einzugehen, wenn er das Eigentum an dem Gut höher bewertet als den vereinbarten Preis.¹⁰ Läßt man Transaktionskosten außer Acht, lautet die Bedingung für einen Kauf:

$$(3.1) \quad W_K \geq P$$

mit: W_K = Wert, den der Käufer dem Unternehmen zumißt

P = Preis des Unternehmens

Umgekehrt ist die Bedingung für den Verkauf eines Unternehmens:

$$(3.2) \quad W_V \leq P$$

mit: W_V = Wert, den der Verkäufer dem Unternehmen zumißt

Ein rational handelndes Wirtschaftssubjekt muß sich also vor der Transaktion über den Wert, den er einem Gut beimißt, klar werden. Der Wert stellt den Grenzpreis dar, bei dem sich die Transaktion gerade noch lohnt. Wird der Wert durch den vereinbarten Preis unterschritten (aus Verkäufersicht) bzw. überschritten (aus Käufersicht), darf ein rational handelnder Entscheidungsträger die Transaktion nicht durchführen. Eine Transaktion wird nur stattfinden, wenn der Wert, den der Verkäufer dem Gut zumißt, nicht über dem Wert aus Sicht des Käufers liegt.¹¹

Formal lautet die Bedingung für das Zustandekommen einer Transaktion:

$$(3.3) \quad W_V \leq W_K.$$

Der Wert ist zwar ein Faktor, der in die Preisbildung eingeht. Er ist aber regelmäßig

¹⁰ Vgl. Kraus-Grünewald, M.: Gibt es einen objektiven Unternehmenswert? Zur besonderen Problematik bei Unternehmenstransaktionen, BB, 50. Jg. (1995), S. 1839; Moxter, A.: Valuation of a Going Concern, in: Handbook of German Business Management, Vol. 2, edited by Grochla, E./Gaugler, E. et al., Stuttgart 1990, Sp. 2434.

¹¹ Vgl. Schmidt, R.: Der Sachzeitwert als Übernahmepreis bei der Beendigung von Konzessionsverträgen, Kiel 1991, S. 9.

vom Preis verschieden, Preis und Wert stimmen nur zufällig überein. Vor dem Hintergrund dieser Ausführungen muß die in der Literatur immer noch weit verbreitete Ansicht, daß eine gute Bewertung zu nahe am Preis liegenden Werten führen soll, kritisiert werden.¹² Ein gutes Verhandlungsergebnis liegt im Gegenteil möglichst weit unter (aus Käufersicht) bzw. über dem Wert (aus Verkäufersicht), der die Grenze der Kompromißbereitschaft darstellt. Ziel einer Verhandlung muß es daher sein, möglichst nahe an den Wert zu kommen, den der Kontrahent dem Gut beimißt und damit seinen eigenen Vorteil zu maximieren.

3.1.2 Entwicklung betriebswirtschaftlicher Werttheorien

Die Auffassungen über das Wesen des betriebswirtschaftlichen Wertes eines Unternehmens haben sich im Zeitablauf stark verändert. Bis in die achtziger Jahre¹³ war die Diskussion über Wertkategorien ein Hauptstreitpunkt in der wissenschaftlichen Diskussion über die Unternehmensbewertung. Drei betriebswirtschaftliche Werttheorien haben besondere Bedeutung im Rahmen der Unternehmensbewertungslehre erlangt.¹⁴

Historisch die erste Werttheorie war die Theorie des objektiven Wertes. Danach wird der Wert vom Standpunkt „des Betriebes selbst“¹⁵ ermittelt, der Unternehmenswert muß „unabhängig von den verschiedenen Interessenlagen von Käufer und Verkäufer“¹⁶ ermittelt werden. Der Wert ist nach dieser Theorie ein dem Unternehmen inne wohnendes Merkmal, das objektiv faßbar ist wie Gewicht oder Farbe. Der so ermittelte Wert der Unternehmung müßte für jedermann gelten. Hier entsteht das erste Problem. Ein „normaler Investor“, also ein „jedermann“¹⁷, muß für eine objektive Wertermittlung definiert werden. Es ist offensichtlich, daß hier ein großer Handlungsspielraum für den Bewerter entsteht. Insoweit ist dieses

¹² Vgl. z.B. Holzapfel, H.-J./Pöllath, R.: Recht und Praxis des Unternehmenskaufs, 5. Auflage, Köln 1990, S. 329; Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Die nutzenorientierten Bewertungsverfahren, DStR, 33.Jg. (1995), S. 343.

¹³ Vgl. z.B. Bretzke, W. R.: Zur Problematik des Objektivitätsanspruchs in der Unternehmensbewertungslehre - Ein Nachtrag zu einem Methodenstreit, BFuP, 28. Jg. (1976), S. 543ff.; Lutz, H.: Zum Konsens und Dissens in der Unternehmensbewertung, BFuP, 33. Jg. (1981), S. 146ff.

¹⁴ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung, Wien 1997, S. 5.

¹⁵ Mellerowicz, K.: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952, S. 11.

¹⁶ Ebenda, S. 13.

¹⁷ Künnemann, M.: Objektivierter Unternehmensbewertung, Frankfurt 1985, S. 14 spricht von der „Jedermannfiktion“ der objektiven Werttheorie.

Wertkonzept eigentlich subjektiv zu nennen.¹⁸ Mindestens entsteht ein Manipulationsspielraum. Auch eine andere Beobachtung zeigt die Unmöglichkeit von objektiven Werten: Unternehmenspreise werden in Verhandlungen festgelegt. Würde es einen objektiven Wert geben, der für jedermann gilt, wären Verhandlungen unnötig.

Erstaunlich ist, daß die objektive Werttheorie, trotz ihrer offensichtlichen Mängel, bis in die sechziger Jahre hinein herrschende Meinung in Wissenschaft und Praxis gewesen ist. Möglicherweise liegt dies daran, daß der Begriff „objektiv“ mit positiven Assoziationen wie Wissenschaftlichkeit, Gerechtigkeit und Unparteilichkeit verbunden ist.¹⁹

In den 60er Jahren rückte die subjektive Werttheorie in den Mittelpunkt der Diskussion. Diese Werttheorie stützt sich auf die Erkenntnisse der Psychologie. Danach ist der Wert eines Gutes nur durch individuelles Wertempfinden erklärbar. Das Gut hat für jede Person einen anderen Wert, dieser ist aber nicht intersubjektiv nachvollziehbar.²⁰ Hier setzt auch die Kritik an. Konsequenz zu Ende gedacht läßt die subjektive Werttheorie das Einschalten von externen Bewertern nicht zu, da das individuelle Wertempfinden nicht nachvollzogen werden kann.²¹ Präskriptive Aussagen, Verhaltensempfehlungen und Entscheidungshilfen, wie sie von der modernen Betriebswirtschaftslehre angestrebt werden, sind vor dem Hintergrund der subjektiven Werttheorie unmöglich.²² An die Stelle eines präskriptiven Aussagensystems tritt eine unterstellte, aber wissenschaftlich nicht nachprüfbare ex-post Rationalität. Jede Handlung wird im nachhinein rational, da das individuelle Wertempfinden den Ausschlag in die eingeschlagene Richtung gegeben hat. Eine vorausschauende Entscheidungsunterstützung ist aber nicht möglich. Trotz der richtigen Erkenntnis, daß der Wert von Person zu Person variiert, blieb die subjektive Werttheorie wissenschaftlich unbefriedigend. Ihre Umsetzung in die Bewertungspraxis erwies sich als unmöglich.

¹⁸ Vgl. Bretzke, W.-R.: Zur Problematik des Objektivitätsanspruchs..., a.a.O., S. 548f.

¹⁹ Vgl. Matschke, M. J.: Der Argumentationswert der Unternehmung - Unternehmensbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung, BFuP, 28. Jg. (1976), S. 517.

²⁰ Vgl. Hartmann, F.G.: Entscheidungstheoretischer Beitrag zur Bewertungslehre unter besonderer Berücksichtigung der Variantenrechnung, St. Gallen 1970, S. 12.

²¹ Vgl. Beck, P.: Unternehmensbewertung bei Akquisitionen - Methoden - Anwendungen - Probleme, Wiesbaden 1996, S. 78.

²² Vgl. Alvano, W.: Unternehmensbewertung auf der Grundlage der Unternehmensplanung, Köln 1988, S. 13.

Die in den siebziger Jahren aufkommende Entscheidungsorientierung der Betriebswirtschaftslehre²³ konnte, in ihrer Übertragung auf die Unternehmensbewertung, dem Mangel der subjektiven Werttheorie abhelfen. Die entscheidungsorientierte Werttheorie soll dem Entscheidungsträger helfen, in einer Wahlsituation eine Entscheidung zu fällen, also diejenige Wahl zu treffen, die ökonomisch vorteilhaft ist.²⁴ Nach dieser Werttheorie hat die Unternehmensbewertung die Aufgabe, Grenzpreise zu bestimmen, die dem Entscheidungsträger als Bewertungsmaßstab zur Beurteilung von Verhandlungsergebnissen dienen. Damit hilft die Unternehmensbewertung, rationale - dem ökonomischen Prinzip entsprechende - Entscheidungen zu treffen.²⁵ Dabei bleibt die Bewertung subjektiv, da die individuellen Möglichkeiten, Ziele und Pläne des Entscheidungsträgers bei der Bewertung zugrunde gelegt werden.

Die Diskussion um die Werttheorien hat über Jahrzehnte die betriebswirtschaftliche Diskussion um die Unternehmensbewertung geprägt. Erst mit der Kölner Funktionenlehre der Unternehmensbewertung konnte ein „salomonischer Ausweg“²⁶ aus diesem Disput gefunden werden. Die von *Sieben* und seinen Schülern in Köln begründete Funktionenlehre betont die Aufgabenabhängigkeit des Unternehmenswertes. Am Anfang einer Bewertung muß eine Aufgabenanalyse stehen. Die Aufgabe der Bewertung und die Person des potentiellen Käufers und Verkäufers bestimmen den Wert.

Ein Unternehmen hat nicht nur für jede Person einen anderen Wert, sondern auch für ein und dieselbe Person je nach zugrunde liegender Fragestellung.²⁷ Daraus folgt, daß die Unternehmensbewertung aufgabenadäquat durchgeführt werden muß. So muß eine steuerliche Bewertung einen hohen Objektivierungsgrad aufweisen, während die Beratung eines potentiellen Käufers oder Verkäufers eines Unternehmens die Ermittlung eines entscheidungsorientierten Wertes erfordert.²⁸ Die

²³ Vgl. für einen Überblick zur entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre Wöhe, G.: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19. Auflage, München 1996, S. 78ff.

²⁴ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Das Ertragswertverfahren als entscheidungsorientiertes Verfahren der Unternehmensbewertung, WISU, 24. Jg. (1995), S. 940.

²⁵ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung bei der Privatisierung..., a.a.O., S. 2042.

²⁶ Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 811.

²⁷ Vgl. Matschke, M. J.: Unternehmensbewertung: Anlässe und Konzeptionen, in: Corsten, H. (Hrsg.): Lexikon der BWL, 3. Auflage, München u.a. 1995, S. 973.

²⁸ Vgl. Moxter, A.: Die Bedeutung der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, ZfbF, 32. Jg. (1980), S. 456.

Kölner Funktionenlehre, der auch in dieser Arbeit gefolgt wird, ist mithin eine Synthese der oben beschriebenen Werttheorien.

3.2 Bewertungsanlässe

3.2.1 Dominierte Bewertungsanlässe

Die Anlässe für die Durchführung einer Unternehmensbewertung lassen sich auf verschiedene Weise systematisieren. Zunächst unterscheidet man Anlässe, die mit einem Eigentumswechsel verbunden sind und solche, bei denen dies nicht der Fall ist. Ohne Eigentumswechsel werden Unternehmen aus Planungsgründen (Shareholder Value), steuerlichen Gründen (Ermittlung von Bemessungsgrundlagen für Substanzsteuern) oder aus anderen Gründen (Kreditwürdigkeitsprüfung) bewertet.²⁹

Anlässe, die mit einem Eigentumswechsel verbunden sind, lassen sich tiefer in dominierte und nicht dominierte Bewertungsanlässe untergliedern, wobei die Eingruppierungen oft nicht eindeutig sind. Bei dominierten Bewertungsanlässen kann eine Partei die Veränderung in den Eigentumsrechten unabhängig vom Ausgang der Bewertung durchsetzen. Bei nicht dominierten Situationen können beide Parteien – je nach Ausgang der Bewertung – frei über die Durchführung der Transaktion entscheiden. Im folgenden sollen beispielhaft einige dominierte Bewertungsanlässe besprochen werden, die für kleine und mittlere Unternehmen Bedeutung haben.

Beispiele für dominierte Bewertungsanlässe sind Enteignungen, die nach Art. 14 GG zum Wohle der Allgemeinheit durchführbar sind, oder die Vergesellschaftung von Privateigentum, die nach Art. 15 GG möglich ist. Eine Entschädigung, die nach Abwägung der Interessen der Allgemeinheit und der Enteigneten zu bestimmen ist, ist zu zahlen. Deren Höhe muß bei der Enteignung eines Unternehmens durch eine Unternehmensbewertung bestimmt werden.³⁰ Enteignungen von Unternehmen haben im marktwirtschaftlichen System der Bundesrepublik Deutschland allerdings eine eher theoretische Bedeutung.

²⁹ Vgl.: Sieben, G.: Unternehmensbewertung, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, hrsg. von Wittmann, W./Kern, W./Köhler, R. et al., 5. Auflage, Teilband 3, Stuttgart 1993, Sp. 4320f.

³⁰ Vgl. Matschke, M. J.: Unternehmensbewertung in dominierten Konfliktsituationen am Beispiel der Bestimmung der angemessenen Barabfindung für den ausgeschlossenen oder ausscheidungsberechtigten Minderheits-Kapitalgesellschafter, BFuP, 33. Jg. (1981), S. 120.

Sehr viel bedeutender für die mittelständische Wirtschaft ist der Bewertungsanlaß „Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft“. Das Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft kann mehrere Ursachen haben³¹:

- Ein Gesellschafter kündigt und die verbliebenen Gesellschafter führen die Gesellschaft weiter,
- ein „lästiger“ Gesellschafter wird von den anderen Gesellschaftern ausgeschlossen,
- über das Vermögen eines Gesellschafters wird das Konkursverfahren eröffnet,
- ein Privatgläubiger eines der Gesellschafter kündigt die Gesellschaft (§ 135 HGB) und die verbliebenen Gesellschafter führen die Gesellschaft fort,
- einer der Gesellschafter stirbt.

Das Ausscheiden eines Gesellschafters kann jeweils auf alleinige Veranlassung einer Seite zustande kommen³², somit handelt es sich um eine dominierte Konfliktsituation. In allen Fällen hat der ausscheidende Gesellschafter bzw. sein Gläubiger gemäß § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB den Anspruch auf eine Entschädigung in Höhe des Betrages, den der Gesellschafter erhalten hätte, wenn die Gesellschaft aufgelöst worden wäre. Mit anderen Worten ist in diesem Fall eine Unternehmensbewertung zum Tag des Ausscheidens des Gesellschafters notwendig.

Allerdings stellt die gesetzliche Abfindung für ausscheidende Gesellschafter dispositives Recht dar, das durch den Gesellschaftsvertrag abbedungen werden kann. Dies wird in der Praxis meist getan.³³ Grund für diese Praxis ist, daß mit einer vertraglichen Abfindungsregel das Verhalten der Gesellschafter so gelenkt werden soll, daß der Fortbestand der Gesellschaft gewährleistet bleibt. Die Gestaltung von Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen ist Gegenstand der Vertragsgestaltungsfunktion der Unternehmensbewertung (vgl. ausführlich Kapitel 3.3.2.2).

³¹ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, München 1996., S. 91.

³² Vgl. Nonnenmacher, R.: Anteilsbewertung bei Personengesellschaften, Königstein/Taunus 1981, S. 148.

³³ Vgl. Balz, G. K.: Rechtstatsachen zur Ausschließung und zum Austritt von Gesellschaftern der GmbH, GmbH-Rundschau, 74. Jg. (1983), S. 188; Sieben, G./Lutz, H.: Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen, BFuP, 37. Jg. (1985), S. 201.

Auch im Zusammenhang mit der Lösung des Nachfolgeproblems in kleinen und mittleren Unternehmen kommt es zu Unternehmensbewertungen (Verkauf bei Fehlen eines Nachfolgers, Bemessungsgrundlage für Erbschaft- und Schenkungsteuer etc.). Der Unternehmer hat die Möglichkeit, das Nachfolgeproblem zu Lebzeiten zu lösen. Dann hat er die Wahl, das Unternehmen selbst weiterzuführen oder einem Nachfolger zu übergeben. Spätestens mit dem Tod des Unternehmers muß das Nachfolgeproblem allerdings gelöst werden und es entsteht für die Erben eine dominierte Situation.

3.2.2 Nicht dominierte Bewertungsanlässe

Der Regelfall der Unternehmensbewertung ist eine nicht dominierte Situation, in der alle beteiligten Parteien frei entscheiden können, ob sie der Veränderung der Eigentumsrechte zustimmen wollen oder nicht. Kauf und Verkauf von Unternehmen gehören in diese Kategorie.

Vor dem Abschluß eines Kaufs oder Verkaufs ist eine Unternehmensbewertung von besonderer Bedeutung. Käufer und Verkäufer müssen ihre Grenzpreise kennen, um eine rationale Entscheidung über Annahme oder Ablehnung des Verhandlungsergebnisses (Preis) treffen zu können. Daneben kann die Unternehmensbewertung eingesetzt werden, um Verhandlungspositionen zu untermauern. Können sich die beteiligten Parteien nicht auf einen Preis einigen, können sie sich dazu entschließen, einen externen Gutachter zur Preisfindung einzuschalten.³⁴

Kauf und Verkauf von Unternehmen sind der Regelfall der Unternehmensbewertung. Die Theorie der Unternehmensbewertung geht – wie auch diese Arbeit - meist von diesem Bewertungsanlaß bei ihren Überlegungen aus.

Auch beim Eintritt eines Gesellschafters in eine Personengesellschaft handelt es sich um eine nicht dominierte Bewertungssituation³⁵, da beide Parteien, die Gesellschafter bzw. der eintrittswillige Gesellschafter, sich je nach Ausgang der Bewertung entscheiden können, ob sie die Transaktion durchführen wollen oder nicht. Eine Bewertung ist notwendig, da der neue Gesellschafter den durch seinen Eintritt

³⁴ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4321f.

³⁵ Vgl. ebenda, Sp. 4321.

entstehenden Vermögensnachteil der alten Gesellschafter ausgleichen muß. Durch den Eintritt eines neuen Gesellschafters verringert sich die Beteiligungsquote der Altgesellschafter um den Anteil des eintretenden Gesellschafters, und damit das Anrecht auf Gewinn und (späteren) Liquidationserlös. Eine Unternehmensbewertung muß die Einlage für den neuen Gesellschafter bestimmen, die diese Verschiebungen in fairer Weise ausgleicht.

Ein immer wichtiger werdender Bewertungsanlaß ist die Emission von Aktien.³⁶ Bei einer Neuemission muß ein Preis für eine Aktie gefunden werden. Emittierendes Unternehmen und Konsortialbanken müssen einen Emissionspreis bestimmen, wobei das Unternehmen ein Interesse an einem besonders hohen Emissionspreis haben wird und die Bank eher an einem niedrigen, so daß sie sicher sein kann, alle Aktien plazieren zu können. Die Emission wird dann den potentiellen Anlegern an der Börse angeboten. Die Anleger beurteilen über ihre Kaufaufträge die Angemessenheit des ermittelten Emissionspreis, der daher neben unternehmensspezifischen Faktoren auch Faktoren der Nachfrage an den Börsen berücksichtigen muß.

3.3 Funktionen der Unternehmensbewertung

3.3.1 Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung

Unternehmensbewertungen müssen auf die zugrunde liegende Fragestellung abgestimmt sein. Jeder Bewertung muß eine Aufgabenanalyse vorausgehen, um die korrekte Bewertungskonzeption zur Lösung der Fragestellung festzustellen. *Moxter* bezeichnet dies als Zweckadäquanzprinzip.³⁷ Um dem Adressaten das Verständnis des Bewertungsgutachtens zu ermöglichen, muß der Bewerter die zugrunde liegende Fragestellung darstellen (Zweckdokumentationsprinzip).³⁸

Die Betriebswirtschaftslehre hat die wichtigsten Fragestellungen für die Unternehmensbewertung in Haupt- und Nebenfunktionen eingeordnet und Bewertungskonzeptionen für diese entwickelt (vgl. Abb. 3.1).

³⁶ Vgl. hierzu und dem folgenden Wegmann, J.: Die Bestimmung des Emissionspreises als Unternehmensbewertungsproblem, BFuP, 48. Jg. (1996), S. 149ff.; Betsch, O./Groh, A./Lohmann, L.: Corporate Finance, a.a.O., S. 274ff.

³⁷ Vgl. Moxter, A.: Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden 1983, S. 5f.

³⁸ Vgl. ebenda, S. 6.

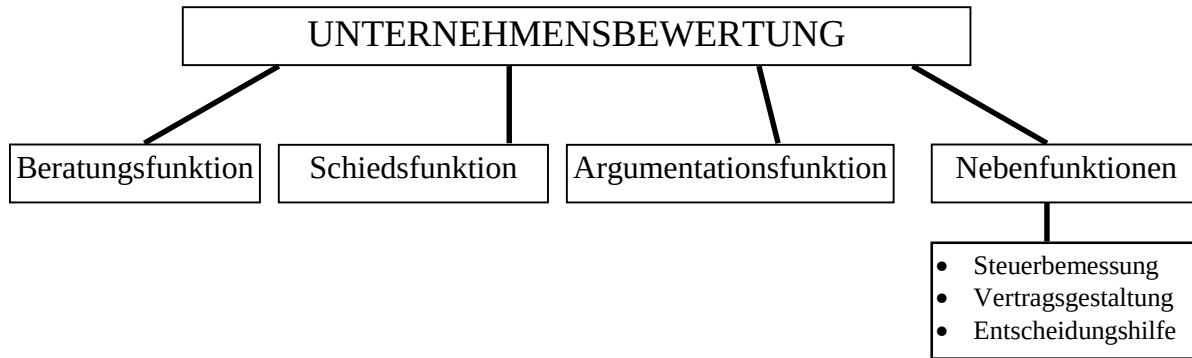


Abb. 3.1: Funktionen der Unternehmensbewertung nach der Kölner Funktionenlehre

3.3.1.1 Beratungsfunktion

Wird der Bewerter in der Beratungsfunktion tätig, ist er Berater einer Partei, die an einer Unternehmenstransaktion interessiert ist. Es ist Aufgabe des Bewerter, die Grenze der Konzessionsbereitschaft seines Mandanten zu ermitteln, also den Grenzpreis, der bei Abschluß der Transaktion gerade noch zu einem ökonomisch vorteilhaften Ergebnis führen würde. Diese Wertkonzeption wird Entscheidungswert genannt.³⁹ Der Begriff bringt den Zweck dieser Bewertungskonzeption zum Ausdruck. Der Bewerter liefert seinem Mandanten mit dem Entscheidungswert die Entscheidungsgrundlage für den zugrunde liegenden Sachverhalt, typischerweise Kauf oder Verkauf eines Unternehmens. Der Mandant entscheidet anhand des Entscheidungswertes, ob er das erzielte Verhandlungsergebnis noch tragen kann oder nicht.

Außerdem gilt der Entscheidungswert nur für einen bestimmten Mandanten. Mit anderen Worten muß der Entscheidungswert dem Grundsatz der Subjektivität genügen. Wollen und Können des Individuums, für das der Unternehmenswert ermittelt wird, determinieren den Wert.⁴⁰ Entscheidungstheoretisch ausgedrückt muß der Unternehmenswert das Zielsystem und das Entscheidungsfeld des Entscheidungsträgers berücksichtigen.⁴¹ Das Entscheidungsfeld enthält die Handlungsmöglichkeiten des potentiellen Erwerbers bzw. Veräußerers. Das

³⁹ Vgl. Matschke, M. J.: Einige grundsätzliche Bemerkungen zur Ermittlung mehrdimensionaler Entscheidungswerte der Unternehmung, BFuP, 45. Jg. (1993), S. 2.

⁴⁰ Vgl. Sieben, G.: Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, BFuP, 28. Jg. (1976), S. 497.

⁴¹ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, 3. Auflage, Düsseldorf 1990, S. 162ff.

Zielsystem enthält das für die Unternehmensbewertung relevante Wertesystem der Entscheidungsträger.⁴² Aus Gründen der Praktikabilität wird bei der Unternehmensbewertung meist das alleinige Ziel der Gewinnmaximierung unterstellt. Diese Ziele können nur in der Zukunft realisiert werden, so daß die Bewertung des Unternehmens zukunftsbezogen sein muß (Grundsatz der Zukunftsbezogenheit). Den Käufer interessieren nur Zahlungen, die tatsächlich an ihn fließen. Zahlungsströme fließen erst mit Vollzug der Transaktion, also zukünftig.⁴³

Das Unternehmen wird als Einheit betrachtet, eine Interpretation des Unternehmens als Summe von Einzelwerten ist inadäquat (Grundsatz der Bewertungseinheit).⁴⁴ Bei der Unternehmensbewertung liegt ein Fall der nicht-linearen Additivität vor⁴⁵, das Unternehmen hat als lebende Einheit einen anderen Wert als bei der Aufspaltung in Einzelteile. Dieser Gedanke entspricht dem *Aristotelischen* Satz: „Das Ganze ist etwas anderes als die Summe seiner Teile.“⁴⁶ Der Grundsatz der Bewertungseinheit bedeutet aber auch, daß nur die komplette Übernahme des Eigenkapitals betrachtet wird. Minderheitsanteilseigner haben keine Kontrolle über die Firma, Mehrheitsanteilseigner können sich Vorteile auch zu Lasten der Minderheitsgesellschafter verschaffen. Aus diesem Grund werden Minderheitsanteile mit einem Abschlag, Mehrheitsanteile mit einem Aufschlag gehandelt, durch die sich der Gesamtwert des Unternehmens aber nicht verändert. Formal bedeutet das⁴⁷:

$$(3.4) W = M \cdot (1-a) + C \cdot (1-b)$$

mit: M = Wert des Minderheitsanteils

C = Wert des Mehrheitsanteils

a = Minderheitsabschlag

b = Mehrheitszuschlag

Es gilt: $a + b = 1$

⁴² Vgl. ebenda, S. 23.

⁴³ Vgl. Moxter, A.: Valuation..., a.a.O., Sp. 2438.

⁴⁴ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4316.

⁴⁵ Vgl. Barthel, C. W.: Handlungsalternativen bei der Abgrenzung von Bewertungseinheiten, DStR, 32. Jg. (1994), S. 1323.

⁴⁶ Aristoteles: Hauptwerke, ausgewählt, übersetzt und eingeleitet von W. Nestle, Stuttgart 1977, S. 126.

⁴⁷ Vgl. Osteryoung, J. S./Nast, D. F./Wells, W. H.: Pricing Minority Discounts in Closely Held Corporations, in: Yazdipour, R. (Ed.): Advances in Small Business Finance, Dordrecht 1991, S. 23.

Der Wert des Unternehmens bleibt unverändert, nur die Verteilung auf die beteiligten Parteien verändert sich durch den Minderheitsabschlag a und den Mehrheitszuschlag b, so daß der Mehrheitseigener einen überproportionalen Anteil am Wert des Unternehmens erhält.

Der Entscheidungswert dient der Beratung einer Partei. Er darf der Gegenseite nicht bekannt gegeben werden (Grundsatz der Nichtbekanntgabe von Entscheidungswerten).⁴⁸ Wüßte die Gegenseite den Entscheidungswert, könnte sie die Einigung zum Grenzpreis erreichen und damit das optimale Verhandlungsergebnis herausholen.

Der Entscheidungswert wird idealtypisch durch einen Investitionsvergleich ermittelt. Das Bewertungsprogramm, in dem die optimale Handlungsmöglichkeit mit Unternehmenstransaktion enthalten ist, wird mit dem Vergleichsprogramm der optimalen Handlungsmöglichkeit ohne die Unternehmenstransaktion verglichen. Der Entscheidungswert entspricht dem Preis, bei dem sich die Unternehmenstransaktion gemessen am Vergleichsprogramm gerade noch lohnt.⁴⁹

3.3.1.2 Schiedsfunktion

Wird der Bewerter in der Schiedsfunktion tätig, hat er die Aufgabe, einen Schiedswert zu ermitteln, der allen Parteien gerecht wird. Der Bewerter vermittelt zwischen den konfligierenden subjektiven Wertvorstellungen der beteiligten Parteien.⁵⁰ Auftraggeber für ein Schiedsgutachten können die beteiligten Parteien selbst sein, aber auch ein Gericht, vor dem der Bewertungskonflikt ausgetragen wird. Ausgangspunkt einer Schiedsbewertung sind die Entscheidungswerte der beiden Konfliktparteien (Grundsatz der Berücksichtigung der Entscheidungswerte).⁵¹ Der Bewerter kann von keiner Partei ein irrationales Verhalten verlangen, was einen Schiedswert über dem Entscheidungswert des Käufers bzw. unter dem Entscheidungswert des Verkäufers bedeuten würde. Die Entscheidungswerte der beiden Parteien determinieren den Transaktionsbereich, innerhalb dessen eine

⁴⁸ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4316.

⁴⁹ Vgl. ebenda, Sp. 4316f.

⁵⁰ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, WPg. 36. Jg. (1983), S. 473.

⁵¹ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4318; Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 94.

Einigung möglich ist, mit dem Entscheidungswert des Verkäufers als Untergrenze und dem Entscheidungswert des Käufers als Obergrenze.



Abb. 3.2: Transaktionsbereich

Ist der Entscheidungswert des Verkäufers kleiner als der Entscheidungswert des Käufers, entsteht ein Transaktionsbereich, innerhalb dessen eine Transaktion möglich ist. Der Schiedswert muß zwischen den beiden Entscheidungswerten liegen. Der Bewerter hat die Aufgabe, den Transaktionsbereich zwischen beiden Parteien aufzuteilen. Entsteht kein Transaktionsbereich, ist also der Entscheidungswert des Verkäufers größer als der Entscheidungswert des Käufers, wird es zu keiner Einigung kommen. Der unparteiische Bewerter muß von einer Transaktion abraten.

Bei der Schiedsbewertung müssen auch die Beziehungen zwischen den beiden Konfliktparteien berücksichtigt werden. Von besonderer Wichtigkeit ist es für den Bewerter zu wissen, ob beide Parteien gleichberechtigt sind oder nicht. In dominierten Konfliktsituationen muß der Bewerter auch dann einen Schiedswert vorschlagen, wenn kein Transaktionsbereich vorliegt.⁵² Welcher Wert in diesem Fall vorzuschlagen ist, entzieht sich in einem Rechtsstaat einer rein betriebswirtschaftlichen Analyse. Der Bewerter muß in solchen Fällen übergeordnete Zielvorstellungen, die durch Gesetz oder Rechtsprechung vorgegeben werden, berücksichtigen (Grundsatz der Berücksichtigung von Gerechtigkeitspostulaten).⁵³

Zu der Aufteilung des Transaktionsbereichs gibt es in der Literatur v.a. drei Vorschläge:⁵⁴

⁵² Vgl. Matschke, M. J.: Unternehmensbewertung in dominierten Konfliktsituationen..., a.a.O., S. 117.

⁵³ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4318.

⁵⁴ Vgl. ebenda, Sp. 4318f.

(1) Häftige Aufteilung zwischen beiden Parteien :

Die Differenz zwischen den beiden Entscheidungswerten (entspricht dem Transaktionsbereich) wird je zur Hälfte auf beide Parteien verteilt.⁵⁵

$$(3.5) \quad SW = \frac{EW(K) + EW(V)}{2}$$

mit : SW = Schiedswert

EW (K) = Entscheidungswert des Käufers

EW (V) = Entscheidungswert des Verkäufers

für : EW (K) > EW (V)

Geht man davon aus, daß der Transaktionsbereich durch unterschiedliche Erwartungen der Bewertungsparteien, aber auch durch Synergieeffekte - der Wert von zwei zusammengefaßten Unternehmen ist größer als die Summe der Werte der Einzelunternehmen⁵⁶ - entsteht, kann man diese Aufteilung auf das Prinzip des unzureichenden Grundes von *Laplace*⁵⁷ zurückführen. Die Anteile der beiden Unternehmen am Entstehen der Synergieeffekte sind nicht zuzuordnen. Aus diesem Grund werden beide Partner gleich behandelt.⁵⁸

(2) Aufteilung des Transaktionsbereichs im Verhältnis der Entscheidungswerte beider Parteien:

Weichen die Entscheidungswerte der beiden Parteien erheblich voneinander ab, stellt eine häftige Aufteilung für die Partei mit dem höheren Entscheidungswert keine akzeptable Lösung dar. Nur die Partei mit dem höheren Entscheidungswert kann die Synergieeffekte durch den Unternehmenskauf realisieren. Daher muß diese Partei

⁵⁵ Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 18.

⁵⁶ Vgl. Ossadnik, W.: Die angemessene Synergieverteilung bei Verschmelzungen, DB, 50. Jg. (1997), S. 885.

⁵⁷ Vgl. zum Prinzip des unzureichenden Grundes von *Laplace* Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebliche Entscheidungslehre, 8. Auflage, München 1994, S. 109.

⁵⁸ Vgl. Ossadnik, W.: Aufteilung von Synergieeffekten bei Verschmelzungen, ZfB, 65. Jg. (1995), S. 76.

auch einen höheren Anteil am Transaktionsbereich erhalten.⁵⁹ Formal ausgedrückt ergibt sich der Schiedswert nach:⁶⁰

$$(3.6) \quad SW = EW(K) - EW(d) \left(\frac{EW(K)}{EW(K) + EW(V)} \right) \quad \text{oder}$$

$$(3.7) \quad SW = EW(V) + EW(d) \left(\frac{EW(V)}{EW(K) + EW(V)} \right)$$

mit: $EW(d)$ = Differenz zwischen den Ertragswerten von Verkäufer und Käufer

Dieses Verfahren hat in der Bewertungspraxis eine große Bedeutung.⁶¹ Synergieentstehungsrelevante Informationen können allerdings nicht verwertet werden. Einzig die Ertragsstärke wird zur Begründung der Aufteilung herangezogen.⁶² Die Synergieeffekte können aber ohne den ertragsschwächeren Teil nicht realisiert werden.

(3) Aufteilung des Transaktionsbereichs im Verhältnis der zukünftigen Entscheidungswertzuwächse :

Bei diesem Verfahren wird der Transaktionsbereich aufgeteilt nach der Entwicklung der Entscheidungswerte nach Abschluß des Eigentumsübergangs an dem Unternehmen. Dieses Verfahren ist theoretisch elegant, da es das Prognoseproblem umgeht und die Schiedswertermittlung von Ereignissen nach dem Unternehmensübergang abhängig macht. Allerdings ist die praktische Anwendung des Verfahrens äußerst schwierig. Um einen Schiedswert korrekt zu ermitteln, muß ein Entscheidungswert für das gekaufte Unternehmen auch über den Tag der Eingliederung hinaus bestimmt werden können. Dies ist oft nicht möglich, da eine Trennung des gekauften Unternehmens von der neuen Muttergesellschaft nicht

⁵⁹ Vgl. Eisenführ, F.: Preisfindung für Beteiligungen mit Verbundeffekt, ZfbF, 23. Jg. (1971), S. 475.

⁶⁰ Vgl. Alvano, W.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 40.

⁶¹ Vgl. Ossadnik, W.: Die angemessene Synergieverteilung..., a.a.O., S. 886.

⁶² Vgl. ebenda.

möglich ist. Aus diesem Grund kann ein Bewerter die Zuordnung der entstehenden Synergieeffekte leicht manipulieren.⁶³

3.3.1.3 Argumentationsfunktion

Wird der Bewerter in der Argumentationsfunktion tätig, liefert er Argumentationshilfen für eine Verhandlungspartei.⁶⁴ Ziel ist es, der beratenen Partei einen möglichst großen Anteil am Transaktionsbereich zu sichern, also die Gegenseite möglichst nah an den Entscheidungswert und damit an die Preisgrenze zu bringen. Hinsichtlich des Preises haben beide Parteien einen strikten Interessengegensatz, ein Gewinn für eine Seite bedeutet in der Verhandlung automatisch einen Verlust der gegnerischen Partei.⁶⁵ Aus diesem Grund ist der Argumentationsbewertung besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

Anlässe können Verhandlungen über den Kauf oder Verkauf eines Unternehmens, Auseinandersetzungen vor Gericht⁶⁶, z.B. bei der Abfindung von Personengesellschaftern, oder innerbetriebliche Anlässe sein. Ziel der innerbetrieblichen Anwendung der Unternehmensbewertung ist die Beeinflussung von Entscheidungen. Unternimmt ein Konzern z.B. Bewertungen von Erfolgseinheiten, um ihren Beitrag zum Aktionärswert zu bestimmen, ist es für die Leiter der Abteilungen von großer Bedeutung, einen besonders hohen Wert für die Aktionäre zu generieren. Von dieser Bewertung können z.B. das weitere Fortkommen in der Firmenhierarchie oder die Bezahlung abhängen. Daher werden die Abteilungsleiter versuchen, sich in diesen Bewertungen besonders positiv darzustellen. Werden die Bewertungen von Externen durchgeführt, werden sie versuchen, ihre Lage mit ausgewählten Argumenten zu verbessern.

Mithin sind Argumentationswerte Kommunikationsinstrumente, mit denen eine Partei versucht, sich in einem besonders guten Licht darzustellen.⁶⁷

Der Argumentationswert muß, bei rationalem Verhalten, den Entscheidungswert der beratenen Partei berücksichtigen. Dieser bildet nämlich die Preisuntergrenze (aus

⁶³ Vgl. Eisenführ, F.: Preisfindung..., a.a.O., S. 477.

⁶⁴ Vgl. Matschke, M. J.: Der Argumentationswert..., a.a.O., S. 518.

⁶⁵ Vgl. Wagenhofer, A.: Die Bestimmung von Argumentationspreisen in der Unternehmensbewertung, ZfbF, 40. Jg., 1988, S. 341.

⁶⁶ Vgl. Peemöller, V. H.: Stand und Entwicklung der Unternehmensbewertung, DStR, 31. Jg. (1993), S. 410.

⁶⁷ Vgl. Matschke, M. J.: Der Argumentationswert..., a.a.O., S. 520.

Verkäuferseite) bzw. die Preisobergrenze (aus Käufersicht). Wichtig dabei ist, daß der eigene Entscheidungswert nicht als Argumentationswert verwendet werden darf (vgl. Prinzip der Nichtbekanntgabe von Entscheidungswerten). Sinnvoll kann es aber sein, den Argumentationswert als vorgeblichen Entscheidungswert in der Verhandlung zu kennzeichnen. Zur Bildung des Argumentationswertes muß aber auch der Entscheidungswert der Gegenseite berücksichtigt werden (Grundsatz der Entscheidungswertbezogenheit).⁶⁸ Dieser Wert ist zwar i.d.R. unbekannt, aber der Bewerter muß sich eine ungefähre Vorstellung von seiner Höhe machen, um einen realistischen Argumentationswert ableiten zu können.

Der Argumentationswert sollte mit nachvollziehbaren Argumenten versehen und damit für die Gegenseite möglichst glaubwürdig sein (Grundsatz der Glaubwürdigkeit).⁶⁹ Dies kann z.B. dadurch erreicht werden, daß für die Ausarbeitung des Bewertungsgutachtens ein Bewerter mit bekanntem Namen und gutem Ruf engagiert wird. Allerdings wird ein kompetenter Verhandlungspartner in einem solchen Gutachten sofort ein Argumentationsgutachten sehen. Folglich wird es wertlos sein. Es besteht jedoch die Chance, daß die Gegenseite das Argumentationsgutachten nicht als solches erkennt und sich doch beeinflussen läßt, so daß das Gutachten - wenn man die Gutachterkosten unberücksichtigt läßt - dennoch sinnvoll ist.⁷⁰ Diese Chance ist besonders groß, wenn eine in Unternehmenskäufen erfahrene Verhandlungspartei auf unerfahrene Verkäufer oder Käufer trifft. Dies ist regelmäßig bei kleinen und mittleren Unternehmen der Fall, da ein mittelständischer Unternehmer i.d.R. nur ein Unternehmen in seinem Leben verkauft.

Um in der Verhandlung überhaupt ein wirksames Mittel zu sein, muß der Argumentationswert flexibel sein. Er muß aus möglichst vielen Komponenten bestehen, um in der Verhandlung Zugeständnisse zuzulassen (Grundsatz der Flexibilität).⁷¹ So kann versucht werden, Einigkeit in bewertungsrelevanten Teilbereichen zu erzielen. Wird beispielsweise Einigkeit über den bei der Bewertung

⁶⁸ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4319; Coenenberg, A.G.: Unternehmensbewertung aus der Sicht der Hochschule, in: Busse von Colbe, W./Coenenberg, A.G.: Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1992, S. 92.

⁶⁹ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4319.

⁷⁰ Vgl. Wagenhofer, A.: Der Einfluß von Erwartungen auf den Argumentationspreis in der Unternehmensbewertung, BFuP, 40. Jg. (1988), S. 548.

⁷¹ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4319.

zugrunde zu legenden Kapitalisierungszinsfuß oder das anzuwendende Bewertungsverfahren im Sinne einer Partei erzielt, kann dies durch Zugeständnisse in anderen Bereichen kompensiert werden.⁷²

In der Argumentationsfunktion geht es jedoch keineswegs nur um die Manipulation der Gegenseite. Eine Verhandlung mit Unternehmensexternen über einen Unternehmensverkauf ist durch eine asymmetrische Informationsverteilung gekennzeichnet. Der Verkäufer kennt die Stärken und Schwächen seines Unternehmens sehr gut, während der potentielle Käufer nur wenige Informationen über das Unternehmen hat. Der Argumentationswert kann der Kommunikation von Stärken des Unternehmens dienen.

Die Ableitung von Argumentationspreisen kann nur im Einzelfall unter Berücksichtigung der konkreten Verhandlungssituation gemacht werden. Die Logik erfordert aber, daß gilt:

$$(3.8) \text{ AW (V) } > \text{ EW (V) } \text{ und}$$

$$(3.9) \text{ AW (K) } < \text{ EW (K) }$$

mit: AW (V) = Argumentationswert des Verkäufers

AW (K) = Argumentationswert des Käufers

Der Verkäufer wird einen Argumentationswert über seinem Entscheidungswert wählen. Der Käufer wird einen niedrigeren Argumentationswert als seinen Entscheidungswert haben. Andernfalls würde die Grenzpreiseigenschaft des Entscheidungswertes mißachtet und die eigene Verhandlungsposition verschlechtert. I.d.R. wird auch gelten:

$$(3.10) \text{ AW (V) } > \text{ AW (K) }.$$

Würde gegen (3.10) verstoßen und der Argumentationswert des Käufers wäre größer als der des Verkäufers, wäre es von Bedeutung, welche Seite seinen

⁷² Vgl. Schmidt, R.: Unternehmensbewertung anlässlich des Kaufs von Unternehmen, in: Wilkes/Wilkes: Handbuch der Unternehmensführung, Gernsbach 1979, S. 1454.

Argumentationswert zuerst offenbart. Um diesen Fall auszuschließen, müssen, wie bereits ausgeführt, auch die vermuteten Entscheidungswerte der Gegenseite berücksichtigt werden. Der Verkäufer wird einen Argumentationswert nennen, der über bzw. gleich dem vermuteten Entscheidungswert des Käufers liegt. Tut er dies, hat er immer noch Spielraum für Zugeständnisse, kann aber immer noch das optimale Verhandlungsergebnis beim Entscheidungswert des Käufers erreichen. Der Käufer wird genau umgekehrt handeln. Es ergibt sich:

$$(3.11) \text{ AW (V) } \geq \text{ EW (K) }^{\text{`}}$$

$$(3.12) \text{ AW (K) } \leq \text{ EW (V) }^{\text{`}}$$

mit: $\text{EW (K) }^{\text{`}}$ = vermuteter Entscheidungswert des Käufers

$\text{EW (V) }^{\text{`}}$ = vermuteter Entscheidungswert des Verkäufers

Damit ist der Bereich, innerhalb dessen der Argumentationswert, bei unterstellter Rationalität und ausschließlichem Interesse der Entscheidungsträger am Kaufpreis, liegen kann, abgesteckt. Eine nähere Einordnung ist nur ausgehend von einem bestimmten Einigungsverfahren möglich.⁷³ Beispielhaft sollen im folgenden zwei in der Literatur diskutierte Einigungsverfahren vorgestellt werden.

Möglich wäre ein gleichzeitiges Aufdeckungsverfahren, bei der beide Seiten ihren Preisvorschlag aufschreiben und gleichzeitig bekannt geben. Gilt (3.10), dann einigen sich beide Seiten automatisch auf:

$$(3.13) \text{ P} = \frac{\text{AW(V)} + \text{AW(K)}}{2}$$

Wird gegen Bedingung (3.10) verstoßen, brechen beide Seiten die Verhandlungen ab.⁷⁴

Die Argumentationswerte werden (3.8) bzw. (3.9) entsprechen, d.h. beide Seiten offenbaren nicht ihre wahren Grenzpreise. Dies kann zum Abbruch der

⁷³ Vgl. Wagenhofer, A.: Der Einfluß..., a.a.O., S. 533.

⁷⁴ Vgl. Wagenhofer, A.: Die Bestimmung..., a.a.O., S. 347.

Verhandlungen führen, obwohl eine Einigung für beide Seiten vorteilhaft wäre, wie in folgendem Beispiel⁷⁵ gezeigt wird:

Seien $EW(V) = 1.000 \text{ DM}$ und $EW(K) = 1.100 \text{ DM}$. Der Verkäufer kündigt aber $AW(V) = 1.200 \text{ DM}$ und $AW(K) = 1.050 \text{ DM}$ an. Die Verhandlung werden abgebrochen, obwohl eine Einigung, bei Offenbarung der wahren Grenzpreise zustande gekommen wäre und ein gemeinsamer Gewinn von 100 DM entstanden wäre.

Das gemeinsame Aufdeckungsverfahren kann also in einigen Fällen zu suboptimalen Ergebnissen führen. Bei der Bestimmung von Argumentationswerten muß folglich immer daran gedacht werden, nicht zu überziehen und dadurch auf Gewinne aus der Transaktion zu verzichten.

Eine bessere Möglichkeit ist die Einführung einer Preisberechnungsregel, bei der die Transaktion auf jeden Fall zustande kommt, der Preis aber vom Eintritt von Bedingungen abhängig gemacht wird. Da beide Parteien der Überzeugung sind, daß sie die besseren Informationen über die Zukunft des Unternehmens und damit über den Wert haben, macht man die tatsächliche Bewertung vom Eintritt bewertungsrelevanter Sachverhalte in der Zukunft abhängig.⁷⁶ Ein Problem dabei ist, daß der Eintritt dieser bewertungsrelevanten Sachverhalte von der Unternehmensführung durch den Käufer abhängig ist. Im Falle einer guten Geschäftsführung partizipiert der Verkäufer an den guten Leistungen des Käufers. Auf der anderen Seite kann der Käufer z.B. durch bilanzpolitische Maßnahmen den Gewinn über die Laufzeit der Preisberechnungsregel niedrig halten und damit dem Verkäufer einen erhöhten Preis vorenthalten.⁷⁷

Weitergehende Einsichten in das Wesen von Verhandlungen gibt die Spieltheorie. Dabei wird wiederum rationales Verhalten der beteiligten Parteien unterstellt. Verhandlungen im Rahmen einer Unternehmensbewertung sind Zweipersonen-Nichtnullsummenspiele mit Kommunikation.⁷⁸ Es handelt sich um Nichtnullsummenspiele, da beide Parteien teilweise überlappende Interessen haben, nämlich hinsichtlich des Transaktionsbereiches, der Gewinn für beide Seiten darstellt. Problematisch bei der spieltheoretischen Betrachtung von Verhandlungen über Unternehmenskäufe ist, daß diese Verhandlung nur einmal vorkommt.

⁷⁵ Vgl. ebenda.

⁷⁶ Vgl. ebenda, S. 348.

⁷⁷ Vgl. Peemöller, V.H. Stand und Entwicklung..., a.a.O., S. 415.

⁷⁸ Vgl. zur Einteilung Szyperski, N./Winand, U.: Entscheidungstheorie, Stuttgart 1974, S. 132.

Wiederholungen von Verhandlungen durch langfristige Geschäftsbeziehungen schaffen einen Anreiz auf Täuschungsmanöver zu verzichten. Strategien für Verhandlungsspiele, wie sie bei einer Unternehmenstransaktion vorkommen, finden sich in der Literatur.⁷⁹

Die vorgestellten Einigungsregeln und die spieltheoretische Betrachtung von Verhandlungen setzen Rationalität der beteiligten Parteien voraus. Die Teilnehmer an realen Verhandlungen verhalten sich aber nicht immer rational, so daß auch sozialpsychologische Erkenntnisse über das Verhalten von Verhandlungsparteien in die Betrachtung einfließen müssen.⁸⁰ Es wird beobachtet, daß viele Verhandlungen ineffizient verlaufen und gemeinsamer Gewinn nicht realisiert wird.⁸¹ Eine Möglichkeit diese ineffiziente Verhandlungsweise zu umgehen ist die Einschaltung eines neutralen Schiedsrichters (siehe Kapitel 3.3.1.2).

Eine weitere Möglichkeit ist der bewußte Austausch von zusätzlichen Informationen über den Verhandlungsgegenstand. *Raiffa*⁸² gibt ein Beispiel über eine Verhandlung über einen Unternehmenskauf. Die Wertvorstellungen beider Parteien lassen keinen Transaktionsbereich entstehen. An dieser Stelle müßten die Verhandlungen abgebrochen werden. Durch den Austausch von Informationen kann aber eine Einigung eventuell doch noch erreicht werden. Im erwähnten Beispiel liegen die unterschiedlichen Wertvorstellungen an unterschiedlichen zugrunde gelegten Kalkulationszinsfüßen. Durch diese Information konnte die Verhandlung sich auf die Frage nach dem korrekten Abzinsungsfaktor konzentrieren. Mit Einigung über dieses Detailproblem konnte dann Einigung über die gesamte Unternehmenstransaktion erzielt werden.

In der Argumentationsfunktion der Unternehmensbewertung heiligt letztlich der Zweck die Mittel. Abhängig von den Kenntnissen der Gegenpartei sollte der Käufer bzw. Verkäufer dasjenige Verfahren wählen, das einem die größten Vorteile bietet. Dabei kommt es auf theoretische Richtigkeit des Verfahrens nicht an.⁸³

⁷⁹ Vgl. Rapoport, A.: Two-Person Game Theory, Ann Arbor 1966; Holler, M. J.: Ökonomische Theorie der Verhandlungen, 3. Auflage, München u.a. 1992.

⁸⁰ So auch Macharzina, K.: Unternehmensführung, Das internationale Managementwissen, Wiesbaden 1993, S. 435.

⁸¹ Vgl. Raiffa, H.: The Neutral Analyst: Helping Parties to Reach Better Solutions, in: Hall, L. (Ed.): Negotiation. Strategies for Mutual Gain, Newbury Park u.a. 1993, S. 14.

⁸² Vgl. ebenda, S. 23f.

⁸³ Vgl. Barthel, C.W.: Unternehmenswert - Der Markt bestimmt die Bewertungsmethode, DB, 43. Jg. (1990), S. 1148.

Der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer lehnt die Ausarbeitung von Gutachten zur Argumentationsbewertung unter Berufung auf seine Berufsgrundsätze ab, die die Ermittlung von Werten zum Zwecke der Beeinflussung der Gegenseite nicht zulassen.⁸⁴

3.3.1.4 Die Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung in prozessualer Sicht

Aus der Diskussion der Funktionen der Unternehmensbewertung wurde die zentrale Rolle des Entscheidungswertes deutlich. Auf ihm basieren auch Schiedswerte und Argumentationswerte. Entscheidungswerte sind Ausgangspunkt des Unternehmensbewertungsprozesses, der hier für eine nicht-dominierte Konfliktsituation aus Anlaß eines Kaufs bzw. Verkaufs eines Unternehmens beispielhaft dargestellt werden soll. Zunächst wird die Bewertungssituation (Anlaß und Umstände der Bewertung) analysiert (Analysephase). Die festgestellte Bewertungssituation determiniert das anzuwendende Bewertungsverfahren, das zusätzlich den Grundsätzen der Ermittlung von Entscheidungswerten (Subjektivität, Zukunftsbezogenheit und Bewertungseinheit) genügen muß. Mit diesem Bewertungsverfahren werden dann in der Bewertungsphase die Entscheidungswerte des potentiellen Käufers und Verkäufers - von ihren Unternehmensbewertern - ermittelt. Mit dem Wissen über ihren jeweiligen Entscheidungswert - der Entscheidungswert der Gegenseite ist unbekannt - entscheiden die beteiligten Parteien, ob sie in eine Verhandlung oder in ein Schiedsverfahren eintreten wollen, um einen Preis für das Unternehmen zu ermitteln. Entschließen sie sich für eine Verhandlung, ermitteln sie jeweils einen Argumentationswert, ausgehend von ihrem Entscheidungswert und einer Schätzung des Entscheidungswerts der Gegenseite. Entschließen sie sich für ein Schiedsverfahren, ermittelt ein neutraler Gutachter - basierend auf den Entscheidungswerten von Käufer und Verkäufer - einen Schiedswert. Dieser Schiedswert bzw. das Verhandlungsergebnis stellt den Preis für das Unternehmen dar. Scheitert die Verhandlung, können beide Parteien auch später noch ein Schiedsverfahren beginnen. Mit dem Wissen über den ausgehandelten Preis können nun die beteiligten Parteien über die Durchführung der Transaktion entscheiden.

⁸⁴ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, in: WP Handbuch 1992, Bd. 2, 10. Auflage, Düsseldorf 1992, S. 6; Coenenberg, A.G.: Unternehmensbewertung aus..., a.a.O., S. 92.

Entschieden wird dadurch, daß der Preis mit dem Entscheidungswert der Partei verglichen wird. Ist der Preis größer (aus Verkäufersicht) bzw. kleiner (aus Käufersicht) als der Entscheidungswert, wird die Transaktion durchgeführt. Abbildung 3.3 stellt den Prozeß der Unternehmensbewertung schematisch dar.

Die Beratungsfunktion mit dem Wertkonzept des Entscheidungswertes spielt im Prozeß der Unternehmensbewertung die zentrale Rolle.⁸⁵ Sowohl bei der Argumentationsfunktion als auch bei der Schiedsfunktion ist die Ermittlung der Entscheidungswerte jeweils Ausgangspunkt des weiteren Vorgehens. Die Besonderheiten des Bewertungsobjekts können folglich nur in der Beratungsfunktion und damit im Entscheidungswert berücksichtigt werden. Aus diesem Grunde wird sich die weitere Untersuchung nur mit der Ermittlung von Entscheidungswerten für kleine und mittlere Unternehmen befassen. Aufbauend auf diesem Wert können dann nach den hier kurz vorgestellten Methoden Argumentations- bzw. Schiedswerte ermittelt werden, die die Besonderheiten von kleinen und mittleren Unternehmen berücksichtigen.

Des weiteren konzentriert sich die Arbeit im folgenden vor allem auf Ausführungen zum Bewertungsanlaß Kauf/Verkauf eines Unternehmens. Bei diesem nicht-dominierten Bewertungsanlaß haben die Bewerter keine rechtlichen oder anderen Zwänge zu beachten, so daß eine Anpassung der angewandten Bewertungsverfahren auf kleine und mittlere Unternehmen oder andere Gruppen möglich ist.

⁸⁵ So auch Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre der Unternehmensbewertung durch die Discounted Cash-flow-Verfahren überholt?, in: Matschke, M. J./Schildbach, T.: Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, FS für Günter Sieben, Stuttgart 1998, S. 305.

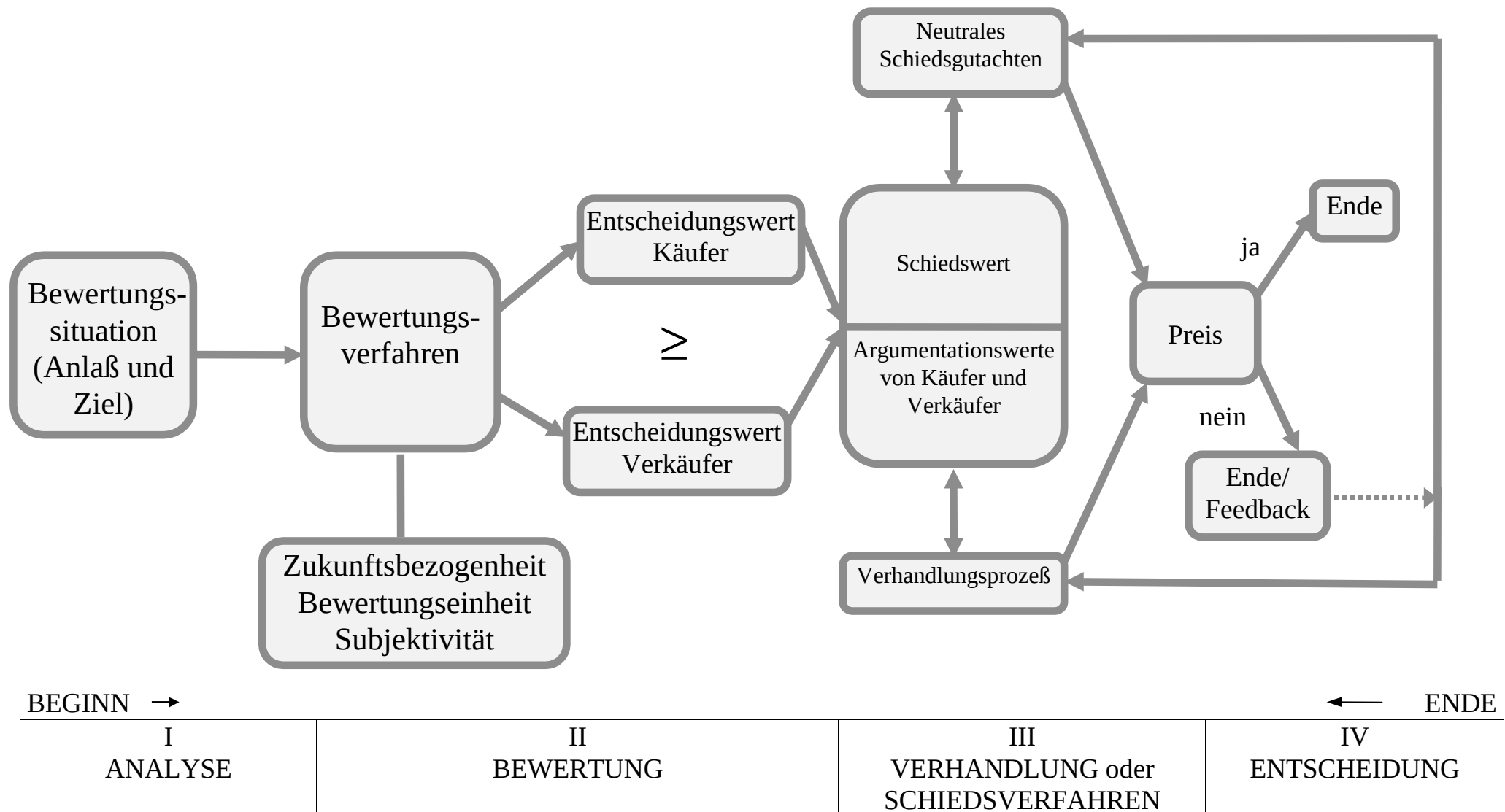


Abb. 3.3: Der Prozeß der Unternehmensbewertung aus Anlaß einer nicht dominierten Bewertungssituation vom Typ Kauf/Verkauf

3.3.2 Nebenfunktionen

Die Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung dienen im wesentlichen der Ermittlung von konventionalisierten Werten für spezifische Zwecke.⁸⁶ Die Zwecksetzung der Nebenfunktionen kann es in einigen Fällen sinnvoll erscheinen lassen, von den oben entwickelten fundamentalen Grundsätzen der Unternehmensbewertung abzuweichen.⁸⁷

Die Begriffswahl und Abgrenzung der Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung wird in der Literatur unterschiedlich gehandhabt. In dieser Untersuchung werden die folgenden Begriffe verwendet:

- Steuerbemessungsfunktion,
- Vertragsgestaltungsfunktion,
- Entscheidungshilfefunktion.

Damit werden drei für kleine und mittlere Unternehmen bedeutende Nebenfunktionen diskutiert: Die Frage der Besteuerung hat insbesondere beim Generationenwechsel Bedeutung (Erbchaftsteuer). Die Vertragsgestaltungsfunktion ist für Personengesellschaften wichtig. Die Frage des Einsatzes der Unternehmensbewertung zur Unternehmensführung (Entscheidungshilfefunktion) hat auch verstärkt Auswirkungen für kleinere Unternehmen.

3.3.2.1 Steuerbemessungsfunktion

In der Steuerbemessungsfunktion hat die Unternehmensbewertung die Aufgabe, Bemessungsgrundlagen für die Besteuerung der Substanz und des Ertrags zu ermitteln. Substanzsteuern werden auf Bestände erhoben und sind unabhängig von Erträgen zu entrichten. Zu den Substanzsteuern zählen die Erbschaft- und die Schenkungsteuer. Die steuerlichen Bewertungsvorschriften sind v.a. im Bewertungsgesetz (BewG) und in den Vermögensteuerrichtlinien niedergelegt.

Die steuerliche Bewertung muß den Umständen der Besteuerung Rechnung tragen. Ein steuerliches Bewertungsverfahren muß möglichst einfach sein, um für die massenhafte Anwendung geeignet zu sein. Die Bewertung muß formalisiert sein und sie muß mit möglichst geringem Aufwand durchgeführt werden können. Die Steuergerechtigkeit erfordert eine Objektivierung der Bewertung. Subjektive

⁸⁶ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4316.

⁸⁷ Vgl. Sieben, G./Lutz, H.: Abfindungsklauseln..., a.a.O., S. 206.

Komponenten und Ermessensspielraum des Bewerbers sollten soweit wie möglich ausgeschlossen werden.⁸⁸

Anteile an Kapitalgesellschaften sind für steuerliche Zwecke mit dem Marktwert (Börsenkurs) zu bewerten. Ist ein Marktwert nicht feststellbar oder ist dieser nicht maßgeblich, muß ein gemeiner Wert ermittelt werden.⁸⁹ Der Marktwert ist dann nicht maßgeblich, wenn er nur für einen einzelnen Anteil feststellbar ist, z.B. für eine Aktie, aber eine Beteiligung zur Bewertung ansteht, die eine Beherrschung der Gesellschaft ermöglicht.⁹⁰ In § 11 Abs. 2 Satz 2 BewG wird die Bewertung unter Berücksichtigung von Vermögen und Ertragsaussichten vorgeschrieben. Finanzverwaltung und Rechtsprechung haben zu diesem Zweck das „Stuttgarter Verfahren“ entwickelt.

Bei dem Stuttgarter Verfahren wird das Vermögen um einen Faktor Ertragsaussichten korrigiert. Das Vermögen entspricht dem Einheitswert des Betriebsvermögens, der nach § 98a BewG ermittelt werden muß. Die Werte der dem Betrieb dienenden Vermögensgegenstände (§ 95 BewG) werden dabei vermindert um die Schulden, die mit dem Betrieb in Zusammenhang stehen (§ 103 BewG).⁹¹ Die Ermittlung der Ertragskomponente beruht auf der Vorstellung, daß in einer Marktwirtschaft nur eine „normale“ Rendite langfristig erzielbar ist. Renditen, die über das normale Maß hinaus gehen, sind nur kurzfristig erzielbar, da sie Konkurrenz anlocken. Durch den verstärkten Wettbewerb kann dann jeder Anbieter nur noch die normale Rendite Erlösen.⁹²

Bei dem Stuttgarter Verfahren wird dieser zeitlich beschränkte „Übergewinn“ ermittelt aus der Differenz zwischen dem körperschaftsteuerlichen Gewinn des Unternehmens, gebildet als Durchschnitt der letzten drei Jahre, und der marktüblichen Verzinsung auf das eingesetzte Eigenkapital, die in den Vermögensteuerrichtlinien mit 9 % verbindlich vorgegeben wird. Der Zeitraum, in

⁸⁸ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 96.

⁸⁹ Vgl. Esch, G./Baumann, W./Schulze zur Wiesche, D.: Handbuch der Vermögensnachfolge, 5. Auflage, Berlin 1997, S. 441 ff.

⁹⁰ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 92f.; Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 65.

⁹¹ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 29f.; Tischer, F.: Der Einfluß der Rechtsform auf die Anteilsbewertung erworbener Unternehmen, DStR, 33. Jg. (1995), S. 1562; Tipke, K./Lang, J.: Steuerrecht, 14. Auflage, Köln 1994, S. 465ff.

⁹² Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 92; Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 56f.

dem der Übergewinn erzielbar ist, wird von den Vermögensteuerrichtlinien mit 5 Jahren fest veranschlagt. Daraus ergibt sich:

$$(3.14) \quad W = V + 5 * (\ddot{U} - 0,09 * W)$$

mit: V = Vermögenskomponente (Einheitswert des Betriebsvermögens)

$\ddot{U}$ = Überschüsse des Unternehmens im Durchschnitt der letzten drei Jahre

Durch Umformen ergibt sich:

$$(3.15) \quad W = 0,68 * (V + 5 * \ddot{U})^{93}$$

Das Stuttgarter Verfahren hat sich als steuerlicher Bewertungsstandard für die Bewertung von Kapitalgesellschaften durchgesetzt. Die Bewertung beruht auf Vergangenheitsdaten und ist daher einfach durchzuführen. Die Vorgabe einer marktüblichen Verzinsung und eines Zeitraums für die Übergewinnerzielung minimieren subjektive Gestaltungsspielräume.

Grundsätzlich anders wird die steuerliche Bewertung von Anteilen an Personengesellschaften vorgenommen. Die Ertragsaussichten bleiben unberücksichtigt, allein das Vermögen ist bewertungsrelevant. Der Wert entspricht dem anteiligen Wert des Betriebsvermögens.⁹⁴

Die Unterschiede in der steuerlichen Bewertung sind abschließend in Tabelle 3.1 zusammengefaßt.

Die steuerliche Bewertung ist für kleine und mittlere Unternehmen insbesondere bei der Lösung des Nachfolgeproblems von Bedeutung.⁹⁵ Die Bewertung bestimmt ganz wesentlich die Erbschaft- bzw. Schenkungsteuerbelastung, die bei der Übertragung eines Unternehmens zu tragen ist. Das einzelne Unternehmen kann durch die Belastung in seinem Bestand gefährdet werden.

⁹³ Vgl. Christoffel, H. G.: Anteilswert, GmbH-Steuerpraxis, 21. Jg. (1998), S. 41.

⁹⁴ Vgl. Tischer, F.: Der Einfluß..., a.a.O., S. 1562.

⁹⁵ Vgl. ausführlich Hofmann, U.: Nachfolgeplanung in mittelständischen Unternehmen. Zivil- und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Probleme und Lösungsansätze, Wiesbaden 1996, S. 84ff.

Unternehmenstyp	Bewertungsvorschrift
Börsennotierte AG	Marktpreis der Aktien; Anteil über 25 %: Paketzuschlag
Nicht börsennotierte Kapitalgesellschaft	68 % der Summe aus Einheitswert des Betriebsvermögens und dem 5fachen der Durchschnittserträge der letzten drei Jahre (Stuttgarter Verfahren) oder gemeiner Wert, der aus Verkäufen abzuleiten ist
Personengesellschaft/ Einzelunternehmen	Einheitswert des Betriebsvermögens

Tab. 3.1: Steuerliche Bewertungsvorschriften nach Unternehmenstyp

Die wachsende Bedeutung des Problems zeigt das starke Anwachsen des Erbschaftsteueraufkommens.⁹⁶ Allerdings ist der Bestandsschutz für vererbte Unternehmen verbessert worden, da das Betriebsvermögen, wenn das Unternehmen mindestens fünf Jahre fortgeführt wird, in jedem Fall nach der günstigsten Steuerklasse I versteuert wird, die sonst nur den nächsten Verwandten offensteht.⁹⁷

Sehr fraglich ist, ob die auf den Zeitpunkt der Erbschaft bzw. Schenkung bezogene Bewertung die Leistungsfähigkeit des Erben korrekt widerspiegelt. Die Personenbezogenheit der kleinen und mittleren Unternehmen führt dazu, daß das Ausscheiden des Unternehmers durch Ruhestand oder Tod negative Auswirkungen auf den Wert haben kann.⁹⁸ Das Stuttgarter Verfahren läßt diese Möglichkeit jedoch außer Betracht, da auf die Durchschnittserträge der Vergangenheit, als der

⁹⁶ Vgl. von Wartenberg, L.: Unternehmenskontinuität im Mittelstand: Plädoyer für die Reduzierung der Erbschaftsteuer auf Betriebsvermögen, BFuP, 45. Jg. (1993), S. 248.

⁹⁷ Vgl. Rux, H.-J.: Steuergünstige Nutzung des Freibetrages für Betriebsvermögen bei der Erbschaft- und Schenkungsteuer, Die Information, o. Jg. (1997), S. 203ff.; Ottersbach, J./Hansen, R.: Auflagenschenkung von Betriebsvermögen als vorweggenommene Erbfolge, DStR, 35. Jg. (1997), S. 1270; Watrin, C.: Erste Gestaltungsüberlegungen zum neuen Erbschaftsteuerrecht, DStR, 35. Jg. (1997), S. 249; Höfer, J.: Erben von Betriebsvermögen wurden bei der Reform geschont, Handelsblatt vom 7. April 1997, S. 21. Einen Überblick über die reformierte Erbschaft- und Schenkungsteuer findet sich bei Bundesverband der Deutschen Industrie: Die neue Erbschaft- und Schenkungsteuer, BDI Aktuelle Steuerrundschau, Nr. 1/1997, o. Jg., S. 4ff.

⁹⁸ Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Mitteilung betreffend die Empfehlung der Kommission vom 7. Dezember 1994 zur Übertragung von kleinen und mittleren Unternehmen, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften C 400, 37. Jg., 31. Dezember 1994, S. 8.

ausscheidende Unternehmer die Unternehmensführung noch inne hatte, abgestellt wird. Ein angemesseneres Bewertungsverfahren, das die Überlebensfähigkeit des Unternehmens verbessert, würde die Entwicklung nach dem Ausscheiden des Unternehmers mit berücksichtigen.⁹⁹ Die damit geforderte Zukunftsbezogenheit der Bewertung würde andererseits die Gestaltungsspielräume erhöhen, was dem Ziel eines gerechten und einfachen Steuersystems widerspricht. Ein denkbarer Kompromiß liegt in der Verschiebung des Bewertungsstichtages. Die Bewertung würde dann nicht mehr zum Zeitpunkt der Erbschaft vorgenommen, sondern beispielsweise ein Jahr danach. Damit würde in die Ertragskomponente des Stuttgarter Verfahrens das Geschäftsjahr nach dem Tod des Unternehmers einbezogen.

Eine so gestaltete Reform hätte eine Reihe von Vorteilen. So hätte das Unternehmen durch die verlegte Steuerzahlung, gerade im schwierigen ersten Jahr nach dem Übergang, keinen Abfluß liquider Mittel durch die Erbschaftsteuerzahlung. Auf der anderen Seite sind die Manipulationsmöglichkeiten für den Erben - durch einen bilanzpolitisch reduzierten Ertrag - nur gering, da neben dem einen Jahr nach der Erbschaft weiterhin zwei Jahre davor in der Bildung des durchschnittlichen Übergewinns berücksichtigt werden. Die Vorteile des Stuttgarter Verfahrens - einfache Anwendung und nur geringe Gestaltungsspielräume - blieben erhalten.

3.3.2.2 Vertragsgestaltungsfunktion

In der Vertragsgestaltungsfunktion hat die Unternehmensbewertung die Aufgabe, vertragliche Regelungen zu entwickeln bzw. zu interpretieren. Wichtigster Anwendungsfall bei kleinen und mittleren Unternehmen ist die Gestaltung von Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen.

Wie oben dargestellt (vgl. 3.2.1), muß dem ausscheidenden Gesellschafter eine Abfindung durch die in der Gesellschaft verbleibenden Gesellschafter gezahlt werden. Gemäß § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB ist dem Ausscheidenden „dasjenige zu zahlen, was er bei der Auseinandersetzung erhalten würde, wenn die Gesellschaft zur Zeit seines Ausscheidens aufgelöst worden wäre.“ Diese Regelung gilt über die §§ 105 Abs. 2 und 161 Abs. 2 HGB auch für die Rechtsform der offenen Handelsgesellschaft und

⁹⁹ So auch: Empfehlung der Europäischen Kommission zur Übertragung von kleinen und mittleren Unternehmen, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften L 385, 37. Jg., 31. Dezember 1994, S. 17.

der Kommanditgesellschaft. Nach dem Wortlaut könnte man meinen, der Zerschlagungswert wäre maßgeblich für die Abfindung. Nach herrschender Meinung und ständiger Rechtsprechung wird aber der Verkehrswert des Unternehmens bei Fortführung angesetzt.¹⁰⁰ Demnach muß ein potentieller Veräußerungserlös ermittelt werden. Dazu muß ein potentieller Erwerber mit Zielen und Möglichkeiten modelliert werden, um den für die Schiedsfunktion notwendigen Transaktionsbereich zwischen den Grenzpreisen des präsumtiven Verkäufers und Käufers erstellen zu können. Dabei müßte auch Verhandlungsmacht und -geschick der beiden Seiten modelliert werden. Es liegt auf der Hand, daß dies der Willkür Tür und Tor öffnet.¹⁰¹ Die Rechtsprechung stellt daher auf das Maximum aus Ertragswert und Zerschlagungswert ab.¹⁰²

Bei diesen Regelungen handelt es sich um dispositives Recht, in den Gesellschaftsverträgen können im Rahmen der Vertragsfreiheit abweichende Regelungen vereinbart werden. Eine freie Entscheidung bei der Abfindungsklausel erlaubt es, bei Abschluß des Gesellschaftsvertrages übergeordnete Ziele des Unternehmens zu berücksichtigen. Dies kann v.a. die Sicherung der Lebensfähigkeit des Unternehmens bei Ausscheiden eines oder mehrerer Gesellschafter sein. Die Verwirklichung dieser Ziele durch Formulierung einer Abfindungsklausel ist Aufgabe der Vertragsgestaltungsfunktion der Unternehmensbewertung. Durch diese Klauseln wird kein Gesellschafter geschädigt, selbst wenn eine Abfindung unter dem betriebswirtschaftlich richtigen Wert vereinbart wird, da im Normalfall zum Zeitpunkt der freiwilligen Vereinbarung nicht absehbar ist, wer von der Abfindung betroffen sein wird. Jeder Gesellschafter hat dabei auch die Möglichkeit, die eigenen Optionen (eigene Kündigung oder Veranlassung beim Ausschuß anderer Gesellschafter) oder die Optionen der anderen Gesellschafter (Kündigung oder Veranlassung des Ausschlusses des betrachteten Gesellschafters) in sein Kalkül einzubeziehen.¹⁰³

¹⁰⁰ Vgl. Sieben, G./Sanfleber, M.: Betriebswirtschaftliche und rechtliche Aspekte von Abfindungsklauseln - Unter besonderer Berücksichtigung des Problemfalls ertragsschwaches Unternehmen und existenzbedrohende Abfindungsregelung, WPg, 42. Jg. (1989), S. 321; Hennerkes, B.-H./Binz, M. K.: Die Buchwertabfindung - ein Fossil unserer Zeit?, DB, 36. Jg. (1983), S. 2669; Sieben, G./Lutz, H.: Abfindungsklauseln..., a.a.O., S. 202; Nonnenmacher, R.: Anteilsbewertung..., a.a.O., S. 150; Schildbach, T.: Zur Beurteilung von gesetzlicher Abfindung und vertraglicher Buchwertabfindung unter Berücksichtigung einer potentiellen Ertragsschwäche der Unternehmung, BFuP, 36. Jg. (1984), S.534.

¹⁰¹ Vgl. Nonnenmacher, R.: Anteilsbewertung..., a.a.O., S. 150.

¹⁰² Vgl. Sieben, G./Sanfleber, M.: Betriebswirtschaftliche..., a.a.O., S. 321f.; Schildbach, T.: Zur Beurteilung..., a.a.O., S. 534.

¹⁰³ Vgl. Schildbach, T.: Zur Beurteilung..., a.a.O., S. 539.

Es können in einer Abfindungsklausel das anzuwendende Bewertungsverfahren, Zahlungsmodalitäten oder andere einzelne Punkte (anzuwendender Kalkulationszinsfuß, relevante Überschußgröße etc.) geregelt sein.

Grenze der Zulässigkeit einer Abfindungsklausel ist zum einen der Sittenwidrigkeitsmaßstab des § 138 BGB. Darunter fiel z.B. der völlige Ausschluß einer Abfindung.¹⁰⁴ Zum zweiten ist eine Vereinbarung nichtig, die das Kündigungsrecht beschränkt (§ 723 Abs. 3 BGB). Dies wäre dann der Fall, wenn die vereinbarte Abfindungsklausel, aufgrund ihrer wirtschaftlichen Nachteiligkeit, einen ausscheidungswilligen Gesellschafter zum Verzicht auf seine Kündigung veranlaßt.¹⁰⁵ Zum dritten muß die Abfindung so sein, wie es Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte erfordern (§ 242 BGB). Diese Vorschrift verlangt, daß die Abfindung auf ihre Angemessenheit überprüft wird. Die volle Anwendung einer Abfindungsklausel ist dann nicht zulässig, wenn sie eine im Verhältnis zum betriebswirtschaftlich richtigen Wert besonders niedrige Abfindung ergibt.¹⁰⁶

Innerhalb dieser Schranken (insbesondere der Angemessenheitskontrolle des § 242 BGB) ist auch die Abfindung zum Buchwert möglich.¹⁰⁷ Dabei wird der ausscheidende Gesellschafter mit dem Buchwert seines Anteils abgefunden, wie er sich aus der letzten bzw. einer auf den Zeitpunkt des Ausscheidens des Gesellschafters aufgestellten Bilanz ergibt.

Im Normalfall führt die Buchwertklausel zu einem niedrigen Abfindungsbetrag, der das Überleben des Unternehmens sichert. Die Buchwerte sind regelmäßig aufgrund handels- und steuerrechtlicher Vorschriften niedriger als der Verkehrswert. Problematisch wird die Abfindung zum Buchwert dann, wenn das Unternehmen wirtschaftliche Schwierigkeiten hat. Ist bei Ertragsschwäche der Ertragswert kleiner als der Buchwert, müssten die verbleibenden Gesellschafter einen Betrag bezahlen, der den Bestand des Unternehmens gefährden kann.¹⁰⁸ Zusätzlich besteht die Gefahr, daß bei einer absehbaren Insolvenz einer der Gesellschafter in letzter Minute kündigt. Er würde dann den Buchwert seines Anteils erhalten und außerdem die

¹⁰⁴ Vgl. Sieben, G./Sanfleber, M.: Betriebswirtschaftliche..., a.a.O., S. 324.

¹⁰⁵ Vgl. ebenda, S. 325.

¹⁰⁶ Vgl. ebenda.

¹⁰⁷ Vgl. Hennerkes, B.-H./Binz, M. K.: Die Buchwertabfindung..., a.a.O., S. 2670; Gessler, E.: Zur Buchwertabfindung bei Ausscheiden aus einer GmbH, GmbH-Rundschau, 75. Jg. (1984), S. 32; Koller, I.: Der Ausschluß ohne wichtigen Grund zum Buchwert bei Familiengesellschaften, DB, 37. Jg. (1984), S. 549.

¹⁰⁸ Vgl. Sieben, G./Sanfleber, M.: Betriebswirtschaftliche..., a.a.O., S. 327.

Kosten einer Insolvenz umgehen.¹⁰⁹ Dies könnte mit einer Abfindung zum Ertragswert umgangen werden, da hier die zukünftigen Erfolge und Aufwendungen, also auch die Kosten einer Insolvenz, berücksichtigt werden müssen. Trotz dieser Gefahren zeigen empirische Untersuchungen einen hohen Anteil von Abfindungsklauseln zum Buchwert.¹¹⁰ Dies ist ökonomisch vernünftig, um im Normalfall einen Austritt zu einem geringen Risiko für das Unternehmen werden zu lassen.¹¹¹ Der Spezialfall der Ertragsschwäche, in dem die Buchwertklausel zu einer Gefährdung für den Bestand des Unternehmens werden kann, wird beim Abschluß eines Gesellschaftsvertrages - also bei der Gründung eines Unternehmens - in vielen Fällen verdrängt werden und keine Rolle spielen. Das Risiko der Überbewertung des Unternehmens durch den Buchwert bei Ertragsschwäche könnte durch eine fallweise Ausgestaltung umgangen werden. Normalerweise würde ein Gesellschafter zum Buchwert abgefunden, ist der Ertragswert allerdings der niedrigere Wert, würde zu diesem abgefunden.

Aufgrund der Höhe einer Abfindungszahlung hat die Formulierung einer Abfindungsklausel für kleine und mittlere Unternehmen eine große Bedeutung. Den Gesellschaftern sollen durch niedrige Abfindungszahlungen Anreize gegeben werden, zu bleiben, zumindest aber mit einem Austritt den Bestand des Unternehmens nicht zu gefährden.¹¹² Es ist aber auch der Fall denkbar, daß einem unliebsamen Gesellschafter mit einem hohen Abfindungsbetrag der Austritt nahe gelegt werden soll. Durch die Vertragsfreiheit wird den Gesellschaftern folglich die Möglichkeit gegeben, mit einer klug formulierten Abfindungsklausel betriebswirtschaftliche Ziele zu erreichen.

3.3.2.3 Entscheidungshilfefunktion

In der Entscheidungshilfefunktion hat die Unternehmensbewertung die Aufgabe, die Unternehmensführung mit Entscheidungskriterien zu unterstützen. Die Unternehmensbewertung verliert ihre Rolle als Hilfsmittel in Sondersituationen und

¹⁰⁹ Vgl. Hennerkes, B.-H./Binz, M. K.: Die Buchwertabfindung..., a.a.O., S. 2673.

¹¹⁰ Vgl. für eine Übersicht Wagner, F. W.: Unternehmensbewertung und vertragliche Abfindungsbemessung, BFuP, 46. Jg. (1994), S. 482.

¹¹¹ Vgl. ebenda, S. 491f.

¹¹² Vgl. Sieben, G./Lutz, H.: Abfindungsklauseln..., a.a.O., S. 207; Rasner, H.: Abfindungsklauseln bei Personengesellschaften - Die Sicht eines Praktikers, ZHR, 158. Jg. (1994), S. 298.

wird zum regelmäßig durchgeführten Instrument der Unternehmensführung. Die Entscheidungshilfefunktion wird seit dem Buch von *Rappaport*¹¹³ in Wissenschaft und Praxis unter dem Begriff „Shareholder Value“ - Aktionärswert - oder Wertsteigerungsanalyse diskutiert. Der Begriff Shareholder Value erfreut sich dabei einer großen Aufmerksamkeit, auch in der breiteren Öffentlichkeit.¹¹⁴ Nach Ansicht von *Ballwieser*¹¹⁵, könnte er sich aber in der Unternehmenspraxis als Modeerscheinung herausstellen.

Hintergrund des Shareholder Value-Gedankens ist das Principal-Agent Problem, das bei einer Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht auftritt.¹¹⁶ Die Eigentümer, die Prinzipale, beauftragen angestellte Manager, die Agenten, das Unternehmen zu führen.¹¹⁷ Durch die Tätigkeit in der Unternehmensführung erhalten die Agenten einen Informationsvorsprung gegenüber den Prinzipalen. Diese asymmetrische Informationsverteilung können die Agenten nutzen, ihre eigenen Ziele auch gegen den Willen der Prinzipale durchzusetzen.

Befragungen von Managern großer amerikanischer Unternehmen¹¹⁸ haben ergeben, daß die Maximierung des eigenen Vermögens die grundsätzliche Zielsetzung vieler Manager ist. Unter Vermögen werden die Geldmittel und Geldäquivalente (z.B. Kreditlinien) verstanden, die zur freien Verfügung des Managements stehen.

Wenn man diejenigen Mittel betrachtet, die übrig bleiben, wenn die Unternehmensleitung alle profitablen Investitionen (solche mit einem positiven Kapitalwert) durchgeführt hat, wird das Principal-Agent Problem deutlich.¹¹⁹ Diese Mittel müßten an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Ist das Ziel der Manager allerdings Vermögensmaximierung, werden sie nicht ausgeschüttet, sondern von der

¹¹³ Rappaport, A.: *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, New York u.a. 1986.

¹¹⁴ Vgl. z.B. Schumacher, O.: *Alte Weisheit neu verpackt*, *Die Zeit*, 51. Jg. (1996), Nr. 37, S. 27; o.V.: *Showing Europe's Firms the Way*, *The Economist*, 153. Jg. (1996), July 13th, S.13; o.V.: *Primärziel ist Cash*, *Der Spiegel*, 51. Jg. (1997), Heft 12, S. 98.

¹¹⁵ Vgl. Ballwieser, W.: *Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz*, in: *Bilanzrecht und Kapitalmarkt*, FS für Adolf Moxter, hrsg. von Ballwieser, W./Böcking, H.-J. et al., Düsseldorf 1994, S. 1379.

¹¹⁶ Vgl. Ballwieser, W.: *Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung*, WPg, 48. Jg. (1995), S. 121.

¹¹⁷ Vgl. zum Principal-Agent Problem Ross, S. A.: *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, *AER*, Vol. 63 (1973), No. 2, S. 134ff; Grossman, S./Hart, O.: *An Analysis of the Principal-Agent Problem*, *Econometrica*, Vol. 51 (1983), S. 7ff.; Drukarczyk, J.: *Theorie und Politik der Finanzierung*, 2. Auflage, München 1993, S. 621ff.; Franke, G./Hax, H.: *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 3. Auflage, Berlin u.a. 1994, S. 418ff.; Schoppe, S. G. u.a.: *Moderne Theorie der Unternehmung*, München u.a. 1995, S. 180ff.

¹¹⁸ Vgl. Donaldson, G.: *Managing Corporate Wealth*, New York 1984, S. 3.

¹¹⁹ Vgl. Jensen, M. C.: *Takeovers: Their Causes and Consequences*, *Journal of Economic Perspectives*, 2. Jg. (1988), Winter, S. 21ff.

Unternehmensleitung für weitere Projekte, die keinen positiven Kapitalwert haben, eingesetzt. Dies ist solange möglich, wie die Manager keiner wirksamen Kontrolle ausgesetzt sind. Da der einzelne Aktionär bei einem Großunternehmen i.d.R. nur einen geringen Anteil hat, würde der Ertrag einer wirksamen Kontrolle in keinem Verhältnis zu den hohen Kontrollkosten stehen. Eine wirksame Kontrolle kann nur der Kapitalmarkt als ganzes bieten. Diese hat sich herausgebildet durch den „Markt für Unternehmenskontrolle“,¹²⁰ auf dem Unternehmen, die Vermögensmaximierung betrieben haben, durch feindliche Übernahmen verkauft wurden. Mit der Angst vor feindlichen Übernahmen hat sich eine stärkere Orientierung an der Wertmaximierung in den Unternehmen durchgesetzt. Dieser Trend ist, trotz des Fehlens eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle,¹²¹ auch in Deutschland übernommen worden. Dies mag an der wachsenden Bedeutung der internationalen Kapitalmarktanleger für deutsche Unternehmen liegen.¹²²

Der Grundgedanke des Shareholder Value Konzepts - oder allgemeiner: der wertorientierten Unternehmensführung - ist es, das Unternehmen so zu führen, daß der Unternehmenswert aus Sicht der Eigenkapitalgeber maximiert wird.¹²³ Die Methoden der Unternehmensbewertung, wie sie im weiteren entwickelt werden, dienen dabei zur Messung des Erfolges des Gesamtunternehmens, von einzelnen Unternehmensbereichen oder des Managements. Die erwartete Mindestrendite der Anteilseigner wird mit den erwarteten Zahlungsströmen der Unternehmung an die Anteilseigner verglichen. Die Renditeerwartung der Anteilseigner wird somit zum entscheidenden Vergleichsmaßstab in der Unternehmensführung.¹²⁴

Wie erläutert, hängt der Shareholder Value Gedanke sehr stark mit der Lösung des Principal-Agent Problems zusammen. Nach der in dieser Untersuchung zugrunde gelegten Definition existiert dieses Problem aufgrund der Einheit von Eigentum und

¹²⁰ Vgl. Adams, M.: Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch, Die Aktiengesellschaft, o. Jg. (1989), S. 333ff.; Langhofs-Lønroth, H.: Acquisition Appraisal: A Stock Market and An Acquiring Company Perspective, Aarhus 1995, S. 48; Milgrom, P./Roberts, J.: Economics, Organization and Management, Englewood Cliffs 1992, S. 482ff.

¹²¹ Vgl. Adams, M.: Der Markt..., a.a.O., S. 335.

¹²² Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft: Wertorientierte Unternehmensführung mit differenzierten Kapitalkosten, ZfbF, 48. Jg. (1996), S. 543.

¹²³ Vgl. Freygang, W.: Kapitalallokation in diversifizierten Unternehmen - Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten, Wiesbaden 1993, S. 137; Ballwieser, W.: Aktuelle Aspekte..., a.a.O., S. 121; o.V.: Wertorientierte Unternehmensführung. Bestimmung, Messung und Realisierung von Wertpotentialen, München o. Jg., S. 7.

¹²⁴ Vgl. Freygang, W.: Kapitalallokation..., a.a.O., S. 150f.

Unternehmensführung bei kleinen und mittleren Unternehmen nicht. Trotzdem stellt sich die Frage, ob das Prinzip des Shareholder Values auch auf kleine und mittlere Unternehmen sinnvoll übertragbar ist.

In kleinen und mittleren Unternehmen ist die persönliche Zielsetzung mit derjenigen des Unternehmens aufgrund der Einheit von Eigentum und Verfügungsmacht identisch. Das heißt aber auch, daß persönliche Ziele durch das Unternehmen verwirklicht werden sollen. Daher kann das Ziel der Vermögensmaximierung durchaus erwünscht sein. Eine Notwendigkeit der Ausrichtung der Unternehmensführung am Shareholder Value gibt es somit nicht.

Hat der Eigentümer-Unternehmer das Ziel „Wertmaximierung“, um z.B. bei seinem Rückzug aus dem Unternehmen einen hohen Kaufpreis realisieren zu können, empfiehlt sich der Einsatz der Methoden der Unternehmensbewertung zur Unternehmensführung. Dadurch kann z.B. eine langfristige Planung, wie sie vielen Unternehmern aufgrund des Tagesgeschäfts nicht möglich ist, erreicht werden.

3.4 Systematisierung der Bewertungssituation

3.4.1 Unternehmensbewertung und Entscheidungstheorie

Zwischen der betriebswirtschaftlichen Entscheidungstheorie und der Unternehmensbewertung besteht ein enger Zusammenhang.¹²⁵ Die Unternehmensbewertung versucht, aus Zielsystem und Entscheidungsfeld der präsumtiven Käufer und Verkäufer von Unternehmen Handlungsempfehlungen abzuleiten.¹²⁶

Entscheidung bezeichnet die „(mehr oder weniger bewußte) Auswahl einer von mehreren möglichen Handlungsalternativen.“¹²⁷ Die Entscheidungstheorie beschäftigt sich mit der Beschreibung von Entscheidungsprozessen in der Realität (in ihrer deskriptiven Ausrichtung) und mit der Ableitung von Handlungsanleitungen (in ihrer präskriptiven oder normativen Ausrichtung).¹²⁸ Die präskriptive Entscheidungstheorie hat das Ziel, eine rationale Wahl zu unterstützen und ist theoretische Basis der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung. Rational heißt dabei, daß die

¹²⁵ Alvano bezeichnet die Unternehmensbewertung sogar als „Derivat der Entscheidungstheorie.“ Alvano, W.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 65.

¹²⁶ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Auflage, Wiesbaden 1990, S. 6.

¹²⁷ Laux, H.: Entscheidungstheorie, 3. Auflage, Berlin 1995, S. 3.

¹²⁸ Vgl. ebenda, S. 3f.

unter den gegebenen Bedingungen größtmögliche Zielerfüllung erreicht werden soll.¹²⁹ Die Rationalität wird lediglich formal verstanden, d.h. der Entscheidungsträger muß ein in sich widerspruchsfreies Zielsystem haben und sich entsprechend dieser Ziele verhalten. Der Sinn des Zielsystems des Entscheidungsträgers, also die substantielle Rationalität, wird von der präskriptiven Entscheidungstheorie nicht untersucht.¹³⁰ Zusammenfassend kann man die präskriptive Entscheidungstheorie als ein „allgemeines Formalmodell, das sich mit einer Methodik zum Treffen von Entscheidungen ohne Bezug auf den Sachinhalt der Entscheidung befaßt“¹³¹, bezeichnen.

In diesem Kapitel soll das Instrumentarium der präskriptiven Entscheidungstheorie dargestellt werden, das bei der Systematisierung der Bewertungssituation eingesetzt werden sollte, m.a.W. soll ein Entscheidungsmodell im Hinblick auf die Unternehmensbewertung formuliert werden. Unter einem Entscheidungsmodell wird dabei ein vereinfachtes Abbild der Realität verstanden, das der Vorbereitung von Entscheidungen dient.¹³²

Für die Unternehmensbewertung ist der Aspekt der Vereinfachung - oder Komplexitätsreduktion - von besonderer Bedeutung.¹³³ Der Kauf/Verkauf eines Unternehmens stellt eine hochgradig komplexe Situation dar, in die eine große Menge von Faktoren und Imponderabilien eingehen. Durch die Modellierung wird die Komplexität reduziert. Eine solche Vereinfachung sollte zu einer möglichst geringen Abweichung vom „richtigen“ Wert des Unternehmens führen. Die Überprüfung dieser Anforderung führt zu einem logischen Problem. Will man die Abweichung ermitteln, muß man neben dem vereinfachten auch den „richtigen“ Wert berechnen. In diesem Falle wäre eine Vereinfachung aber nicht mehr notwendig.¹³⁴

Das Grundmodell der präskriptiven Entscheidungstheorie besteht aus zwei Basiselementen:

1. dem Entscheidungsfeld, das die Handlungsalternativen des Entscheidungsträgers, die außerhalb seines Einflußbereichs liegenden relevanten

¹²⁹ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 1.

¹³⁰ Vgl. ebenda, S. 2; Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 3.

¹³¹ Chmielewicz, K.: Forschungskonzeptionen..., a.a.O., S. 172.

¹³² Vgl. Hax, H.: Entscheidungsmodelle in der Unternehmung, Reinbek 1974, S. 13.

¹³³ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion..., a.a.O., S. 8.

¹³⁴ Vgl. Teichmann, H.: Die optimale Komplexion des Entscheidungskalküls, ZfbF, 24. Jg. (1972), S. 519ff.

Umweltzustände und die Ergebnisse, die für den Entscheidungsträger von Bedeutung sind, umfaßt¹³⁵, und

2. dem Zielsystem, das das Wollen des Entscheidungsträgers ausdrückt.¹³⁶

Das Zielsystem ist Ausdruck der strategischen Planung eines Unternehmens, es drückt die Planungen des Käufers mit dem Bewertungsobjekt aus, beinhaltet aber auch seine Lebensplanung (z.B. bei der Lösung von Nachfolgeproblemen). Das Entscheidungsfeld wird dagegen eher aus der operativen Überwachung einer Unternehmung gewonnen.¹³⁷

Schematisch lassen sich die Elemente eines präskriptiven Entscheidungsmodells wie folgt darstellen:

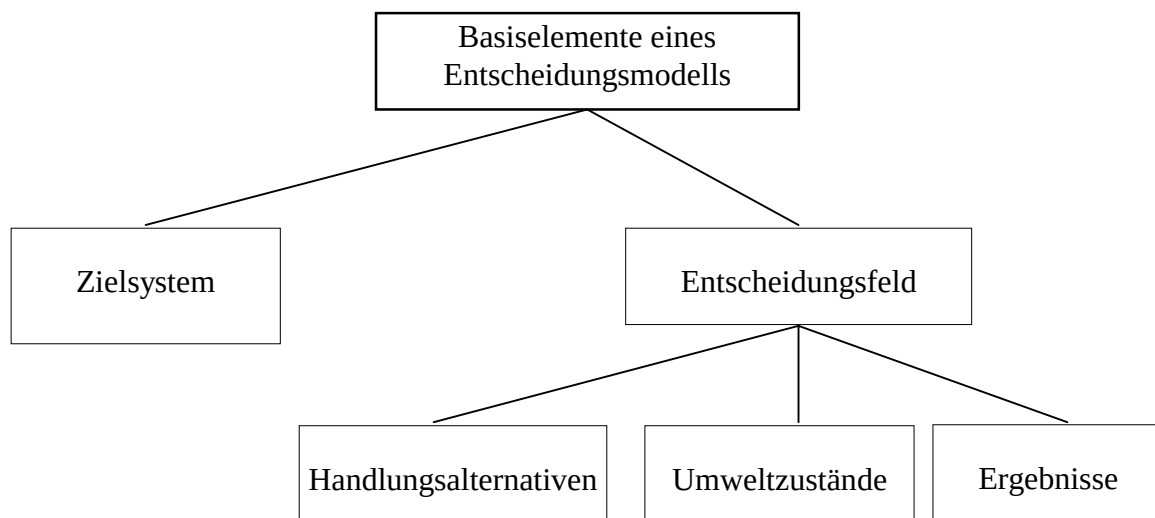


Abb. 3.4: Bestandteile eines Entscheidungsmodells

(Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 22.)

3.4.2 Bestandteile der entscheidungsorientierten Bewertungskonzeption

3.4.2.1 Abbildung der Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien

Das Entscheidungsfeld besteht aus drei Teilen, den Handlungsalternativen, den Umweltzuständen und den Ergebnissen. Bei der Bewertung gibt es zwei Entscheidungsfelder, die sich spiegelbildlich gegenüberstehen: Das des potentiellen Käufers und das des potentiellen Verkäufers.

¹³⁵ Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 21ff.

¹³⁶ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2044.

¹³⁷ Vgl. Löhr, D.: Die Grenzen des Ertragswertverfahrens, Frankfurt/M. 1994, S. 21.

Aus der Definition der Entscheidung folgt, daß mindestens zwei Alternativen vorliegen müssen, dabei ist eine (außer in dominierten Bewertungssituationen) die Unterlassensalternative, also der Verzicht auf die Unternehmenstransaktion. Die Menge aller sich gegenseitig ausschließender Aktionen oder Aktionsbündel bilden die Handlungsalternativen.¹³⁸

Grundsätzlich müßten alle Alternativen der beteiligten Bewertungsparteien in das Entscheidungsmodell einfließen. Da dieses Totalmodell nicht praktikabel wäre,¹³⁹ beschränkt sich die Unternehmensbewertung auf die Erfassung der Alternative Unternehmenskauf bzw. -verkauf und der optimalen Alternativinvestition am Kapitalmarkt. Dieses Kalkül ist dann nicht anwendbar, wenn die Akquisition aus strategischen Überlegungen gemacht wird.¹⁴⁰ In diesem Fall muß auch die Alternative das strategische Ziel erfüllen. Will sich ein potentieller Unternehmenskäufer unbedingt selbständig machen, ist nicht die Kapitalmarktinvestition das korrekte Vergleichsobjekt, sondern die Neugründung eines Unternehmens. Ziel der Lösung des Entscheidungsproblems ist es, diejenige Alternative zu ermitteln, die die größte Zielerfüllung für den Entscheidungsträger bringt.

Größen, die das Ergebnis der Entscheidung beeinflussen, auf die der Entscheidungsträger aber keinen Einfluß hat, sind die Umweltzustände.¹⁴¹ Gibt es nur einen Umweltzustand, spricht man von einer Entscheidung bei Sicherheit. Gibt es mehrere Umweltzustände und sind deren Eintrittswahrscheinlichkeiten bekannt, handelt es sich um eine Entscheidung bei Risiko. Bei mehreren Umweltzuständen ohne Bekanntheit der Eintrittswahrscheinlichkeiten spricht man von einer Entscheidung unter Unsicherheit.¹⁴²

Bei der Unternehmensbewertung geht man meist von „quasisicheren“ Erwartungen aus. Daher kennen die Entscheidungsmodelle der Unternehmensbewertung nur einen Umweltzustand.¹⁴³ Diese Annahme entspricht nicht der Wirklichkeit. Bei der Unternehmensbewertung handelt es sich um Entscheidungen unter Unsicherheit.

¹³⁸ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 14f.

¹³⁹ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Das Ertragswertverfahren..., a.a.O., S. 941.

¹⁴⁰ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 165f.

¹⁴¹ Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 23f.

¹⁴² Vgl. ebenda, S. 24.

¹⁴³ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 166.

Diese Unsicherheit bringt die Theorie der Unternehmensbewertung durch das Prognoseproblem zum Ausdruck. Die Unsicherheit wird nicht durch mehrere Umweltzustände im Entscheidungsmodell ausgedrückt, sondern durch die Prognose des richtigen bewertungsrelevanten Umweltzustandes, so daß in das Entscheidungsmodell nur der prognostizierte Umweltzustand Eingang findet. Dadurch wird zwar die Praktikabilität erhöht, das zugrundeliegende Problem der Unsicherheit bleibt jedoch bestehen.

Der dritte Teil des Entscheidungsfeldes sind die Ergebnisse, die den Kombinationen aus Handlungsalternative und Umweltzustand zugeordnet werden. Mit anderen Worten sind die Ergebnisse die Konsequenzen, die mit einer Handlungsalternative A bei Eintritt des Umweltzustandes Z verbunden sind.¹⁴⁴ Diese Ergebnisse können erwünschte (z.B. Gewinn) oder unerwünschte Konsequenzen (z.B. Verlust) sein. Die Zielgrößen beziehen sich dabei bei der Unternehmensbewertung nicht auf einen Zeitpunkt, sondern stellen i.d.R. einen Zahlungsstrom über die Lebensdauer des Unternehmens dar.

3.4.2.2 Abbildung der Zielsysteme der Bewertungsparteien

Das zweite Basiselement des Entscheidungsmodells zur Unternehmensbewertung stellt das Zielsystem der Bewertungsparteien dar, das wiederum getrennt nach Käufer- und Verkäuferseite betrachtet werden muß.

Das Vorhandensein von Zielen, an denen die Konsequenzen der auszuwählenden Alternativen gemessen werden können, ist konstitutiv für eine rationale Entscheidung.¹⁴⁵ Ziele bringen Wünsche zum Ausdruck, bei denen ein zukünftiger Zustand angestrebt wird, der sich i.d.R. von dem Ausgangszustand unterscheidet.¹⁴⁶ Zunächst müssen die Zielgrößen festgelegt werden. Der Entscheidungsträger muß sich darüber klar werden, welche Konsequenzen der auszuwählenden Handlung für ihn von Bedeutung sind (im positiven oder im negativen Sinne). Nur diesen ausgewählten Konsequenzen werden Ergebnisse zugeordnet.¹⁴⁷

¹⁴⁴ Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 23.

¹⁴⁵ Vgl. Chmielewicz, K.: Forschungskonzeptionen..., a.a.O., S. 294.

¹⁴⁶ Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 25; ähnlich auch Hauschildt, J.: Entscheidungsziele: Zielbildung in innovativen Entscheidungsprozessen, Tübingen 1977, S. 9.

¹⁴⁷ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 26.

Bei der Unternehmensbewertung spielt die Ergebnisausprägung Gewinn, die zu Einzahlungen beim Entscheidungsträger führt, in fast allen Modellen eine überragende Rolle.¹⁴⁸ Gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen erscheint diese Beschränkung aufgrund der engen Verzahnung von Unternehmer- und Unternehmenszielen unrealistisch. Aber auch bei größeren Unternehmen scheint diese Einschränkung nicht sachgerecht zu sein. Unternehmensübernahmen werden oft aufgrund strategischer Absichten gemacht.¹⁴⁹ Hier können verschiedene Ziele angestrebt werden: Eintritt in neue Märkte, Übernahme von Forschungsergebnissen, Ausbau der Produktpalette, höhere Marktanteile etc. Eine Bewertung einer Unternehmensakquisition ausschließlich auf Gewinngrößen erscheint dann nicht angemessen.

Allein die Festlegung von Zielen ist nicht ausreichend. Daneben muß die Intensität, mit der die Ziele angestrebt werden, festgelegt werden.¹⁵⁰

Die Höhenpräferenz drückt das Ausmaß aus, mit welchem ein Ziel verfolgt wird.¹⁵¹ Entscheidungsmodelle zur Unternehmensbewertung gehen fast ausnahmslos von der Maximierung des Zuflusses finanzieller Mittel aus. Diese Höhenpräferenz muß aber nicht immer der Realität entsprechen.¹⁵²

Die Artenpräferenz ist notwendig, wenn mehrere miteinander konkurrierende Ziele verfolgt werden.¹⁵³ Der häufigste Ausdruck ist eine Zielgewichtung, bei der beispielsweise die Erwünschtheit eines Zuflusses von X Geldeinheiten mit dem Erhalt von Y Arbeitsplätzen verglichen wird.¹⁵⁴

Die Zeitpräferenz drückt die Vorziehenswürdigkeit von Handlungskonsequenzen hinsichtlich des Zeitpunktes ihres Eintritts aus.¹⁵⁵ Sie wird dann notwendig, wenn die Konsequenzen zu verschiedenen Zeitpunkten eintreten.¹⁵⁶ In der Unternehmens-

¹⁴⁸ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 162f.

¹⁴⁹ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 88; Schneider, J.: Der strategische Unternehmenswert, Harvard Manager, o. Jg. (1986), S. 16.

¹⁵⁰ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 26f.

¹⁵¹ Vgl. Berens, W./Delfmann, W.: Quantitative Planung, Stuttgart 1994, S. 66.

¹⁵² Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 163; Moxter, A.: Präferenzstruktur und Aktivitätsfunktion des Unternehmers, ZfbF, 16. Jg. (1964), S. 27.

¹⁵³ Vgl. Berens, W./Delfmann, W.: Quantitative Planung, a.a.O., S. 66f.

¹⁵⁴ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2043.

¹⁵⁵ Vgl. Berens, W./Delfmann, W.: Quantitative Planung, a.a.O., S. 67.

¹⁵⁶ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 27.

bewertung wird das Problem des unterschiedlichen zeitlichen Anfalls von Einzahlungen meist durch Diskontierung gelöst.¹⁵⁷

Die Sicherheitspräferenz drückt die Vorziehenswürdigkeit von Ereignissen hinsichtlich der Sicherheit ihres Eintritts aus.¹⁵⁸ Künftige Gewinne aus der zu bewertenden Unternehmung sind unsicher, während das Vergleichsobjekt - soweit aus Vereinfachungsgründen auf eine Anlage am Kapitalmarkt zurückgegriffen wird - „quasisichere“ Einzahlungen hat. Dieser Unterschied hinsichtlich des Eingangs der Einzahlungen wird in den Unternehmensbewertungsmodellen meist durch einen pauschalen Risikozuschlag, der durch einen Aufschlag zum Kalkulationszinsfuß in die Bewertung Eingang findet, berücksichtigt.¹⁵⁹

Das Zielsystem muß für die Unternehmensbewertung vollständig formuliert werden. Nur bei vollständiger Erfassung aller Ziele können Fehlinterpretationen bei der Bewertung verhindert werden. Außerdem müssen die Ziele operational sein, d.h. eine Messung der Zielrealisierung muß möglich sein.¹⁶⁰

Mit dem so aufgestellten Entscheidungsmodell zur Unternehmensbewertung - bestehend aus Entscheidungsfeld, also dem Können des Entscheidungsträgers, und Zielsystem, also dem Wollen des Entscheidungsträgers - ist die Lösung des Bewertungsproblems implizit bereits erreicht. In diesem Modell steckt bereits der Unternehmenswert.¹⁶¹ Um den Grenzpreis explizit ermitteln zu können, bedarf es eines Entscheidungskriteriums, das auf das Bewertungsmodell angewandt wird.¹⁶² Im Rahmen der Unternehmensbewertung finden Bewertungsverfahren Anwendung, die eine Rechenregel zur Ermittlung des kritischen Preises für das zu bewertende Unternehmen darstellen.¹⁶³ Damit stellt sich der Bewertungsvorgang als zweistufiger Prozeß dar:

1. Systematisierung der Bewertungssituation, Aufstellung eines Entscheidungsmodells;
2. Einsatz des Bewertungsverfahrens zur Ableitung des kritischen Preises.

¹⁵⁷ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 164.

¹⁵⁸ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 27.

¹⁵⁹ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 165.

¹⁶⁰ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 28ff.

¹⁶¹ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2044.

¹⁶² Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 29.

¹⁶³ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2044.

Diese Zweiteilung ist für die Unternehmensbewertung von ganz besonderer Bedeutung. In der ersten Phase findet die qualitative Erfassung von Können und Wollen desjenigen statt, für den die Bewertung durchgeführt wird. Diese Phase ist gerade für kleine und mittlere Unternehmen wichtig, da hier ein starker Zusammenhang von persönlichen Unternehmerzielen und Unternehmenszielen vorliegt. In der zweiten Phase geht es dann um die Quantifizierung der Ergebnisse mit Hilfe eines Bewertungsverfahrens. Dies wird i.d.R. nur möglich sein, wenn die Komplexität reduziert wird und Vereinfachungen am Entscheidungsmodell vorgenommen werden.

Diese Vereinfachungen, die nicht so weit gehen dürfen, daß sie zu Realitätsferne führen, sind in den im folgenden darzustellenden Bewertungsverfahren berücksichtigt. Ziel ist es dabei jedesmal, eine vernünftige Relation von Mitteleinsatz und Aussagewert der Bewertung zu erreichen.¹⁶⁴

3.5 Bewertungsverfahren

Im folgenden werden drei Arten von Rechenregeln zur expliziten Ableitung eines Wertes aus dem Entscheidungsmodell zur Unternehmensbewertung dargestellt. Es sind zum einen substanzwertorientierte Verfahren, bei denen die Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden den Wert des Unternehmens determinieren. Zum zweiten sind es ertragswertorientierte Verfahren, bei denen eine Überschußgröße mit Opportunitätszins oder Kapitalkosten auf ihren Gegenwartswert diskontiert wird. Zum dritten sind es die sogenannten Praktikerverfahren, die mit Hilfe von Marktwerten und „Daumenregeln“ einen Wert feststellen.

Empirische Erhebungen über die Verbreitung von Bewertungsverfahren in Deutschland kommen übereinstimmend zu dem Ergebnis, daß die ertragswertorientierten Verfahren mit Abstand am stärksten zur Anwendung kommen.¹⁶⁵ Substanzwertorientierte Verfahren haben auch eine große Verbreitung, werden aber meist nur als Kontrollgröße zum Ertragswert ermittelt.¹⁶⁶ Für kleine und

¹⁶⁴ Vgl. Aigner, H./Holzer, P.: Die Subjektivität der Unternehmensbewertung, DB, 43. Jg. (1990), S. 2230.

¹⁶⁵ Vgl. Prietzke, O./Walker, A.: Der Kapitalisierungszinsfuß im Rahmen der Unternehmensbewertung - Eine empirische Analyse, DBW, 55. Jg. (1995), S. 205; Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung in Deutschland - Eine empirische Erhebung, WPg, 47. Jg (1994), S. 742.

¹⁶⁶ Vgl. Prietzke, O./Walker, A.: Der Kapitalisierungszinsfuß..., a.a.O., S. 205, die einen Anwendungsanteil von 2/3 für den Substanzwert feststellen. Zu einem anderen Ergebnis kommen Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 742, die nur eine Verbreitung von 4 % feststellen.

mittlere Unternehmen sind auch die sogenannten Praktikerverfahren von großer Bedeutung.¹⁶⁷

Bei allen vorzustellenden Verfahren wäre eine rein schematische Anwendung unangemessen. Alle Verfahren müssen im Einzelfall modifiziert werden, um Besonderheiten des Bewertungsobjekts zu berücksichtigen.¹⁶⁸

3.5.1 Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren

3.5.1.1 Traditioneller Substanzwert

Der traditionelle Substanzwert bezeichnet den Betrag, der aufzuwenden wäre, wenn das Unternehmen auf der „grünen Wiese“ wieder errichtet werden würde. Dabei wird das Alter der vorhandenen Vermögensgegenstände durch Abschreibungen auf den Anschaffungswert berücksichtigt.¹⁶⁹ Von diesem Betrag werden dann die Schulden abgezogen. In die Rechnung werden nur betriebsnotwendige Vermögensgegenstände und Schulden einbezogen, die zur Erreichung des Sachziels des Unternehmens unabdingbar sind.¹⁷⁰

Dabei wird aus Gründen der Praktikabilität nur ein Teilrekonstruktionswert ermittelt, d.h. nur Vermögensgegenstände, die einzeln bewertbar sind, finden Berücksichtigung. Ausgangspunkt einer traditionellen Substanzwertermittlung ist daher das Inventar des Unternehmens.¹⁷¹

Damit ist der Substanzwert die Summe der Werte der einzelnen Vermögensgegenstände des betriebsnotwendigen Vermögens, sofern sie einzeln bewertbar sind, abzüglich der Schulden.

Die Befürworter des Substanzwertes sehen den größten Vorteil in der Umgehung des Prognoseproblems. Ihrer Meinung nach ist die Substanz in vielen Fällen „diejenige Basisgröße des Unternehmenswertes, die er (*der Bewerter, S.B.*) erfassen, fixieren und damit sichern kann.“¹⁷² Es ist zwar möglich, den Substanzwert relativ einfach zu berechnen, es ist jedoch fraglich, ob dieser Wert eine Bedeutung hat.

¹⁶⁷ Vgl. Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.: Unternehmensbewertung in Deutschland - Ergebnisse einer Umfrage bei dem steuerberatenden Berufsstand, DStR, 33. Jg. (1995), S. 1203f.

¹⁶⁸ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 113f.

¹⁶⁹ Vgl. Schmidt, R.: Der Sachzeitwert..., a.a.O., S. 26f.

¹⁷⁰ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 815.

¹⁷¹ Vgl. Matschke, M. J.: Unternehmensbewertung - Wertarten nach Art ihrer Ermittlung, in: Corsten, H. (Hrsg.): Lexikon der BWL, 3. Auflage, München u.a. 1995, S. 975.

¹⁷² Hosterbach, E.: Unternehmensbewertung - Die Renaissance des Substanzwertes, DB, 40. Jg. (1987), S. 902.

So verstößt der Substanzwert gegen den Grundsatz der Bewertungseinheit, da nur einzelne Vermögenswerte addiert werden. Dieser elementare Verstoß führt leicht zu unkorrekten Wertansätzen. Maschinen und Anlagen haben nur eine Bedeutung in einem Zusammenhang mit der Kenntnis der Arbeiter, die an ihnen arbeiten, den Vertriebswegen für die produzierten Güter, dem vorhandenen Kundenstamm etc. Diese Zusammenhänge werden durch den Substanzwert nicht erfaßt. Die Umgehung des Prognoseproblems wird nur durch Verstoß gegen den Grundsatz der Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung erreicht. Vergangenheitsdaten, wie sie in der Substanz des Unternehmens zum Ausdruck kommen, sind aber irrelevant für die Möglichkeit, mit dem Unternehmen eigene Ziele zu realisieren.¹⁷³ Daher ist der traditionelle Substanzwert für die Entscheidung „Kauf bzw. Verkauf des Unternehmens“ von keiner Bedeutung.

Der Substanzwert kann leicht zu unplausiblen Werten führen. Man denke an ein Unternehmen, das seit Jahren Verluste macht, aber über teure Grundstücke verfügt. Dieses Unternehmen hätte einen hohen Substanzwert. „It will benefit the owner of an enterprise nothing to possess a company with costly assets. What the owner wants is profitableness, not expensiveness.“¹⁷⁴

Auch die ausschließliche Einbeziehung von einzelbewertbaren Vermögensgegenständen zeigt die Unbeachtlichkeit des Substanzwertes. Zunehmend bedeutender werden immaterielle Werte, die nicht einzeln bewertbar sind: Humankapital, Technologien, Kundenstamm, Qualität des Managements, Marketingfähigkeiten etc.^{175,176}

Aus diesen Ausführungen folgt, daß der Substanzwert für die Ermittlung von Unternehmenswerten grundsätzlich nicht geeignet ist. In einigen Fällen erlangt der Substanzwert dennoch Bedeutung. Das Wirtschaftsprüfer-Handbuch¹⁷⁷ schreibt ihm folgende Hilfsfunktionen zu:

¹⁷³ Vgl. Sieben, G./Kirchner, M.: Renaissance des Substanzwertes?, DBW, 48. Jg. (1988), S. 541.

¹⁷⁴ Bonbright, J. C.: The Valuation of Property, Vol. I, New York u.a. 1937, S. 238. Im Original mit Hervorhebungen.

¹⁷⁵ Vgl. Aigner, H./Holzer, P.: Die Subjektivität..., a.a.O., S. 2229.

¹⁷⁶ In einer Untersuchung hat die amerikanische Unternehmensberatung Interbrand den Substanzwert von McDonald's auf 17 Mrd. US-\$ geschätzt. Der Börsenwert von McDonald's lag aber zur gleichen Zeit bei ca. 33 Mrd. US-\$. In der Differenz kommt nach Ansicht von Interbrand das know-how und der Wert der Marke McDonald's zum Ausdruck. Vgl. o.V.: Broad, deep, long and heavy, The Economist, 153. Jg., 16th November 1996, S. 84.

¹⁷⁷ Vgl.: Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 124f.

- Ermittlung der Grunddaten für Rechnungen, die von der Substanz abhängen (zukünftige Abschreibungen etc.)
- Ermittlung zukünftiger Einzahlungs- und Auszahlungsreihen, die von der Substanz abhängen (Reinvestitionen in die Substanz etc.)
- Bewertung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens.

Neben diesen Hilfsfunktionen kann der traditionelle Substanzwert aber auch zu korrekten Werten führen, wenn die erwünschte Zielerfüllung von der Erlangung der Unternehmenssubstanz abhängt. Dies ist z.B. beim erwünschten Aufkauf von Warenbeständen, Produktionsmitteln oder Immobilien der Fall.

3.5.1.2 Substanzwert im Sinne von ersparten Aufwendungen

Ausgehend von der starken Kritik der betriebswirtschaftlichen Theorie an dem traditionellen Substanzwert entwickelte *Sieben*¹⁷⁸ in den 60er Jahren den Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen.

Der Nutzen der Substanz besteht für den potentiellen Käufer eines Unternehmens, darin, daß ihm zukünftige Ausgaben erspart bzw. zeitlich hinausgeschoben werden.¹⁷⁹ Diese Interpretation ist in die betriebswirtschaftliche Literatur mit der dynamischen Bilanztheorie von *Schmalenbach* eingeführt worden. Danach ist die Bilanz der „Kräftespeicher des Unternehmens“,¹⁸⁰ der Einnahmen und Ausgaben späterer Perioden abbildet.

Das Bewertungsobjekt wird mit der alternativen Neugründung eines Unternehmens, nach den Wünschen des potentiellen Käufers, verglichen. Darin kommt auch die Subjektivität dieses Wertes zum Ausdruck. Die Substanz des Bewertungsobjekts hat, abhängig vom Zielsystem des potentiellen Käufers, eine unterschiedliche Bedeutung.¹⁸¹

Formal werden bei der Bewertung mit dem Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen zwei Zahlungsreihen betrachtet: zum einen der Barwert der Differenz aus Einnahmen und Ausgaben des zu bewertenden Unternehmens; zum anderen der

¹⁷⁸ Vgl. Sieben, G.: Neue Aspekte der Unternehmensbewertung, ZfB, 33. Jg. (1963), S. 37ff.

¹⁷⁹ Vgl. ebenda, S. 40.

¹⁸⁰ Schmalenbach, E.: Dynamische Bilanz, 13. Auflage, Köln u.a. 1963, S. 74.

¹⁸¹ Vgl. Sieben, G.: Neue Aspekte..., a.a.O., S. 41; Diedrich, R.: Substanzwertorientierte Verfahren zur Bewertung von Unternehmen in der ehemaligen DDR, BFuP, 43. Jg. (1991), S. 157.

Barwert der Differenz aus Einnahmen und Ausgaben des neu zu errichtenden Unternehmens. Die Differenz bildet den Substanzwert im Sinne von *Sieben*:¹⁸²

$$(3.16) \text{ SubW} = (E_{BO} - A_{BO}) - (E_{neu} - A_{neu})$$

Mit: SubW = Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen

E_{BO} = Barwert der Einnahmen des Bewertungsobjekts

A_{BO} = Barwert der Ausgaben des Bewertungsobjekts

E_{neu} = Barwert der Einnahmen des neu zu errichtenden Unternehmens

A_{neu} = Barwert der Ausgaben des neu zu errichtenden Unternehmens

Durch Umformen ergibt sich:

$$(3.17) \text{ SubW} = (E_{BO} - E_{neu}) - (A_{BO} - A_{neu})$$

Nimmt man an, daß die Einnahmen aus Bewertungsobjekt und neu zu errichtendem Unternehmen gleich sind, wird der erste Klammerausdruck null. Es ergibt sich:

$$(3.18) \text{ SubW} = A_{BO} - A_{neu} \quad ^{183}$$

Der Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen entspricht der Differenz von Ausgaben des zu bewertenden Unternehmens und des neu zu gründenden Unternehmens. Bei einem positiven Substanzwert würde sich die Unternehmensübernahme lohnen, bei einem negativen Substanzwert wäre es für den präsumtiven Käufer günstiger, ein Unternehmen nach seinen Vorstellungen neu zu gründen.

Damit ist der Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen auch geeignet, im Rahmen der entscheidungsorientierten Bewertungskonzeption relevante Informationen zur Verfügung zu stellen. In dieser Konzeption ist der Substanzwert zukunftsbezogen, da die künftigen Ausgaben des Bewertungsobjekts und des

¹⁸² Vgl. Schmidt, R.: Der Sachzeitwert..., a.a.O., S. 35.

¹⁸³ Vgl. Sieben, G.: Neue Aspekte..., a.a.O., S. 46.

alternativ neu zu errichtenden Unternehmens Eingang in die Bewertung finden. Dies ist notwendig, da sich die zukünftigen Ausgaben bei Bewertungs- und Vergleichsobjekt unterscheiden. Beim Vergleichsobjekt muß die Marktstellung erst geschaffen werden. Dies stellt für den potentiellen Käufer Substanz des Unternehmens dar, die ihm zukünftige Ausgaben erspart.¹⁸⁴ Außerdem wird das Unternehmen als Gesamtheit betrachtet, so daß kein Verstoß gegen den Grundsatz der Bewertungseinheit vorliegt.¹⁸⁵

Diese Konzeption des Substanzwertes hat sich inzwischen in Theorie und Praxis durchgesetzt.¹⁸⁶ Bedeutung hat der Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen auch bei der Privatisierung der ehemals volkseigenen Unternehmen in der DDR erlangt. Aufgrund der Unmöglichkeit, die zukünftige Ertragsentwicklung der Unternehmen beim Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft abzuschätzen, griff man auf den Substanzwert im Sinne von *Sieben* zurück.¹⁸⁷

Problematisch an dieser Konzeption ist die Ermittlung der Errichtungskosten für das neue Unternehmen. Hier stellt sich insbesondere die Frage, wie man immaterielle Vermögensgegenstände bewerten soll. Dazu ist man auf Schätzungen angewiesen, für die es noch keine fundierten Methoden gibt. So kann man z.B. eine Marke und ihren Bekanntheitsgrad nur schwer bewerten.¹⁸⁸ Außerdem ist die Rekonstruktion des Unternehmens nicht in jedem Fall eine realistische Alternative (vgl. auch Kapitel 4.2.4).

3.5.1.3 Liquidationswertverfahren

Unter der Liquidation versteht man die Zerschlagung eines Unternehmens, bei der alle bestehenden rechtlichen Beziehungen abgewickelt und die Schulden zurückgezahlt werden.¹⁸⁹ Der Liquidationserlös steht den Gesellschaftern zu.

Um den Wert eines Unternehmens in der Liquidation ermitteln zu können, muß man die Going-Concern Prämisse, die die Fortführung des Unternehmens unterstellt,

¹⁸⁴ Vgl. Diedrich, R.: Substanzwertorientierte Verfahren..., a.a.O., S. 158; Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 819.

¹⁸⁵ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 819.

¹⁸⁶ Vgl. Schmidt, R.: Der Sachzeitwert..., a.a.O., S. 36ff. mit umfassenden Literaturnachweisen.

¹⁸⁷ Vgl. Diedrich, R.: Substanzwertorientierte Verfahren..., a.a.O., S. 155f.

¹⁸⁸ Vgl. Varaiya, N./Kerin, R. A./Weeks, D.: The Relationship Between Growth, Profitability and Firm Value, Strategic Management Journal, Vol. 8 (1987), S. 492.

¹⁸⁹ Vgl. von Boxberg, F.: Das Management Buyout-Konzept - Eine Möglichkeit zur Herauslösung krisenhafter Tochtergesellschaften, Hamburg 1989, S. 163.

aufgeben. Daher werden bei der Liquidationsbewertung nicht wie beim Substanzwertverfahren die Vermögensgegenstände zu Wiederbeschaffungskosten, sondern zu Veräußerungserlösen bewertet. Von der Summe der zu Veräußerungserlösen bewerteten Vermögensgegenstände müssen dann die Verbindlichkeiten abgezogen werden.¹⁹⁰ Außerdem müssen noch die Kosten der Liquidation Berücksichtigung finden, wie Sozialplanverpflichtungen, Abbruch- und Sanierungskosten und Steuerbelastungen durch die Auflösung von stillen Reserven.¹⁹¹

Der Liquidationswert hat für die Unternehmensbewertung eine besondere Bedeutung. Der Liquidationswert stellt für den rational handelnden Entscheidungsträger die absolute Wertuntergrenze dar.¹⁹² Ist der Liquidationswert größer als der Fortführungswert, muß das Unternehmen von einem nach dem ökonomischen Prinzip handelnden Entscheidungsträger liquidiert werden. Es wird noch zu diskutieren sein, ob dies in allen Fällen eine realistische Alternative ist (vgl. Kapitel 4.2.4).

3.5.2 Ertragswertorientierte Verfahren

3.5.2.1 Wesen des Kapitalisierungsvorganges

Die ertragswertorientierten Verfahren der Unternehmensbewertung beruhen auf der neoklassischen Theorie des Zinses, die hauptsächlich von *Fisher* geprägt wurde.¹⁹³

Kann ein potentieller Unternehmenskäufer kein Geld leihen, muß er den Kauf mit privaten Mitteln finanzieren. In diesem Fall konkurriert der Kauf des Unternehmens mit den persönlichen Konsumwünschen, die bei Realisierung der Unternehmenstransaktion zurückstehen müßten.¹⁹⁴

Führt man nun das Idealbild des vollkommenen Kapitalmarkts ein, ändert sich diese Sichtweise. Ein vollkommener Kapitalmarkt ist geprägt durch die Abwesenheit von Steuern und Transaktionskosten und homogenen, also gleichgerichteten, Erwartungen aller Marktteilnehmer. Außerdem kann jeder Marktteilnehmer zum

¹⁹⁰ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 816.

¹⁹¹ Vgl. Rationalisierungskuratorium der Deutschen Wirtschaft e.V. Arbeitskreis Mittelstand: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 9.

¹⁹² Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 10; Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2044; Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 120.

¹⁹³ Vgl. Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 29.

¹⁹⁴ Vgl. Milgrom, P./Roberts, J.: Economics, Organization..., a.a.O., S. 449.

Marktzins unbegrenzt Geld leihen und anlegen, m.a.W. der Sollzins entspricht dem Habenzins.¹⁹⁵ Auf dem vollkommenen Kapitalmarkt kann jedes Wirtschaftssubjekt mit Hilfe von Kreditaufnahme und Sparen jeden beliebigen seinen speziellen Konsumwünschen entsprechenden Zahlungsstrom erstellen. Eine Konkurrenz von Investition und Konsum liegt nicht mehr vor.

Diese sogenannte *Fisher Separation* trennt die Betrachtung von privaten Haushalten als Begünstigte eines Zahlungsstroms und Unternehmen als Instrument zur Einkommenserzielung.¹⁹⁶ Auf einem vollkommenen Kapitalmarkt kann die Vorteilhaftigkeit eines Unternehmenskaufs isoliert ermittelt werden.

Obwohl die Annahme des vollkommenen Kapitalmarkts unrealistisch ist, erlaubt es die *Fisher Separation*, Prognoserechnungen beherrschbar zu machen und somit betriebswirtschaftliche Entscheidungen zu verbessern.¹⁹⁷ Eine theoretisch richtige Erweiterung um sämtliche Konsummöglichkeiten des Entscheidungsträgers würde die Investitionskalküle nicht mehr handhabbar werden lassen.¹⁹⁸

Betrachtet man einen Zahlungsstrom, kann man ihn durch drei Dimensionen kennzeichnen: Breite, Unsicherheit und zeitlicher Anfall von Ein- und Auszahlungen.¹⁹⁹ *Fisher* vernachlässigt bei seiner Analyse zunächst die Unsicherheit der Zahlungsgrößen. Gesucht ist also ein Kriterium, mit dem die Vorteilhaftigkeit von Zahlungsströmen, z.B. aus einem Unternehmen, die in Breite und zeitlicher Struktur verschieden sind, ermittelt werden kann. Das von *Fisher* verwendete Kriterium ist der Gegenwartswert des Zahlungsstroms²⁰⁰, bei dem die Differenz aus Ein- und Auszahlungen mit einem Kapitalisierungszinsfuß auf den gegenwärtigen Zeitpunkt diskontiert wird:

$$(3.19) \quad C_j = -A_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(E_t - A_t)}{(1+i)^t}$$

mit: C_j = Gegenwartswert (Kapitalwert) des Zahlungsstroms j

A_0 = Anfangsauszahlung zur Realisierung des Zahlungsstroms j

¹⁹⁵ Vgl. Franke, G./Hax, H.: Finanzwirtschaft..., a.a.O., S. 153.

¹⁹⁶ Vgl. Schirmeister, R.: Theorie finanzmathematischer Investitionsrechnungen bei unvollkommenem Kapitalmarkt, München 1990, S. 10.

¹⁹⁷ Vgl. Spremann, K.: Investition und Finanzierung, 4. Auflage, München u.a. 1991, S. 411f.

¹⁹⁸ Vgl. Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 57.

¹⁹⁹ Vgl. Fisher, I.: The Theory of Interest, New York 1930, S. 71.

²⁰⁰ Vgl. ebenda, S. 130ff.

E_t = Einzahlungen in den Jahren $t = 1, \dots, T$

A_t = Auszahlungen in den Jahren $t = 1, \dots, T$

i = Kalkulationszins

Ist der Gegenwartswert (die Investitionsrechnung bezeichnet dieses Konzept als Kapitalwert) eines Zahlungsstroms größer als Null, sollte der Zahlungsstrom realisiert werden, also das Unternehmen gekauft werden (absolute Vorteilhaftigkeit). Sind mehrere Zahlungsströme mit positiven Kapitalwerten zu vergleichen, sollte derjenige mit dem höchsten positiven Kapitalwert realisiert werden (relative Vorteilhaftigkeit).²⁰¹

In diesem Konzept hat der Kapitalisierungszins zunächst eine mathematische Funktion: Erreicht wird die Vergleichbarkeit von Zahlungsströmen unterschiedlicher Breite bei unterschiedlichem zeitlichen Anfall. Diese rechnerische Eigenschaft wird von jedem beliebigen Kapitalisierungszinsfuß erfüllt. Wenn man sich aber die großen Unterschiede, die eine Variation des Kapitalisierungszinsfußes für den errechneten Kapitalwert bedeutet (eine Reduktion um die Hälfte bedeutet eine Verdoppelung des Kapitalwertes), vor Augen führt, muß man die Auswahl eines Zinsfußes mit äußerster Sorgfalt betreiben.²⁰²

Bei der Auswahl des Kapitalisierungszinsfußes ist daher dessen ökonomische Bedeutung zu beachten. Mit dem Kalkulationszins soll aus ökonomischer Sicht ein Vergleich mit der besten Alternative ohne Unternehmenstransaktion zum Ausdruck kommen.²⁰³ Legt man diesen Opportunitätszins zu Grunde, wird der Kapitalwert nur dann positiv, wenn der gleiche Zahlungsstrom von dem Entscheidungsträger nicht günstiger erworben werden kann (unterstellt man reines Interesse an Einzahlungen). Vergleicht man diese Überlegungen mit den Ausführungen zur Systematisierung der Bewertungssituation (vgl. Kapitel 3.4 dieser Arbeit), erkennt man, daß in dem Kapitalisierungszinsfuß das Entscheidungsfeld des potentiellen Unternehmenskäufers bzw. -verkäufers zum Ausdruck kommt. Damit leistet die Auswahl eines

²⁰¹ Vgl. Franke, G./Hax, H.: Finanzwirtschaft..., a.a.O., S. 166ff.

²⁰² Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 125.

²⁰³ Vgl. ebenda, S. 124; Serfling, K./Pape, U.: Das Ertragswertverfahren..., a.a.O., S. 944; Jaensch, G.: Ein einfaches Modell der Unternehmensbewertung ohne Kalkulationszinsfuß, ZfbF, 18. Jg. (1966), S. 661.

Kapitalisierungszinsfußes eine erhebliche Komplexitätsreduktion des Unternehmensbewertungskalküls.²⁰⁴

3.5.2.2 Ertragswertverfahren

3.5.2.2.1 Bewertungsprinzip

Mit (3.19) läßt sich die Frage nach dem Wert des Unternehmens, dem Grenzpreis eines speziellen Entscheidungsträgers, noch nicht beantworten. Ausgehend von dem Kriterium der Vorteilhaftigkeit eines Zahlungsstroms, daß der Kapitalwert positiv sein muß:

$$(3.20) \quad C_j > 0$$

ergibt sich:

$$(3.21) \quad \sum_{t=1}^T \frac{(E_t - A_t)}{(1+i)^t} > A_0$$

Die Anschaffungsauszahlung A_0 entspricht dem Preis, der für das Unternehmen zu zahlen wäre. Der Preis muß größer sein als der linke Ausdruck von (3.21), der mithin der Grenze der Kompromißbereitschaft des Investors entspricht. Unterstellt man, daß der Unternehmenseigner keine Nachschußpflicht für anfallende Verluste hat und eine unendliche Lebensdauer des Unternehmens²⁰⁵, läßt sich schreiben:

$$(3.22) \quad W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+i)^t}$$

²⁰⁴ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 167f.

²⁰⁵ Diese unrealistische Annahme wird eingeführt, um die Probleme einer Prognose der Lebensdauer des Unternehmens und des Liquidationserlöses zu umgehen. Vgl. zur Kritik an dieser Annahme Kruschwitz, L./Löffler, A.: Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, in: Kruschwitz, L./Löffler, A.: Ergebnisse des Berliner Workshops „Unternehmensbewertung“ vom 7. Februar 1998, hrsg. von Kruschwitz, L./Löffler, A., Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, Nr. 1998/7, Berlin 1998, S. 43ff.

(3.22) ist die Grundformel des Ertragswertverfahrens der Unternehmensbewertung. Nimmt man unendliche Laufzeit und gleiche Höhe der Einzahlungen an, ergibt sich die sogenannte kaufmännische Kapitalisierungsformel:²⁰⁶

$$(3.23) W = \frac{E}{i}$$

Schon *Schmalenbach* bezeichnete den Ertragswert als den „weitaus... wichtigste(n)“²⁰⁷ für Anlagen und Unternehmungen. Das Ertragswertverfahren hat sich in Deutschland aber erst allmählich zum Bewertungsstandard entwickelt.²⁰⁸ So wird es jetzt vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer favorisiert: „Der Barwert der zukünftigen Überschüsse der Einnahmen über die Ausgaben bildet den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens.“²⁰⁹

Gleichung (3.23) bringt die zweistufige Struktur der Unternehmensbewertung zum Ausdruck. Einerseits ist es die Einzahlungsgröße *E*. Unterstellt man alleiniges Interesse an monetären Ergebnissen, sind dies die Zahlungen des Unternehmens an den Eigentümer. Allgemeiner formuliert handelt es sich um die Beiträge des Unternehmens zur Zielerreichung des Entscheidungsträgers. *E* ist mithin Ausdruck der Beiträge zum Zielsystem des Entscheidungsträgers. Andererseits ist es der Kalkulationszinsfuß, der - wie oben erläutert - Ausdruck des Entscheidungsfeldes ist. Das Ertragswertverfahren bildet damit die beiden Elemente des Entscheidungsmodells der Unternehmensbewertung ab und reduziert somit die Komplexität des Bewertungskalküls.

3.5.2.2.2 Überlegungen zum Kalkulationszinsfuß

Der theoretisch richtige Kalkulationszinsfuß wäre der interne Zinsfuß der optimalen Alternative, die dem Entscheidungsträger offensteht.²¹⁰ Die praktische Umsetzung

²⁰⁶ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4323.

²⁰⁷ Schmalenbach, E.: Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik, Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung, 12. Jg. (1917/18), S. 1.

²⁰⁸ Eine historische Übersicht über die Durchsetzung des Ertragswertverfahrens in Theorie, Praxis und Rechtsprechung findet sich bei Münstermann, H.: Der Zukunftsentnahmewert der Unternehmung und seine Beurteilung durch den Bundesgerichtshof, BFuP, 32. Jg. (1980), S. 114ff.

²⁰⁹ Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 469.

²¹⁰ Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 6; Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 332.

dieser Forderung ist allerdings schwierig. In Theorie und Praxis wird insbesondere das folgende Näherungsverfahren verwendet:

Ausgegangen wird vom landesüblichen Zinsfuß, der Rendite von Anleihen der öffentlichen Hand. Dieser muß mit dem Ertrag aus dem Unternehmen vergleichbar gemacht werden. Dies verlangt eine Angleichung hinsichtlich Risiko, Inflations- und Steuerwirkung. Dies wird durch Zu- bzw. Abschläge zum landesüblichen Zinsfuß erreicht.²¹¹

Die Einzahlungen aus der öffentlichen Anleihe sind quasi-sicher, der Anleger ist in der Position des Fremdkapitalgebers. Die Einzahlungen an den Unternehmenseigner unterliegen dagegen dem allgemeinen Unternehmerrisiko, der Anleger ist in der Position des Eigenkapitalgebers. Als Eigenkapitalgeber erhält der Anleger unsichere Einzahlungen, haftet (bei Personengesellschaften) mit seinem Privatvermögen für Verluste und hat erheblich schlechtere Wiederverkaufsbedingungen aufgrund der geringeren Fungibilität von Unternehmensanteilen²¹² (ausgenommen sind börsennotierte Aktien). Dieses Risiko muß durch einen höheren Ertrag aus der Investition in das Unternehmen als aus der Finanzinvestition abgegolten werden. Dies kann entweder durch einen Zuschlag zum Kalkulationszinsfuß oder durch Ansatz der Sicherheitsäquivalente der Einzahlungen ausgedrückt werden. Der Ertragswert berechnet sich im ersten Fall folgendermaßen:

$$(3.24) \quad W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+i+z)^t}$$

mit: z = Risikozuschlag

Die Höhe des Risikozuschlags müßte sich aus der subjektiven Risikonutzenfunktion des risikoscheuen Investors ergeben, diese ist aber i.d.R. unbekannt.²¹³ Ein „Greifen“ des Risikozuschlags, wie es in der Praxis sehr beliebt ist,²¹⁴ erscheint unangemessen.

²¹¹ Vgl. Coenenberg, A.G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 6.

²¹² Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 214ff.; Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 100; Baetge, J./Krause, C.: Die Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung, BFuP, 46. Jg. (1994), S. 434f.; Siepe, G.: Das allgemeine Unternehmerrisiko bei der Unternehmensbewertung (Ertragswertermittlung), DB, 39. Jg. (1986), S. 705.

²¹³ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 171.

²¹⁴ Vgl. Siegel, T.: Methoden der Unsicherheitsberücksichtigung in der Unternehmensbewertung, WiSt, 20. Jg. (1992), S. 23.

Theoretisch exakt wird die Höhe des Risikozuschlags über die Methode der Sicherheitsäquivalente berechnet.

Das Sicherheitsäquivalent bezeichnet diejenige sichere Einzahlung S , bei der der Entscheidungsträger zwischen der unsicheren Einzahlung X und S indifferent ist.²¹⁵

Es ist also derjenige sichere Betrag, dem der Entscheidungsträger den gleichen Nutzen beimißt wie dem unsicheren Betrag, der beispielsweise von dem Unternehmen erwirtschaftet wird. Bezogen auf das Ertragswertverfahren wird bei Ansatz der Sicherheitsäquivalente der Einzahlungen aus dem Unternehmen die Überschußgröße nutzenäquivalent mit der Alternativanlage. Die Methode der Sicherheitsäquivalente und die Methode des Risikozuschlags, bei der der Kalkulationszinsfuß risikoäquivalent zur Alternative ist, müssen zum selben Ergebnis führen. Geht man vereinfachend vom Fall der ewigen Rente aus (Gleichung 3.23), ergibt sich:

$$(3.25) \quad W = \frac{S}{i} = \frac{E}{i + z}$$

mit: S = Sicherheitsäquivalent der Einzahlung E

Durch Umformen läßt sich die notwendige Höhe des Risikozuschlags ermitteln:²¹⁶

$$(3.26) \quad z = \left(\frac{E}{S} - 1 \right) * i$$

Anders herum läßt sich auch die Höhe der Sicherheitsäquivalente berechnen:²¹⁷

$$(3.27) \quad S = \frac{E}{i + z} * i$$

Diese Ableitung setzt sich dem Vorwurf des Zirkelschlusses aus, der Risikozuschlag kann nur bei Kenntnis der Sicherheitsäquivalente ermittelt werden und umgekehrt.

²¹⁵ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 75.

²¹⁶ Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 7.

²¹⁷ Vgl. ebenda.

Für Zwecke der Unternehmensbewertung reicht es allerdings aus, wenn der potentielle Käufer bzw. Verkäufer in der Lage ist, eine unsichere Zahlungsreihe mit einem sicheren Betrag gleichzusetzen.²¹⁸ Also muß der Entscheidungsträger beispielsweise in der Lage sein, zwei gleich wahrscheinlichen Einzahlungen von 150 und 100 das Sicherheitsäquivalent 120 zuzuordnen. Damit wären die Sicherheitsäquivalente als Ausgangspunkt vorhanden.

Dann kann die vorgenommene Ableitung als Plausibilitätskontrolle angewendet werden. Dies läßt sich an folgendem Beispiel zeigen:²¹⁹

Mit gleicher Wahrscheinlichkeit erlöst ein Unternehmen im günstigen Fall 120.000 DM und im ungünstigen Fall 80.000 DM. Der Erwartungswert der Zahlung beträgt also 100.000 DM. Es wird ein landesüblicher Zinsfuß von 8 % angenommen. Um die Plausibilität der Risikozuschläge zu prüfen, werden die den Zuschlägen zuzurechnenden Sicherheitsäquivalente mit (3.28) berechnet:

Risikozuschlag	Sicherheitsäquivalent
1,0 %-Punkt	88.889 DM
1,5 %-Punkt	84.210 DM
2,0 %-Punkt	80.000 DM
2,5 %-Punkt	76.190 DM

Tab. 3.2: Risikozuschläge und Sicherheitsäquivalente

(Quelle: Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung, a.a.O., S. 7)

Es zeigt sich, daß Risikozuschläge ab 2,0 %-Punkt unplausibel sind. Ein Zuschlag von 2,0 %-Punkt würde aussagen, daß eine sichere Zahlung von 80.000 DM gleich einer Zahlung, die ebenfalls mindestens 80.000 DM, aber im Erwartungswert 100.000 DM bringt, geschätzt wird.

Die Methode des Risikozuschlags wird in der Praxis bevorzugt.²²⁰ Die Rechtsprechung veranschlagt i.d.R. Risikozuschläge zwischen 0,5 %-Punkt und 1,5 %-Punkt.²²¹ In

²¹⁸ Vgl. Siegel, T.: Unsicherheitsberücksichtigung..., a.a.O., S. 23.

²¹⁹ Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 7f.; Ballwieser, W.: Die Wahl des Kalkulationszinsfußes bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung, BFuP, 33. Jg. (1981), S. 103.

²²⁰ Vgl. Prietze, O./Walker, A.: Der Kapitalisierungszinsfuß..., a.a.O., S. 210; Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung in Deutschland..., a.a.O., S. 744.

²²¹ Vgl. o.V.: Brauerei: Unternehmensbewertung, Urteil des BayObLG, Beschluß vom 19.10.1995- 3 Z BR 17/90, BB, 51. Jg. (1996), S. 261.

dieser Arbeit wird im folgenden, aufgrund ihrer praktischen Bedeutung, ebenfalls diese Methode zugrunde gelegt.

Neben der Risikoäquivalenz der betrachteten Alternative und des Vergleichsobjekts muß auch Kaufkraftäquivalenz hergestellt werden. Die Inflation beeinflusst die Konsummöglichkeiten, die mit den Einzahlungen aus dem Unternehmen realisiert werden können. Unterliegt das Vergleichsobjekt, die Finanzinvestition, der Geldentwertung in anderer Weise, muß Äquivalenz zwischen beiden hergestellt werden.²²²

Die Finanzinvestition hat einen nominalen Mittelzufluß zur Folge, der mit steigender Inflation geringeren Konsum zuläßt. Das Unternehmen kann dahingegen inflationsbedingte Kostensteigerungen i.d.R. durch höhere Preise an seine Kunden überwälzen. Bei voller Überwälzungsmöglichkeit werden die Konsummöglichkeiten, die mit den Einzahlungen durch das Unternehmen erreicht werden, also nicht beeinflusst. Daher muß der Kalkulationszinsfuß um einen Geldentwertungsabschlag vermindert werden.²²³ Die volle Überwälzung der Geldentwertung durch Unternehmen ist aber nicht in jedem Falle realistisch. Gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen, die Zulieferer großer Unternehmen mit großer Markt- und Verhandlungsmacht (z.B. Autozulieferer) sind, muß an der Überwälzungsmöglichkeit gezweifelt werden. Auch die theoretische Begründung eines Geldentwertungsabschlages ist in Unsicherheitsmodellen, bei denen von einer unbekannten Inflationsrate und Überwälzungsmöglichkeit ausgegangen wird, nur unter sehr restriktiven Bedingungen möglich.²²⁴ Aus diesen Gründen verzichtet die Praxis in Zeiten niedriger Inflation meist auf den Ansatz eines Geldentwertungsabschlages.²²⁵ Daher wird ein Geldentwertungsabschlag auch hier vernachlässigt.²²⁶

Die Einzahlungen aus Unternehmens- und Vergleichsinvestition müssen gleiche Verfügbarkeit für den Investor haben. Steuern mindern die Verfügbarkeit der Einzahlungen und sind daher für die Unternehmensbewertung relevant. Auf

²²² Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 275f.

²²³ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O, Sp. 4326.

²²⁴ Vgl. zu einer Ableitung Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung bei unsicherer Geldentwertung, ZfbF, 40. Jg. (1988), S. 806ff.

²²⁵ Vgl. Korth, H.-M.: Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen betriebswirtschaftlicher Unternehmenswertermittlung, Marktpreisabgeltung und Rechtsprechung - Eine Betsandsaufnahme für die Praxis, BB, 47. Jg. (1992), Beilage 19, S. 12.

Unternehmensebene sind nur die Ergebnisse nach Steuern relevant (auch nur diese stehen für Einzahlungen an den Investor zur Verfügung). Die privaten Steuern werden dabei vernachlässigt. Dies setzt voraus, daß Alternativinvestition und Unternehmensertrag beim Investor in gleicher Weise den Steuern unterliegen.²²⁷ Im folgenden wird von dieser - nicht immer realistischen²²⁸ - Prämisse ausgegangen. Eine Betrachtung dieses Problemkreises würde den Rahmen dieser Untersuchung sprengen.

Mit diesen Maßnahmen ist die grundsätzliche Vergleichbarkeit von Finanzinvestition und Unternehmensinvestition erreicht. Problematisch bleibt aber die unterschiedliche Laufzeit der betrachteten Alternativen. Während die Unternehmensinvestition eine unendliche Laufzeit hat, ist die Finanzinvestition zeitlich beschränkt. Der Kalkulationszinsfuß muß die am Bewertungsstichtag möglich erscheinende Verzinsung des Kapitals ausdrücken.²²⁹ In dem Stichtagszins kommen die aggregierten Erwartungen aller Marktteilnehmer über künftige Zinsentwicklungen zum Ausdruck, so daß sie einen sehr guten Schätzer für zukünftige Zinsentwicklungen darstellen.²³⁰ Da die Herstellung der Laufzeitäquivalenz ein allgemeines Problem der Unternehmensbewertung ist und nicht spezifisch den kleinen und mittleren Unternehmen zuzuordnen ist, wird für diese Untersuchung von dem jeweiligen Stichtagszins von langlaufenden öffentlichen Anleihen als Näherungslösung für die Bemessung des Kalkulationszinsfußes ausgegangen. In der Literatur finden sich Methoden, mit denen sich - ausgehend vom Marktzins am Stichtag - exaktere Lösungen finden lassen.²³¹

3.5.2.2.3 Überlegungen zur Überschußgröße

²²⁶ So auch Ballwieser, W.: Methoden der Unternehmensbewertung, in: Gebhardt, G./Gerke, W. et al. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements - Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 162.

²²⁷ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4326.

²²⁸ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 131ff.

²²⁹ Vgl. Siegel, T.: Unternehmensbewertung, Unsicherheit und Komplexitätsreduktion, BFuP, 46. Jg. (1994), S. 460; Schwetzler, B.: Zinsänderungsrisiko und Unternehmensbewertung: Das Basiszinsfuß-Problem bei der Ertragswertermittlung, ZfB, 66. Jg. (1996), S. 1088.

²³⁰ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 134; Baetge, J./Krause, C.: Die Berücksichtigung des Risikos..., a.a.O., S. 449.

²³¹ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 133; Schwetzler, B.: Zinsänderungsrisiko..., a.a.O., S. 1081ff.; Wilkens, M.: Ermittlung und Verwendung marktzinsorientierter und laufzeitkongruenter Kalkulationszinssätze in der Kapitalwertmethode, WiSt, 23. Jg. (1995), S. 461ff.; Rolfes, B.: Marktzinsorientierte Investitionsrechnung, ZfB, 63. Jg. (1993), S. 691ff.

Das zweite Element des Ertragswertverfahrens aus (3.23) ist die Überschußgröße E. Theoretisch muß E die gesamten Beiträge des Unternehmens zur Zielrealisierung des Investors abbilden. Praktisch werden i.d.R. nur die finanziellen Erträge in das Bewertungskalkül einbezogen.²³²

Entscheidungsrelevant sind die Zahlungsströme, die zwischen Unternehmen und Investor fließen. Für den Eigner sind dies Einzahlungen, für das Unternehmen Auszahlungen. Insofern ist der Begriff „Ertragswert“ mißverständlich. In der theoretisch korrekten Ausgestaltung werden Zahlungen und nicht Erträge betrachtet.²³³

Da der zukünftige Unternehmenseigner (sofern er eine Mehrheitsbeteiligung erwirbt) das Ausschüttungsverhalten des Unternehmens beeinflussen kann, braucht man die konkrete Ausschüttungspolitik nicht zu prognostizieren²³⁴, sondern kann vereinfachend von der Vollausschüttung der Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens ausgehen.²³⁵ Damit wird der Prognoseaufwand erheblich gemildert, da die Folgen einer Gewinnthesaurierung ausgeblendet werden. Damit stellt die Bewertung auf potentiell verfügbare Cash-flows ab.²³⁶

Das Institut der Wirtschaftsprüfer führt bei seinen Bewertungsvorschriften eine weitere Vereinfachung ein.²³⁷ Relevant sind demnach nicht die Einzahlungen und Auszahlungen, sondern die Einnahmen und Ausgaben. Zahlungen betreffen die Veränderung des Fonds „Zahlungsmittel“, Einnahmen und Ausgaben betreffen die Veränderung des Fonds „Geldvermögen“ (liquide Mittel + Forderungen - Verbindlichkeiten).²³⁸ Einzahlungen und Einnahmen bzw. Auszahlungen und Ausgaben können zeitlich auseinanderfallen, z.B. beim Verkauf bzw. Kauf von Waren auf Ziel. Wird nun auf Einnahmen und Ausgaben abgestellt, kann man die Zins- und Zinseszinswirkungen des Auseinanderfallens von Einnahmen und Ausgaben bzw. Ein- und Auszahlungen vernachlässigen.²³⁹ Damit wird implizit angenommen, daß der Forderungs- und Verbindlichkeitsbestand sowie der Bestand an liquiden Mitteln zum

²³² Vgl. Peemöller, V. H.: Stand und Entwicklung..., a.a.O., S. 410; Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 32.

²³³ Vgl. Beck, P.: Unternehmensbewertung bei Akquisitionen..., a.a.O., S. 84.

²³⁴ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 28f.

²³⁵ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 34.

²³⁶ Vgl. ebenda.

²³⁷ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 469f.

²³⁸ Vgl. Wöhe, G.: Einführung..., a.a.O., S. 972ff.

²³⁹ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 122f.

Periodenende stets gleich ist. Diese Annahme scheint insbesondere dann unrealistisch zu sein, wenn der Unternehmenskäufer Forderungen oder Verbindlichkeiten zukünftig, beispielsweise zur Finanzierung von weiterer Expansion, verändern will.

Aufgrund der aufgezeigten Mängel wird im folgenden weiter auf die Rechnung mit Einzahlungsüberschüssen eingegangen. Die Einzahlungsüberschüsse ergeben sich aus dem Saldo der Ein- und Auszahlungen des Unternehmens. Außer Acht bleiben dabei Auszahlungen an den Eigentümer des Unternehmens. Diese Zahlungen stellen den Saldo zwischen beiden Zahlungsreihen dar. Dabei wird von den potentiellen Zahlungen ausgegangen, da die Vollausschüttungsfiktion unterstellt wird.²⁴⁰ Die Einzahlungsüberschüsse können mit dem Schema aus Tabelle 3.3 ermittelt werden.

Jahresüberschuß	
+/-	Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
+/-	Abschreibungen/Zuschreibungen
+/-	Veränderungen langfristiger Rückstellungen
+/-	Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens (ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten)
Cash-flow aus der Betriebstätigkeit	
+/-	Cash-flow aus der Investitionstätigkeit
+/-	Veränderungen von (kurz- und langfristigen) Finanzierungsschulden
Einzahlungsüberschuß des Unternehmens	

Tab. 3.3: Schema zur Berechnung der Einzahlungsüberschüsse eines Unternehmens

(Quelle: Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 116)

Aus dem Grundsatz der Zukunftsbezogenheit für die Unternehmensbewertung folgt, daß nur zukünftige Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens relevant sind. Damit entsteht ein Prognoseproblem: Welche Mittel stehen zukünftig für Ausschüttungen an den Investor zur Verfügung? Obgleich eine exakte Vorhersage von zukünftigen Überschüssen nicht leistbar ist, muß der Bewerter eine möglichst genaue Berechnung

mit wissenschaftlichen Methoden vornehmen. Andernfalls wird das Bewertungsergebnis grob verfälscht. Die Unterscheidung zwischen unwissenschaftlicher Prognose (Prophezeiung) und wissenschaftlicher Prognose kann dabei nicht vom Ergebnis (Übereinstimmung der Vorhersage mit der eingetretenen Realität) abgeleitet werden, denn auch Hellseher können zufällig richtige Vorhersagen machen. Die Methodik der Herleitung macht den Unterschied.²⁴¹ Eine wissenschaftliche Prognose ist nur durchführbar, wenn man von empirisch beobachtbaren Regelmäßigkeiten ausgeht.

Ausgangspunkt jeder Prognose ist die Vergangenheit. Wertbestimmende Faktoren und Entwicklungslinien können nur auf Basis einer Vergangenheitsanalyse, die sich Jahresabschlüssen, Planungsrechnungen, Investitions-, Personal-, Finanz- und Produktionsplänen als Informationsquelle bedient, ermittelt werden.²⁴² Damit verfügt der Verkäufer des Unternehmens über eine Datenbasis, auf der sich Prognosen der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse durchführen lassen.²⁴³ Für den potentiellen Käufer sind diese internen Quellen meist nicht zugänglich. Er muß sich mit öffentlich zugänglichen Quellen begnügen: Datenbanken, veröffentlichte Jahresabschlüsse, Public Relations Broschüren etc. Diese Quellen sind für andere Zwecke als für eine Unternehmensbewertung veröffentlicht worden, so daß ihre Aussagekraft für die Unternehmensbewertung oft nur gering ist. Mit Hilfe einer Jahresabschlußanalyse müssen die stärksten Verzerrungen herausgefiltert werden.²⁴⁴

Die Jahresabschlüsse als Informationsbasis auch für den potentiellen Käufer müssen zunächst um außerordentliche, betriebsfremde oder periodenfremde Bestandteile bereinigt werden.²⁴⁵ Handelsrechtlich oder steuerrechtlich bedingte Besonderheiten müssen eliminiert werden (z.B. Sonderabschreibungen aus steuerlichen Gründen).²⁴⁶ Es müssen bilanzpolitische Maßnahmen korrigiert werden (Ausübung von

²⁴⁰ Vgl. ebenda, S. 116f.

²⁴¹ Vgl. Bretzke, W.-R.: Möglichkeiten und Grenzen einer wissenschaftlichen Lösung praktischer Prognoseprobleme, BFuP, 27. Jg. (1975), S. 498.

²⁴² Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 58; Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert - Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. Auflage, Frankfurt u.a. 1998, S. 225ff.

²⁴³ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 69.

²⁴⁴ Vgl. ebenda, S. 70ff.

²⁴⁵ Vgl. Schmidt, R.: Unternehmensbewertung anlässlich..., a.a.O., S. 1449f.

²⁴⁶ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 64f.

Bewertungswahlrechten etc.).²⁴⁷ Damit ist ein Ausgangspunkt für die Prognose der zukünftigen Entwicklung der Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens gegeben. Berücksichtigt werden müssen in jedem Fall auch konjunkturelle Einflüsse. Der Bewerter muß wissen, ob seine Vergangenheitsanalyse schlechte und/oder gute Jahre umfaßt.²⁴⁸

Da eine detaillierte - die gesamte Lebensdauer abdeckende - Prognose praktisch undurchführbar ist, schlägt das Institut der Wirtschaftsprüfer eine Phasenmethode mit abnehmender Prognosegenauigkeit vor:²⁴⁹

Phase (1): in den Jahren 1 bis 3 nach dem Bewertungsstichtag ist eine detaillierte Prognose möglich und durchführbar;

Phase (2): im mittelfristigen Bereich (Jahre 4 bis 6-8) kann der Bewerter Trends und mögliche Entwicklungslinien noch erkennen und in einer Prognose berücksichtigen.

Phase (3): im langfristigen Bereich (ab Jahr 6-8) ist eine fundierte Prognose nicht mehr möglich. Häufig wird das Ergebnis für das letzte Jahr vor Phase (3) fortgeschrieben. Damit wird eine unendliche Lebensdauer des Unternehmens unterstellt. Diese unrealistische Annahme²⁵⁰ vereinfacht die Bewertung, da weder die Lebensdauer des Unternehmens noch sein Liquidationswert prognostiziert werden müssen. Ihre Berechtigung hat diese Vereinfachung nur dann, wenn der Käufer nicht schon beim Unternehmenserwerb eine spätere Liquidation plant.²⁵¹

Es ergibt sich bei dieser Vorgehensweise folgende Formel:²⁵²

$$(3.28) \quad W = \sum_{t=1}^m \frac{E_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{E_t}{(1+i)^t} + \frac{E}{i * (1+i)^{m+n}}$$

mit: t = Periodenindex

m = Dauer der ersten Prognosephase

n = Dauer der zweiten Prognosephase

²⁴⁷ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 219; Börsig, C.: Unternehmenswert und Unternehmensbewertung, ZfbF, 45. Jg. (1993), S. 84.

²⁴⁸ Vgl. Busse von Colbe, W.: Der Zukunftserfolg, Wiesbaden 1957, S. 158; Aigner, P./Holzer, P.: Die Subjektivität..., a.a.O., S. 2229.

²⁴⁹ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 478; Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 91ff.; ähnlich auch Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 235f.

²⁵⁰ Vgl. Münstermann, H.: Wert und Bewertung..., a.a.O., S. 61.

²⁵¹ Vgl. Hatzig, C.: Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung beim Management Buy-Out, Hamburg 1995, S. 88f.

²⁵² Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 478.

E_t = Periodeneinzahlungsüberschüsse der ersten und zweiten Phase

E = Einzahlungsüberschüsse in der dritten Phase

Die weniger detaillierte Betrachtung weiter entfernt liegender Perioden läßt sich mit dem durch die Diskontierung geringer werdenden Einfluß begründen.²⁵³ Trotzdem darf man den Einfluß des dritten Summanden aus (3.28) auf den Barwert nicht unterschätzen. Dieser Einfluß läßt sich mit (3.29) berechnen.²⁵⁴

$$(3.29) \quad B = \frac{1}{(1+i)^{m+n}}$$

mit: B = Einfluß des langfristigen Prognosebereichs auf den Ertragswert des Unternehmens

Geht man von einem Ende der mittelfristigen Prognoseperiode nach 6 bzw. 8 Jahren aus, ergeben sich für verschiedene Kalkulationszinssätze die Werte für B gemäß Tabelle 3.4.

I	B bei Ende der Phase 2 nach 6 Jahren	B bei Ende der Phase 2 nach 8 Jahren
5 %	74,62 %	67,68 %
10 %	56,45 %	46,65 %
15 %	43,23 %	32,69 %
20 %	33,49 %	23,26 %

Tab. 3.4: Bedeutung des langfristigen Prognosebereichs für den Ertragswert

Eine Milderung des Prognoseproblems stellen kompensatorische Effekte der verschiedenen Einflußfaktoren dar. Unerwartete Rückgänge können durch unerwartete Erfolge kompensiert werden.²⁵⁵

Methoden, mit denen man Prognosen erstellen kann, kann man in analytische und intuitive Methoden unterteilen. Bei analytischen Methoden können auf Basis der

²⁵³ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 51.

²⁵⁴ Vgl. Harrer, H.: Das Unsicherheitsmoment beim Ertragswert - Versuch einer rechnerischen Abgrenzung, DB, 9. Jg. (1956), S. 310.

verwendeten Inputdaten, Modellstruktur und Modellannahmen die Prognoseergebnisse nachvollzogen werden. Dies ist bei intuitiven Verfahren, die von der individuellen Erfahrung des Bewerter abhängen, nicht möglich.²⁵⁶

Analytische Methoden, die aus der Statistik übernommen wurden, sind z.B. die Zeitreihenanalyse und die Regressionsanalyse. Bei der Zeitreihenanalyse werden in der Vergangenheit erkannte Verhaltensmuster von Variablen in die Zukunft extrapoliert.²⁵⁷ Bei der Regressionsanalyse werden funktionale Zusammenhänge zwischen einer oder mehreren Variablen ausgedrückt, mit deren Hilfe dann Aussagen über die zukünftige Entwicklung der Variablen abgeleitet werden sollen.²⁵⁸

Problematisch bei den Verfahren, die allein auf mathematisch-statistischen Methoden beruhen, ist, daß die Durchbrechung von empirischen Regelmäßigkeiten durch qualitative Aspekte nicht berücksichtigt werden. So können beispielsweise neue technische Entwicklungen, die erwartet werden, nicht berücksichtigt werden. Dies ist nur durch intuitive Verfahren (z.B. Szenario-Analysen²⁵⁹) möglich. Diese Verfahren sind aber sehr stark von dem Expertenwissen des Bewerter abhängig.²⁶⁰

Eine Möglichkeit, dieses Expertenwissen weiter zu verbreiten und damit zu besseren Prognosen im Rahmen der Unternehmensbewertung beizutragen, ist der Einsatz von EDV-gestützten Expertensystemen.²⁶¹ Expertensysteme sind Computerprogramme, die auf einem Gebiet über ein detailliertes Wissen verfügen, das dem eines menschlichen Experten ebenbürtig sein soll. Es soll den Experten aber nicht ersetzen, sondern Routineaufgaben übernehmen.²⁶² Für die Unternehmensbewertung ist das PROGNET-Modell entwickelt worden.²⁶³ PROGNET basiert auf einer

²⁵⁵ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 53.

²⁵⁶ Vgl. Götz, U./Bloech, J.: Investitionsrechnung: Modelle und Analysen zur Beurteilung von Investitionsvorhaben, 2. Auflage, Berlin u.a. 1995, S. 25f.

²⁵⁷ Vgl. Bretzke, W.-R.: Möglichkeiten und Grenzen..., a.a.O., S. 507ff.

²⁵⁸ Vgl. ebenda, S. 511.

²⁵⁹ Vgl. Hamilton, R. H.: Scenarios in Corporate Planning, Journal of Business Strategy, Vol. 2 (1981), No. 1, S. 82ff.; Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 199f.; Foster, J. M.: Scenario Planning for Small Businesses, Long Range Planning, Vol. 26 (1993), No. 1, S. 123ff.

²⁶⁰ Vgl. Sieben, G./Diedrich, R./Kirchner, M. et al.: Expertensystemgestützte Ergebnisprognosen zur Unternehmensbewertung, DB, 43. Jg. (1990), S. 3.

²⁶¹ Vgl. ebenda, S. 8; Lanfermann, J.: Meinungsspiegel, BFuP, 40. Jg. (1988), S. 580f.

²⁶² Vgl. Sieben, G./Böing, W./Hafner, R.: Expertensysteme zur Bewertung ganzer Unternehmen?, BFuP, 38. Jg. (1986), S. 535.

²⁶³ Vgl. Sieben, G./Diedrich, R./Kirchner, M. et al.: Expertensystemgestützte Ergebnisprognosen..., a.a.O., S. 1ff.; Sieben, G./Diedrich, R./Kirchner, M. et al.: Nutzung der Expertensystemtechnologie für die Unternehmensbewertung, DB, 42. Jg. (1989), S. 1681ff.; Sieben, G./Böing, W./Hafner, R.: Expertensysteme..., a.a.O., S. 532ff. Für Expertensysteme zur Jahresabschlußanalyse vgl. Büttner, U./Dräger,

branchenübergreifenden Datenbank mit Unternehmensdaten. Gibt der Bewerter die Unternehmensdaten des zu bewertenden Unternehmens ein, sucht das Expertensystem vergleichbare Unternehmen. Von der Entwicklung der Vergleichsunternehmen schließt PROGNEEX dann auf die mögliche Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens. Damit leistet PROGNEEX einen Beitrag zur besseren Fundierung von Prognosen im Rahmen der Unternehmensbewertung.

3.5.2.2.4 Exkurs: Unternehmensbewertung und Unternehmensgesamtplanung

Einige Autoren haben versucht, ein Verfahren der Unternehmensbewertung auf Grundlage einer Unternehmensgesamtplanung zu entwickeln, um damit den Ansatz der Überschußgröße und des Kalkulationszinsfußes nachvollziehbarer zu gestalten. Die für die Bewertung relevanten Einzahlungsüberschüsse sind Folge einer großen Zahl von geplanten Teilentscheidungen, die sich gegenseitig sowohl in zeitlicher als auch in sachlicher Hinsicht beeinflussen.²⁶⁴ Um eine exakte Prognose abgeben zu können, müßten die verschiedenen Teilpläne im Unternehmen koordiniert werden und zu den geplanten Einzahlungsüberschüssen aggregiert werden.

Zu diesem Zweck kann das Unternehmen als Unternehmensgesamtplanungsmodell dargestellt werden, in dem die funktionalen Beziehungen zwischen den Teilbereichen des Unternehmens durch ein mathematisches Gleichungssystem ausgedrückt werden.²⁶⁵ Diese Modelle wurden v.a. als Entscheidungshilfe in Unternehmen konzipiert, mit denen durch Simulation der Einfluß von betriebswirtschaftlich relevanten Alternativen auf die Unternehmung gemessen werden kann.²⁶⁶

Ein erster Versuch, die Unternehmensgesamtplanung für die Unternehmensbewertung nutzbar zu machen, wurde Ende der 60er Jahre von *Haneke* unternommen.²⁶⁷ Dieses Modell wurde v.a. wegen seiner mangelnden

U./Geiß, M.: Expertensysteme zur Jahresabschlußanalyse für mittlere und kleine Unternehmen, ZfB, 58. Jg. (1988), S. 229ff.

²⁶⁴ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 26f.

²⁶⁵ Vgl. Hahn, D./Hölter, E./Steinmetz, D.: Gesamtunternehmungsmodelle als Entscheidungshilfe im Rahmen der Zielplanung, strategischen und operativen Planung, in: Strategische Unternehmensplanung - Strategische Unternehmensführung, 6. Auflage, hrsg. von Hahn, D./Taylor, B., Heidelberg 1992, S. 688.

²⁶⁶ Vgl. ebenda, S. 693.

²⁶⁷ Haneke, W.: Die Bestimmung der optimalen Unternehmungsweise und deren Bedeutung für die Unternehmensbewertung, Münster 1969.

Anwendbarkeit in der Unternehmenspraxis kritisiert.²⁶⁸ Dieses Argument gegen die Unternehmensgesamtplanung hat durch verbesserte und leichter verfügbare EDV inzwischen an Gewicht verloren.²⁶⁹

Einen neueren Versuch, die Unternehmensgesamtplanung für die Unternehmensbewertung nutzbar zu machen, stellt das Verfahren von *Alvano* dar.²⁷⁰ Sein Integriertes Erfolgsermittlungs- und Bewertungsmodell besteht aus zwei Teilbereichen: Dem Modell zur Erfolgsermittlung und dem Modell zur Bewertung.

Grundlage sind die letzten vier Jahresabschlüsse des zu bewertenden Unternehmens. Diese dienen der Ermittlung von Verhältniszahlen einzelner Jahresabschlußpositionen zum Umsatz und anderen Unternehmenskennzahlen. Dazu werden die zukünftigen Absatzzahlen des Unternehmens - in verschiedenen Szenarien - zur Ermittlung des Erfolges herangezogen. Dabei können verschiedene Unternehmensstrategien und Synergieeffekte betrachtet werden. Die so ermittelten zukünftigen Gewinne des Unternehmens bilden die Grundlage für das Bewertungsmodell. Die Gewinnreihe des Unternehmens wird verglichen mit der internen Verzinsung der besten alternativen Anlage. So kann ein subjektiver Entscheidungswert mit verschiedenen Datenkonstellationen berechnet werden.

Problematisch bei dem Modell von *Alvano* ist die Verwendung der vergangenheitsorientierten Rechenwerke Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung, aus denen funktionale Beziehungen ermittelt werden, die dann Grundlage der Modellierung des Unternehmens zu Bewertungszwecken sind. Es ist zumindest fraglich, ob die Verhältniszahlen der Vergangenheit auch noch bei geänderter Geschäftsstrategie durch den neuen Eigentümer gültig sind. Wäre dies nicht der Fall, könnte es zu schwerwiegenden Bewertungsfehlern kommen. *Alvano* beschäftigt sich nicht mit den Problemen der Bemessung des Kalkulationszinsfußes. Gerade in diesem Problemkreis könnte die Unternehmensgesamtplanung aber Erkenntnisfortschritte liefern und die bisher verwendeten Näherungsverfahren (vgl. 3.5.2.2.2) ersetzen. Die Unternehmensgesamtplanung könnte aus den verschiedenen Handlungsmöglichkeiten des Entscheidungsträgers (Anlage am Kapitalmarkt, Investition in Maschinen etc.) die optimale Alternative, deren interner Zinsfuß der theoretisch

²⁶⁸ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 28f. mit weiteren Nachweisen.

²⁶⁹ So auch Alvano, W.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 162f.

²⁷⁰ Vgl. zum folgenden ebenda, S. 189ff.

richtige Kalkulationszinsfuß ist, modellendogen bestimmen. Problematisch ist aber auch hier die korrekte Modellierung der funktionalen Zusammenhänge, die äußerst schwierig ist.²⁷¹ Selbst wenn die Modellierung gelingt, nimmt die Unternehmensgesamtplanung schnell eine nicht mehr beherrschbare Größenordnung an.²⁷²

So werden die heute verfügbaren Methoden der Unternehmensgesamtplanung nach herrschender Meinung aus sachlogischen, theoretischen und anwendungsbezogenen Gründen als Hilfsmittel der Unternehmensbewertung abgelehnt.²⁷³

Würde man die Unternehmensbewertung auf Basis einer Unternehmensgesamtplanung durchführen, wird versucht die Komplexitätsreduktion auf ein Mindestmaß zu reduzieren. Folge wären höhere Planungskosten. Unproblematisch ist der Rückgriff auf Methoden der Unternehmensgesamtplanung immer dann, wenn sie bereits im Unternehmen angewendet werden. Müssen die Planungsmethoden speziell für die Sondersituation einer Unternehmensbewertung implementiert werden, entsteht ein sehr hoher Aufwand. Da gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen Methoden der betriebswirtschaftlichen Planung nur in wenigen Fällen eingesetzt werden (vgl. 2.3.1), scheint eine Unternehmensbewertung auf Basis einer Unternehmensgesamtplanung gerade in diesem Segment nicht sinnvoll.

3.5.2.2.5 Behandlung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens

Das nicht-betriebsnotwendige Vermögen umfaßt diejenigen Vermögensgegenstände, die veräußert werden könnten, ohne daß davon die Erfüllung des Sachziels der Unternehmung berührt wird.²⁷⁴ Beispiele sind Überkapazitäten, überdimensionierte Verwaltungsgebäude, ungenutzte Grundstücke.²⁷⁵ Eine eingehende Unternehmensanalyse muß ergeben, welche Vermögensgegenstände als nicht-betriebsnotwendig klassifiziert werden können. Entscheidend sind dabei die subjektiven Vorstellungen des potentiellen Unternehmenskäufers bzw. -verkäufers.²⁷⁶

Das nicht-betriebsnotwendige Vermögen wird gesondert behandelt, wenn der Ertragswert unter dem Veräußerungspreis liegt. Dann muß ein Ansatz zum

²⁷¹ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 67.

²⁷² Vgl. ebenda.

²⁷³ Vgl. ebenda, S. 28f. mit weiteren Nachweisen.

²⁷⁴ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 35.

²⁷⁵ Vgl. Helbling, C.: Unternehmenswertoptimierung durch Restrukturierungsmaßnahmen durch Minimierung des betrieblichen Substanzwertes, Die Unternehmung, 43. Jg. (1989), S. 176.

²⁷⁶ Vgl. Busse von Colbe, W.: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 93; Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 286.

Nettoveräußerungserlös vorgenommen werden.²⁷⁷ Die gesonderte Bewertung von Vermögensgegenständen hat große praktische Relevanz. Werden Übernahmen mit einem großen Fremdkapitalanteil finanziert, werden durch die Veräußerung von nicht-betriebsnotwendigen Aktiva Mittel zur Verfügung gestellt, die zum Abtragen der Verbindlichkeiten eingesetzt werden können.

Abschließend ergibt sich für das Ertragswertverfahren aus (3.24) und (3.28) sowie der gesonderten Bewertung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens folgende Formel:

$$(3.30) \quad W = \sum_{t=1}^m \frac{E_t}{(1+i+z)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{E_t}{(1+i+z)^t} + \frac{E}{(i+z) * (1+i+z)^{m+n}} + NBV^{278}$$

Mit: NBV = zu Nettoverkaufserlösen bewertetes nicht-betriebsnotwendiges Vermögen

Einen schematischen Überblick über das Ertragswertverfahren gibt Abbildung 3.5.

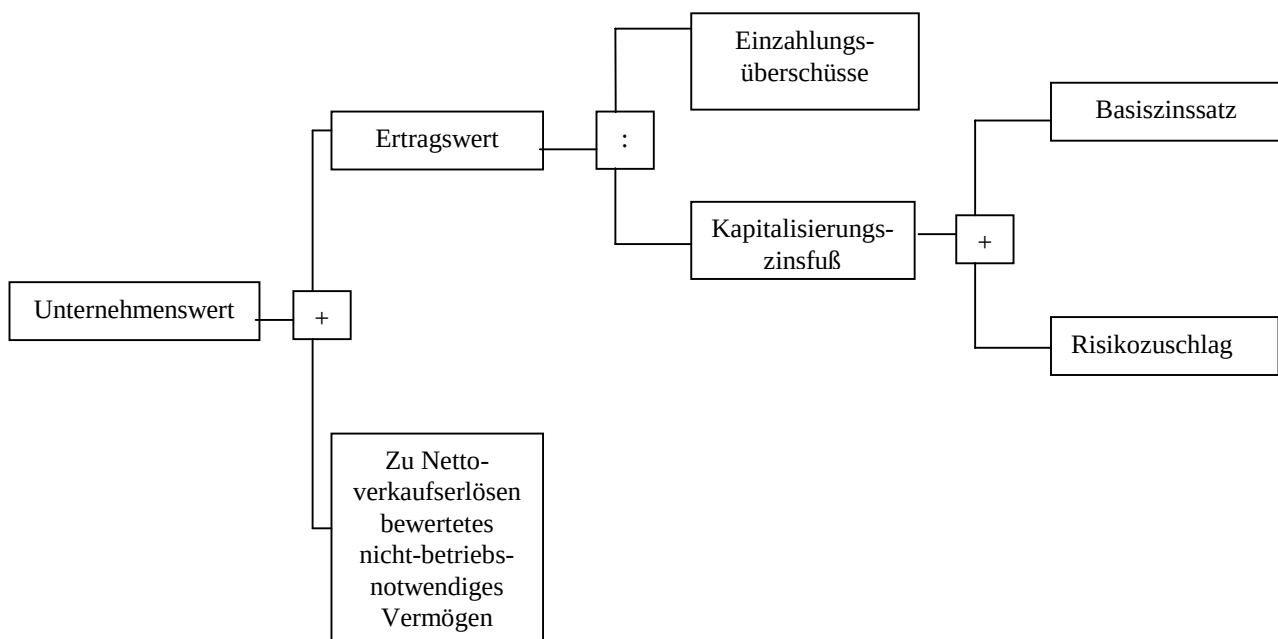


Abb. 3.5: Schematische Darstellung des Ertragswertverfahrens

(Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Hafner, R.: Unternehmensbewertung als Instrument zur Durchsetzung von Verhandlungspositionen, BFuP, 45. Jg. (1993), S. 82)

²⁷⁷ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 36.

²⁷⁸ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Das Ertragswertverfahren..., a.a.O., S. 942.

3.5.2.2.6 Beurteilung des Ertragswertverfahrens

Das Ertragswertverfahren erfüllt die Grundsätze für die Ermittlung des Entscheidungswertes. Der Grundsatz der Zukunftsbezogenheit wird erfüllt, da zukünftige Zahlungen an den Investor den Wert determinieren. Der Grundsatz der Subjektivität ist erfüllt, da subjektive Ziele und Handlungsmöglichkeiten die Überschußgröße und den Kapitalisierungszinsfuß bestimmen. Der Unternehmenswert wird als Ganzes ermittelt und nicht aus der Summe von Einzelwerten, womit auch der Grundsatz der Bewertungseinheit eingehalten wird.

Das Ertragswertverfahren ist in Theorie und Praxis als Bewertungsstandard anerkannt. Allerdings lassen sich drei Hauptlinien der Kritik erkennen.

Zum ersten wird dem Ertragswertverfahren die Zukunftsorientierung und die damit verbundene Prognoseproblematik vorgeworfen. Einige Autoren gehen soweit, das Ertragswertverfahren als nicht ausreichend für Gerichtsverfahren anzusehen, da die Ergebnisse nicht nachprüfbar seien und es nicht auf einer ausreichenden Tatsachenbasis aufbaue.²⁷⁹ Das Ertragswertverfahren erfülle nicht die Anforderungen an eine verlässliche und nachprüfbare Unternehmensbewertung.²⁸⁰ Dieser Kritik muß man entgegen halten, daß der Investor seine Ziele nur in der Zukunft realisieren kann. Käufer oder Verkäufer haben nichts von vergangenen Erfolgen des Unternehmens, an denen man eine sicherere, ohne Prognose auskommende, Bewertung festmachen könnte. So gewonnene Werte sind nicht relevant für die Kauf- oder Verkaufsentscheidung. Dabei ist unbestritten, daß das Prognoseproblem nicht vollständig lösbar ist. Wissenschaftliche Prognosen können aber die Willkür von Ertragswerten ausschließen.

Ein größeres theoretisches Problem stellt der Einwand dar, daß das Ertragswertverfahren strategische Ziele eines Unternehmens nicht immer abbilden kann. *Sieben/Diedrich* meinen, daß es so aussähe, „als reiche die Schulmathematik der Unternehmensbewertung nicht mehr aus“.²⁸¹ Die Erfolge, die mit strategisch motivierten Akquisitionen verbunden sind, realisieren sich oft erst nach längerer

²⁷⁹ Vgl. Zehner, K.: Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung - Zur Fehlinterpretation neuer höchstrichterlicher Entscheidungen, DB, 33. Jg. (1981), S. 2116; Barthel, C. W.: Unternehmenswert - Der Markt..., a.a.O., S. 1145.

²⁸⁰ Vgl. Bellinger, B.: Eine Wende in der Unternehmensbewertung? - Zur Stichtagsbezogenheit jeder Unternehmensbewertung, WPg, 33. Jg. (1980), S. 582.

²⁸¹ Sieben, G./Diedrich, R.: Aspekte der Wertfindung bei strategisch motivierten Unternehmensakquisitionen, ZfbF, 42. Jg. (1990), S. 795.

Zeit²⁸² und fallen in die dritte Prognosephase nach dem Phasenschema des IdW. Sie werden daher nicht korrekt erfaßt.²⁸³ Abhilfe könnte nur eine Erweiterung des Prognosehorizonts bieten, die aber wegen der schwierigeren Schätzung weiter entfernt liegender Zeiträume die Komplexität der Wertermittlung stark erhöht. Des weiteren muß zur richtigen Abbildung strategischer Akquisitionen die Gesamtstrategie, die i.d.R. aus mehr als einer Unternehmensübernahme bestehen wird, einbezogen werden. Dies würde die Komplexität der Bewertung nochmals stark erhöhen.

Weitere schwerwiegende Einwände gegen den Ertragswert werden aufgrund der restriktiven Prämissen dieses Verfahrens erhoben. In 3.5.2.1 wurde dargestellt, daß die Fisher Separation als Voraussetzung für die Möglichkeit, die Vorteilhaftigkeit eines Projektes in einem Partialmodell festzustellen, auf der Annahme des vollkommenen Kapitalmarkts beruht. Die Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarktes müssen allerdings als unrealistisch angesehen werden.²⁸⁴ Auf einem unvollkommenen Kapitalmarkt kann der korrekte Kalkulationszinsfuß - der interne Zinsfuß der optimalen Alternativinvestition - nur auf Basis eines Totalmodells, das alle Interdependenzen zwischen Investitions- und Finanzierungsobjekten berücksichtigt, ermittelt werden.²⁸⁵ Dies ist praktisch nicht möglich, also muß man auf das grob vereinfachende Näherungsverfahren zurückgreifen, das in 3.5.2.2.2 dargestellt wurde. Da es sich bei der Bewertung von Unternehmen anlässlich des Kaufs bzw. Verkaufs von Unternehmen um eine äußerst komplexe Situation handelt, sind solche Vereinfachungen aus Gründen der theoretischen und praktischen Beherrschbarkeit unumgänglich. Der Bewerter muß sich allerdings der Schwierigkeiten, die sich mit diesen Komplexitätsreduktionen ergeben, bewußt sein. *Schneider* bringt die Bedeutung der Separationstheoreme trotz ihrer unrealistischen Prämissen zum Ausdruck: „Separationstheoreme erlauben es, die ‘Komplexität’ eines Entscheidungsproblems in der Realität auf ein lösbares Ausmaß zu verringern. Darin,

²⁸² „Strategy can be defined as the determination of the basic long-term goals and objectives of an enterprise...“ Chandler, A. D. jr.: *Strategy and Structure. Chapters in the History of Industrial Enterprise*, Cambridge u.a. 1962, S. 13.

²⁸³ Vgl. Sieben, G./Diedrich, R.: *Aspekte...*, a.a.O., S. 800; Dirrigl, H.: *Konzepte, Anwendungsbereiche...*, a.a.O., S. 411; Ruhnke, K.: *Ermittlung der Preisobergrenze bei strategisch motivierten Akquisitionen*, DB, 44. Jg. (1991), S. 1890.

²⁸⁴ Vgl. Spremann, K.: *Investition und Finanzierung*, a.a.O., S. 415; Sieben, G.: *Unternehmensbewertung*, a.a.O., Sp. 4324.

²⁸⁵ Vgl. Sieben, G.: *Unternehmensbewertung*, Sp. 4324.

nicht in der unmittelbaren 'Erklärung' der Wirklichkeit, liegt der Sinn solcher Modelle des vollkommenen Marktes und damit des Leitbildes von der Trennbarkeit.²⁸⁶

Zusammenfassend kann man das Ertragswertverfahren als ein gut geeignetes Verfahren zur Ableitung von entscheidungsorientierten Unternehmenswerten bezeichnen. Allerdings muß man sich der Probleme - Prognose der Überschüsse, Probleme bei strategisch motivierten Akquisitionen, Bemessung des Kapitalisierungszinsfußes - bewußt sein.

3.5.2.3 Discounted Cash-flow-Verfahren

3.5.2.3.1 Bewertungsprinzip und Ausprägungen

Das Ertragswertverfahren wird oft gleichgesetzt mit dem Discounted Cash-flow- (DCF) Verfahren. In der Praxis und Theorie, vor allem amerikanischer Prägung, ist aber ein anderes Vorgehen als beim Ertragswertverfahren üblich.

Das Bewertungsprinzip ist grundsätzlich gleich wie beim Ertragswertverfahren: eine Überschußgröße wird auf den Gegenwartswert diskontiert. Dabei wird das DCF-Verfahren in verschiedenen Ausprägungen angewandt. Im einzelnen sind dies die folgenden.²⁸⁷

(1) Netto Ansatz oder equity approach: Die den Eigentümern zufließenden Zahlungsströme (Dividenden, Körperschaftsteuergutschriften, Entnahmen etc.) werden mit den Renditeforderungen der Eigentümer auf ihren Gegenwartswert diskontiert.²⁸⁸ Diese Unterart hat eine enge Verwandtschaft mit dem Ertragswertverfahren, hat aber weder praktisch noch theoretisch eine größere Bedeutung.²⁸⁹

(2) Brutto Ansatz oder entity approach: In diesen Verfahren wird ein Unternehmensgesamt看wert ermittelt, also die Summe aus den Werten des Eigenkapitals und des Fremdkapitals. Diskontiert werden die Zahlungsströme, die an Eigen- und Fremdkapitalgeber fließen.²⁹⁰ Es gibt zwei Unterarten:

²⁸⁶ Schneider, D.: Geschichte betriebswirtschaftlicher Theorie, München 1981, S. 345f.

²⁸⁷ Die Einteilung folgt Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, WPg, 51. Jg. (1998), S. 81ff.

²⁸⁸ Vgl. ebenda, S. 82.

²⁸⁹ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 142f.

²⁹⁰ Vgl. ausführlich Hachmeister, D.: Die Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash Flow-Verfahren, ZfbF, 48. Jg. (1996), S. 253ff.

(2.1) Als Diskontierungsfaktor werden die gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten - weighted average costs of capital (WACC) - herangezogen, die sich aus den tatsächlich gezahlten Fremdkapitalkosten und den Renditeerwartungen der Eigentümer ergeben (WACC approach). Die Renditeerwartungen der Eigentümer werden auf Basis des Capital Asset Pricing Modells (CAPM)²⁹¹ geschätzt. Dadurch erhält man dann den Unternehmensgesamtwert. Wird von dem Unternehmensgesamtwert der Wert des Fremdkapitals abgezogen, erhält man den entscheidungsrelevanten Wert des Eigenkapitals.²⁹²

(2.2) Eine detailliertere Aufgliederung der Wertkomponenten verlangt das DCF-Verfahren in der Ausprägung der Adjusted Present Value Methode (Methode des angepaßten Barwerts)²⁹³, die in Deutschland v.a. von *Drukarczyk*²⁹⁴ vertreten wird. Dabei erfolgt die Bewertung komponentenweise²⁹⁵:

$$(3.31) W^{\text{ges}} = W^E + W^{\text{USt}} + W^{\text{FA}} \quad 296$$

mit: W^{ges} = Gesamtwert des Unternehmens

W^E = Wert der operativen Aktivitäten unter Vollausschüttungshypothese und der Fiktion kompletter Eigenfinanzierung

W^{USt} = Wert der durch die realisierte Kapitalstruktur entsteht (steuerliche Wirkungen der Finanzierung mit Fremdkapital und/oder

²⁹¹ Das CAPM wurde in folgenden Aufsätzen entwickelt: Sharpe, W. F.: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, Vol. 19 (1964), S. 425ff.; Lintner, J.: The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47 (1965), S. 13ff.; Mossin, J.: Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica*, Vol. 34 (1966), S. 768ff. Darstellungen des CAPM finden sich in den meisten finanzwirtschaftlichen Lehrbüchern. Vgl. z.B. Spremann, K.: *Investition und Finanzierung*, a.a.O., S. 463ff.; Franke, G./Hax, H.: *Finanzwirtschaft...*, a.a.O., S. 345ff.; Brealey, R. A./Myers, S. C.: *Principles of Corporate Finance*, 5th Edition, New York u.a. 1996, S. 173ff.; Weston, J. F./Copeland, T. E.: *Managerial Finance*, 9th Edition, Fort Worth u.a., 1992, S. 401ff.; Kruschwitz, L.: *Finanzierung und Investition*, Berlin u.a. 1995, S. 181ff.

²⁹² Vgl. Ballwieser, W.: *Methoden der Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 164.

²⁹³ Die Methode wurde erstmals vorgeschlagen von Myers, S. C.: *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting*, *Journal of Finance*, Vol. 29 (1974), March, S. 1ff. Aktuellere Darstellungen finden sich bei Luehrmann, T. A.: *What's it worth? A General Manager's Guide to Valuation*, HBR, Vol. 75 (1997), No. 3, S. 132ff.; derselbe: *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, HBR, Vol. 75 (1997), No. 3, S. 145ff.

²⁹⁴ Vgl. Drukarczyk, J.: *Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 156ff.; derselbe: *DCF-Methoden und Ertragswertmethode - einige klärende Anmerkungen*, WPg, 48. Jg. (1995), S. 329ff.; derselbe/Richter, F.: *Unternehmensgesamtwert, anteilseignerorientierte Finanzentscheidungen und APV-Ansatz*, DBW, 55. Jg. (1995), S. 559ff.

²⁹⁵ Vgl. Drukarczyk, J.: *Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 170.

²⁹⁶ Vgl. Richter, F.: *Die Finanzierungsprämissen des Entity-Ansatzes vor dem Hintergrund des APV-Ansatzes zur Bestimmung von Unternehmenswerten*, ZfbF, 48. Jg. (1996), S. 1077.

Pensionsrückstellungen)

W^{FA} = Wert der nicht-operativen Aktivitäten des Unternehmens, z.B. Finanzanlagen

Der so ermittelte Unternehmensgesamtwert wird dann um die Ansprüche der Fremdkapitalgeber und Pensionsberechtigten an das Unternehmen gekürzt. Der verbleibende Rest entspricht dem Wert des Eigenkapitals. Der Vorteil dieser schrittweisen Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals ist, daß der Investor erkennen kann, ob der Wert des Unternehmens von der operativen Tätigkeit getragen wird oder durch Steuerersparnisse entsteht. Durch die Berücksichtigung der Steuerersparnis durch Fremdkapitalzinsen wird der Unternehmenswert für Unternehmen mit maximaler Fremdkapitalaufnahme maximal. Eine Begrenzung durch Konkurskosten wird nicht vorgenommen.²⁹⁷ Ein weiteres theoretisches Problem bei der Adjusted Present Value Methode ist die Ermittlung der Kapitalkosten von rein eigenfinanzierten Unternehmen, die in der Realität nicht beobachtbar sind.²⁹⁸ Dieser Mangel und die hohe Komplexität der Bewertung haben dazu geführt, daß sich diese Methodik bislang nicht durchgesetzt hat.

In Theorie und Praxis am weitesten verbreitet ist der WACC approach der DCF-Verfahren. Aus diesem Grund wird im folgenden nur noch auf diese Unterform eingegangen. Aufgrund der Ähnlichkeit der verschiedenen Ansätze lassen sich die Aussagen aber auch auf den equity approach bzw. das Adjusted Present Value übertragen.

In jüngster Zeit gibt es in der betriebswirtschaftlichen Literatur eine Auseinandersetzung um Vor- und Nachteile des DCF-Verfahrens gegenüber dem Ertragswertverfahren. Ausgelöst wurde diese Diskussion v.a. durch die Aktualität des Shareholder Value Gedankens, der auf dem DCF-Verfahren aufbaut. Eine Gleichsetzung von Shareholder Value und DCF-Verfahren ist aber unzutreffend. Vielmehr handelt es sich beim Shareholder Value, wie ausgeführt, um eine Bewertungsfunktion, die mit dem DCF-Verfahren erfüllt werden kann.²⁹⁹

²⁹⁷ Vgl. Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 314.

²⁹⁸ Vgl. Hachmeister, D.: Die Abbildung der Finanzierung..., a.a.O., S. 267.

²⁹⁹ Vgl. Peemöller, V. H./Keller, B./Rödl, M.: Verfahren strategischer Unternehmensbewertung, DStR, 34. Jg. (1996), S. 75.

Vereinfacht ergibt sich die folgende Formel für das DCF-Verfahren im entity approach:

$$(3.32) \quad W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} - FK$$

mit: FCF_t = freier Cash-flow in der Periode t

WACC = gewogene durchschnittliche Kapitalkosten des Bewertungsobjekts

FK = Marktwert des Fremdkapitals

Die freien Cash-flows werden mit den gewogenen Kapitalkosten auf ihren Gegenwartswert diskontiert. Von dem so ermittelten Unternehmensgesamtwert wird dann der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen, um zu dem entscheidungsrelevanten Wert des Eigenkapitals zu kommen.

3.5.2.3.2 Überlegungen zu den Kapitalkosten

Der erste entscheidende Unterschied zum Ertragswertverfahren ist die Verwendung der WACC als Diskontierungsfaktor. Die WACC sind das arithmetische Mittel der Kosten der mit ihren Anteilen am Marktwert (nicht dem Buchwert) des Gesamtkapitals gewichteten Kapitalanteile sämtlicher Kapitalquellen.³⁰⁰ Abstrahiert man von Steuern und Mischformen der Finanzierung, lassen sich die WACC gemäß (3.33) berechnen.

$$(3.33) \quad WACC = k_{FK} * \frac{FK}{GK} + k_{EK} * \frac{EK}{GK}$$

Es gilt: $GK = FK + EK$

mit: k_{FK} = Fremdkapitalkosten des zu bewertenden Unternehmens

GK = Marktwert des Gesamtkapitals

k_{EK} = Eigenkapitalkosten des zu bewertenden Unternehmens

EK = Marktwert des Eigenkapitals

³⁰⁰ Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 161f.

Maßstab für die Vorteilhaftigkeit einer Investition ist damit nicht mehr die beste Alternativinvestition, die dem Entscheidungsträger offensteht, sondern die Mindestverzinsung, die Eigen- und Fremdkapitalgeber verlangen.³⁰¹

Zunächst fällt an (3.33) ein Zirkularitätsproblem auf. Der Wert des Eigenkapitals, der ja durch die Bewertung erst ermittelt werden soll, geht in die Bestimmung der WACC ein. Dadurch kann die Bewertung korrekt nur in einem iterativen Prozeß durchgeführt werden, der aber durch EDV-Einsatz leicht möglich ist.³⁰²

Eine Zielkapitalstruktur für das zu bewertende Unternehmen muß durch den Bewerter vorgegeben werden.³⁰³ Dabei müssen eventuelle Änderungen der Kapitalstruktur durch die Unternehmenstransaktion berücksichtigt werden. Zu berücksichtigen ist dabei auch, daß die Kapitalkosten durch den Verschuldungsgrad beeinflußt werden. Andernfalls erhält man unter Berücksichtigung der steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung³⁰⁴ hohe Werte für hoch verschuldete Unternehmen und niedrige Werte für niedrig verschuldete Unternehmen. Allerdings führt die hohe Verschuldung zu einer höheren Konkursgefahr, die zu höheren WACC führen muß. Entweder kann der Bewerter also die bisherige Kapitalstruktur fortschreiben oder die durch Kapitalstrukturänderungen veränderten WACC prognostizieren.³⁰⁵

Die momentanen Ansprüche der Fremdkapitalgeber an das Unternehmen lassen sich anhand einer Unternehmensanalyse relativ einfach feststellen, da die Gläubiger vertraglich festgelegte Gegenleistungen für die Kapitalüberlassung in Form von Zinsen erhalten.³⁰⁶

Wesentlich problematischer ist die Schätzung der Eigenkapitalkosten, da die Eigenkapitalgeber keine vertraglich festgelegten Erträge als Gegenleistung für die

³⁰¹ Vgl. Jonas, M.: Unternehmensbewertung: Zur Anwendung der Discounted-Cash-flow-Methode in Deutschland, BFuP, 47. Jg. (1995), S. 88.

³⁰² Vgl. Kirsch, H.-J./Krause, C.: Kritische Überlegungen zur Discounted Cash Flow-Methode, ZfB, 66. Jg. (1996), S. 804.

³⁰³ Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 262ff.; Hachmeister, D.: Der Discounted Cash Flow als Unternehmenswert, WISU, 25. Jg. (1996), S. 358.

³⁰⁴ Nach Abschaffung der Gewerbesteuer und der betrieblichen Vermögensteuer beträgt die Steuerersparnis der Fremdfinanzierung die Hälfte der Gewerbeertragsteuer. Vgl. Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 314.

³⁰⁵ Ein Ansatz das Konkursrisiko in die Bestimmung der WACC zu integrieren stellt Richter, F.: Unternehmenswert, durchschnittliche Kapitalstruktur und Konkursrisiko, in: Ergebnisse des Berliner Workshops „Unternehmensbewertung“ vom 7. Februar 1998, hrsg. von Kruschwitz, L./Löffler, A., Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin Nr. 1998/7, Berlin 1998, S. 73ff. vor.

³⁰⁶ Vgl. Helbling, C.: DCF-Methode und Kapitalkostensatz in der Unternehmensbewertung falls kein Fair Market Value, Schweizer Treuhänder, 67. Jg. (1993), S. 160.

Kapitalüberlassung erhalten. Die Befürworter des DCF-Verfahrens greifen zur Schätzung der Eigenkapitalkosten auf das CAPM zurück.³⁰⁷

Rationale Investoren haben nach dem CAPM eine Renditeerwartung r_{EK} an ein Wertpapier, die sich aus dem risikolosen Zinssatz i^* und einer Risikoprämie RP zusammensetzt:

$$(3.34) \quad r_{EK} = i^* + RP$$

Die Risikoprämie ergibt sich zum einen aus der Risikoprämie, die bei Investitionen in das risikobehaftete Marktportefeuille fällig werden. Diese entspricht der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles r_M und dem risikolosen Zinssatz i^* . Neben dem unsystematischen Risiko, das durch Investition in das risikobehaftete Marktportefeuille entsteht und im Marktgleichgewicht nicht vergütet wird, ist das systematische Risiko von Bedeutung, das die Relation der betrachteten Anlage mit dem Marktportefeuille bezeichnet. Dies berechnet das CAPM durch den β -Faktor. Der β -Faktor ist das Maß der Sensitivität zwischen der erwarteten Rendite des einzelnen Wertpapiers und der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles.³⁰⁸ Formal läßt sich diese Beziehung durch (3.35) ausdrücken.³⁰⁹

$$(3.35) \quad \beta = \frac{Cov[r_j, r_M]}{\sigma_M^2}$$

mit: $Cov[r_j, r_M]$ = Kovarianz der erwarteten Rendite des Wertpapiers j mit der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles

σ_M^2 = Varianz der Rendite des Marktportefeuilles

Hier liegt ein weiteres Zirkularitätsproblem vor. Die erwartete Rendite des Marktportefeuilles, die zur Bestimmung der Kapitalkosten notwendig ist, ist eine Funktion des (noch) unbekannten Marktwertes des zu bewertenden

³⁰⁷ Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 276ff. Eine andere Möglichkeit, auf die hier nicht weiter eingegangen wird, ist die Verwendung des Arbitrage Pricing Models: Vgl. ebenda, S. 284ff.

³⁰⁸ Vgl. Spremann, K.: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 471.

³⁰⁹ Vgl. ebenda, S. 471; Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 182.

Unternehmens.³¹⁰ Dies kann man vernachlässigen, wenn der Marktwert des zu bewertenden Unternehmens im Verhältnis zur Gesamtkapitalisierung des Marktes gering ist.

Multipliziert man den β -Faktor der Anlage j mit der Risikoprämie für die Investition in das risikobehaftete Marktportefeuille, ergibt sich die Risikoprämie, die ein rationaler Investor verlangen wird:³¹¹

$$(3.36) \quad r_{EK} = i^* + \beta_j \cdot (r_M - i^*)$$

Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten im Rahmen dieses Modells ist einfach. Der risikolose Zinssatz entspricht näherungsweise der Verzinsung von Anleihen der öffentlichen Hand. Die Rendite des Marktportefeuilles läßt sich anhand von Indices bestimmen, für Deutschland beispielsweise durch den DAX bzw. den DAX-100. Diese Indices bilden eine anerkannte Näherung, obwohl sie nicht alle risikobehafteten Investitionen beinhalten und damit eigentlich den Prämissen des CAPM widersprechen.³¹² Den β -Faktor gewinnt man durch Beobachtung der vergangenen Marktbewegungen für das Wertpapier j und den Marktindex. Kovarianz und Varianz lassen sich dann unproblematisch bestimmen. Dabei wird allerdings auf vergangene Daten zurückgegriffen, obwohl es Ziel der Berechnung ist, künftige β -Faktoren zu berechnen. Daher sind die so ermittelten β -Faktoren nur Approximationen, die mit entsprechender Vorsicht angewendet werden müssen.³¹³ Die Extrapolation vergangenheitsorientierter β -Faktoren erscheint allerdings gerade bei der Unternehmensbewertung problematisch, da sie auf prognostizierte Cash-flows angewandt werden.³¹⁴ Endgültig unlogisch wird die Verwendung vergangenheitsorientierter β -Faktoren dann, wenn die Geschäftsstrategie des

³¹⁰ Vgl. Nippel, P.: Zirkularitätsprobleme in der Unternehmensbewertung, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel Nr. 440, März 1997, S. 8.

³¹¹ Vgl. Ballwieser, W.: Aktuelle Aspekte..., a.a.O., S. 122; Peemöller, V. H./Keller, B./Rödl, M.: Verfahren strategischer..., a.a.O., S. 75.

³¹² Vgl. zur Kritik Schneider, D.: Betriebswirtschaftslehre, Bd. III: Theorie der Unternehmung, München u.a. 1997, S. 232.

³¹³ Vgl. Nippel, P.: Zirkularitätsprobleme..., a.a.O., S. 14; Heurung, R.: Zur Anwendung und Angemessenheit verschiedener Unternehmenswertverfahren im Rahmen von Umwandlungsfällen (Teil II), DB, 50. Jg. (1997), S. 891.

³¹⁴ So auch Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, a.a.O., S. 83; Böcking, H.-J./Nowak, K.: Der Beitrag der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Lösung der Typisierungsproblematik bei Unternehmensbewertungen, DB, 51. Jg. (1998), S. 688.

Unternehmens nach dem Verkauf geändert werden soll und das Unternehmen durch die geänderte Strategie eine andere Risikoposition erhält.³¹⁵

Die Befürworter des DCF-Verfahrens sehen als Vorteil, daß sie ein marktmäßig objektiviertes Risikomaß mit dem β -Faktor zur Verfügung haben und damit die Berechnungsprobleme des Risikozuschlags umgehen. Es ist aber fraglich, ob trotz der einfacheren Berechnung ein marktmäßig objektiviertes Risikomaß relevant ist. Entscheidend ist für die Unternehmensbewertung nicht die Risikoeinstellung des Marktes, sondern die individuelle Risikoneigung des Investors, wie sie im Risikozuschlag des Ertragswertverfahrens zum Ausdruck kommt. Der Einsatz des β -Faktors kann daher in allen Fällen, in denen ein individueller Entscheidungsträger vorhanden ist, zu Fehlbewertungen führen. Anders sieht das in den Fällen aus, wo Agenten (z.B. der Vorstand einer großen Publikumsgesellschaft) im Namen der Prinzipale, deren Risikoneigung aufgrund ihrer großen Zahl nicht bekannt ist, tätig sind. Dann ist ein Rückgriff auf den β -Faktor sinnvoll, um im Interesse der Aktionäre zu handeln. Dies ist auch das Anliegen des Shareholder Value Konzepts, das oft mit dem DCF-Verfahren gleichgesetzt wird. Eine einfache Übertragung auf die allgemeine Theorie der Unternehmensbewertung scheint zumindest fraglich.

Problematisch wird die Berechnung des β -Faktors zudem, wenn es sich - wie bei kleinen und mittleren Unternehmen - um nicht börsennotierte Unternehmen handelt. Der Zähler aus (3.34) läßt sich dann nicht ermitteln.

Angesichts der geringen Zahl der in Deutschland börsennotierten Unternehmen (1997 waren 585 Unternehmen von insgesamt ca. 2,2 Mio. an einer Börse notiert)³¹⁶, wird ein Bewerter nur selten in die Lage kommen, Zahlen über den β -Faktor zur Verfügung zu haben. In der amerikanischen Bewertungspraxis wird in solchen Fällen auf den β -Faktor eines ähnlichen an der Börse notierten Unternehmen zurückgegriffen. Die Ähnlichkeit wird an Branchenzugehörigkeit, Eigentümerstruktur, Größe und Bilanzkennzahlen festgemacht.³¹⁷ Selbst wenn man die problematische Annahme macht, daß börsennotierte und nicht-börsennotierte Unternehmen grundsätzlich vergleichbar sind, ist diese Möglichkeit wegen der geringen Zahl der

³¹⁵ Vgl. Böcking, H.-J./Nowak, K.: Der Beitrag der..., a.a.O., S. 689; Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 310.

³¹⁶ Stand November 1997. Ausgezählt nach: Commerzbank AG: Rund um die Börse 1997, Frankfurt/M. 1997, S. 80ff.

³¹⁷ Vgl. Ballwieser, W.: Aktuelle Aspekte..., a.a.O., S. 124.

börsennotierten Unternehmen in Deutschland kaum praktikabel. Zudem erfordert eine verlässliche Regressionsanalyse liquide Aktien mit entsprechenden Umsätzen.³¹⁸

Die Zahl dieser Papiere liegt aber am deutschen Markt - je nach Abgrenzungskriterium - bei nicht mehr als 70 Titeln.³¹⁹

Eine andere Möglichkeit ist der Einsatz von β -Faktoren der Branche, die als Durchschnitt der β -Faktoren aller zu einer Branche gehörenden am Markt notierten Unternehmen gewonnen werden. Grundgedanke ist, daß das Risiko, dem ein Unternehmen ausgesetzt ist, wesentlich durch die Branche geprägt wird.³²⁰ Da börsennotierte Unternehmen über besondere Kennzeichen verfügen, die sich von denen der kleinen und mittleren Unternehmen unterscheiden, ist fraglich, ob die so gewonnenen Ergebnisse übertragbar sind. Wiederum ist zu beachten, daß in Deutschland die Zahl der in den β -Faktor einfließenden Unternehmen im Vergleich zur Branche i.d.R. sehr gering sein wird, was zu Verfälschungen führen kann.

Analytische Methoden, β -Faktoren für nicht notierte Unternehmen zu berechnen, sind in letzter Zeit v.a. zur Ermittlung von Eigenkapitalkosten von Abteilungen von Konzernen entwickelt worden.³²¹ Diese Ermittlungen bauen auf buchhalterischen Daten auf und werden daher „Accounting Betas“ genannt. Dabei werden Kennzahlen gesucht, die eine starke Korrelation zu dem im β -Faktor zum Ausdruck kommenden systematischen Anlagerisiko haben. Empirische Untersuchungen zeigen unterschiedliche Ergebnisse zur Relevanz dieser Ansätze.³²²

Fraglich ist also, ob der β -Faktor für kleine und mittlere nicht-börsennotierte Unternehmen überhaupt relevant ist. Das CAPM beansprucht keine Gültigkeit für unnotierte Unternehmen.³²³ Gegen die Brauchbarkeit des CAPM zur Risikomessung bei kleinen und mittleren Unternehmen gibt es daher eine ganze Reihe von Einwänden:

(1) Die Risikodiversifikation, wie sie mit dem Zusammenstellen von Portefeuilles am Kapitalmarkt möglich ist, ist sehr schwierig für Eigentümer von kleinen und

³¹⁸ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, a.a.O., S. 83.

³¹⁹ Vgl. Zimmermann, P.: Schätzung und Prognose von Betawerten deutscher Aktien, Bad Soden 1997, S. 52.

³²⁰ Vgl. Brealey, R./Myers, S.: Principles..., a.a.O., S. 209; Freygang, W.: Kapitalallokation..., a.a.O., S. 254.

³²¹ Vgl. für eine Übersicht über diese Methoden Freygang, W.: Kapitalallokation..., a.a.O., S. 275ff.

³²² Vgl. zu einer Beurteilung ebenda, S. 291ff; Coenenberg, A. G./Sautter, M. T.: Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, DBW, 48. Jg. (1988), S. 706.

³²³ Vgl. Rehkugler, H.: Die Unternehmensgröße..., a.a.O., S. 404.

mittleren Unternehmen. Investoren in kleine und mittlere Unternehmen binden in starkem Umfang ihr Geld- und Humankapital in einem einzigen Unternehmen.³²⁴

- (2) Im CAPM wird von der ständigen Liquidierbarkeit der Anlagen ausgegangen. Der Investor wird bei einem nicht ausreichenden Ertrag für ein gegebenes Risiko das Wertpapier verkaufen, was zu einer Anpassung des Preises auf Gleichgewichtsniveau führt. Dies ist bei kleinen und mittleren Unternehmen nicht der Fall. Erbringt das Dachdeckergeschäft keinen seinem Risiko entsprechenden Ertrag, hat der Dachdecker kaum die Option, zu verkaufen und beispielsweise in das besser dastehende Metzgereigeschäft zu wechseln. Erst nach länger andauernden Verlusten würde der Dachdecker die Aufgabe seines Geschäfts in Erwägung ziehen.³²⁵
- (3) Problematisch ist auch die Datenbasis, die für ein Erstellen von Accounting Betas zur Verfügung steht. Kleine und mittlere Unternehmen haben nur in Ausnahmefällen einen geprüften Jahresabschluß mit verlässlichen Daten.³²⁶
- (4) Der Verkauf von Anteilen an unnotierten Unternehmen bringt erhebliche Transaktionskosten mit sich (Notariatskosten, Bewertungsgutachten etc.). Das Fehlen von Transaktionskosten gehört zu den Prämissen des CAPM.³²⁷
- (5) Eine schnelle Reaktion auf Renditeänderungen, wie sie das CAPM vorsieht, ist bei kleinen und mittleren Unternehmen aufgrund langer Kündigungszeiten und schwieriger Käufersuche nur sehr selten möglich.³²⁸

Es zeigt sich, daß die Anwendung des Konzepts der WACC auf kleine und mittlere Unternehmen sehr problematisch ist. Selbst wenn das methodische Problem der Ermittlung eines β -Faktors für nicht börsennotierte Unternehmen gelöst ist, ist die Übertragbarkeit der Grundgedanken des CAPM schwierig.

3.5.2.3.3 Überlegungen zum Free Cash-flow

Das DCF-Verfahren arbeitet nicht mit den Zahlungen des Unternehmens an den Eigentümer, wie sie aus dem Jahresüberschuß bei angenommener Vollausschüttung

³²⁴ Vgl. ebenda; Vos, E. A.: Differences in Risk Measurement for Small Unlisted Businesses, Journal of Small Business Finance, Vol. 1 (1991/92), S. 265f.

³²⁵ Vgl. Vos, E. A.: Differences in Risk Measurement..., a.a.O., S. 266.

³²⁶ Vgl. ebenda, S. 266.

³²⁷ Vgl. Rehkugler, H.: Die Unternehmensgröße..., a.a.O., S. 404.

³²⁸ Vgl. ebenda.

entstehen, sondern mit dem Free Cash-flow, der alle Zahlungen des Unternehmens an seine Umwelt umfaßt, also auch die Zahlungen an die Fremdkapitalgeber.³²⁹

Der Jahresabschluß wird von den Befürwortern der DCF-Verfahren für manipulierbar gehalten. Der Cash-flow ist nach dieser Ansicht bilanzpolitischen Gestaltungen entzogen.³³⁰ Dabei ist der Unterschied zwischen Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren hinsichtlich der Überschußgröße hauptsächlich ein Unterschied im Namen.³³¹ Auch das Ertragswertverfahren arbeitet - wie in Kapitel 3.5.2.2.3 dargestellt - mit Einzahlungsüberschüssen. Ein sachlicher Unterschied besteht damit nur hinsichtlich der Berücksichtigung der Zahlungen an Fremdkapitalgeber.

Der Free Cash-flow ist im deutschen Steuersystem widersprüchlich, da die Höhe der Steuern - die in den Free Cash-flow eingehen - durch die Höhe der Fremdkapitalzinsen - die nicht in den Free Cash-flow eingehen - beeinflußt wird. Diese Abgrenzung führt zu hohen Unternehmensgesamtwerten für hoch verschuldete Unternehmen und niedrigen für unverschuldete Unternehmen.³³² Dies ist aufgrund der höheren Konkursgefahr von verschuldeten Unternehmen ein unplausibles Ergebnis. Das Problem kann umgangen werden, wenn im Free Cash-flow nur die Steuern auf das Betriebsergebnis vor Zinsen berücksichtigt werden.³³³

Die Zukunftsorientierung spielt beim DCF-Verfahren die gleiche Rolle wie beim Ertragswertverfahren, so daß hier auf die Ausführungen zum Prognoseproblem in 3.5.2.2.3 verwiesen werden kann.

3.5.2.3.4 Wert des Eigenkapitals

Das DCF-Verfahren ermittelt im entity approach zunächst einen Unternehmensgesamtwert, also die Summe der Werte von Eigenkapital und Fremdkapital. Dabei wird der Wert des Eigenkapitals durch die Nettoausschüttungen an die Eigner und der Wert des Fremdkapitals durch künftige Zinszahlungen und Tilgungen abzüglich Erhöhungen des Fremdkapitals determiniert.³³⁴ Für den

³²⁹ Vgl. Beck, P.: Unternehmensbewertung bei Akquisitionen..., a.a.O., S. 134.

³³⁰ Vgl. Burger, A.: Jahresabschlußanalyse, a.a.O., S. 175.

³³¹ Vgl. Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 304.

³³² Vgl. Albach, H.: Shareholder Value, ZfB, 64. Jg. (1994), S. 275.

³³³ Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 183. Vgl. zu Problemen mit diesem Ansatz Kirsch, H.-J./Krause, C.: Kritische Überlegungen..., a.a.O., S. 797.

³³⁴ Vgl. Coenenberg, A. G./Schulze, W.: Unternehmensbewertung anhand von Entnahme- oder Einzahlungsüberschüssen: Die Discounted Cash Flow-Methode, in: Matschke, M. J./Schildbach, T.: Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, Stuttgart 1998, S. 282.

potentiellen Unternehmenskäufer ist aber nur der Wert des Eigenkapitals entscheidungsrelevant. Daher muß von dem Unternehmensgesamtwert der Wert des Fremdkapitals gemäß (3.32) abgezogen werden.

3.5.2.3.5 Beurteilung des DCF-Verfahrens und Vergleich mit dem Ertragswertverfahren

Die wesentlichen Unterschiede zwischen Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren sind in Tabelle 3.5 dargestellt.

	Ertragswertverfahren	DCF-Verfahren
Wertkategorie	Bruttokapitalwert vor Investitionsausgabe	Bruttokapitalwert vor Investitionsausgabe
Zielgröße	Wert des Eigenkapitals	Unternehmensgesamtwert
Theoretisch relevante Erfolgsgröße	Auszahlungen an Eigentümer	Auszahlungen an Eigentümer zuzüglich Fremdkapitalzinsen
Tatsächliche Erfolgsgröße	Einzahlungsüberschüsse	Einzahlungsüberschüsse vor Fremdkapitalzinsen
Kalkulationszinzsatz	Optimale Alternativrendite der Unternehmenseigner	Gewogene Kapitalkosten des Unternehmens (WACC)
Risikozuschlag	Individuell ermittelter subjektiver Risikozuschlag	Kapitalmarktbezogene Ableitung durch das CAPM

Tab. 3.5: Vergleich Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren

(Quelle: Eigene Erstellung, in Anlehnung an Serfling, K./Pape, U.: Strategische Unternehmensbewertung und Discounted Cash Flow-Methode, WISU, 25. Jg. (1996), S. 62)

Obgleich beide Verfahren auf demselben Bewertungsprinzip, Kapitalisierung zukünftiger Überschüsse, aufbauen, gibt es in der konkreten Ausgestaltung erhebliche Unterschiede. Für Zwecke der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen erscheint das DCF-Verfahren wegen der Schwierigkeiten mit den gewogenen Kapitalkosten - Berechnungsprobleme und erhebliche theoretische Einwände zur Übertragbarkeit des CAPM auf unnotierte Unternehmen - ungeeignet. Eine Anwendung auf den (zumindest in Deutschland) Spezialfall der börsennotierten Aktiengesellschaft ist damit aber nicht ausgeschlossen. Es sei auf die Diskussion in der betriebswirtschaftlichen Literatur zur Überlegenheit des DCF-Verfahrens über das

Ertragswertverfahren verwiesen.³³⁵ Auch das Institut der Wirtschaftsprüfer erwägt, bei einer Überarbeitung ihrer Stellungnahme zur Unternehmensbewertung das DCF-Verfahren aufzunehmen.³³⁶ Nach Ansicht von *Schildbach* ist das DCF-Verfahren in seinen verschiedenen Ausprägungen insbesondere für die Argumentationsfunktion der Unternehmensbewertung geeignet, da der Rückgriff auf Marktdaten - so problematisch dies sein mag - es als objektiv erscheinen läßt und damit eine gute Argumentationsgrundlage darstellt.³³⁷

3.5.3 Marktwertorientierte Verfahren

In der Bewertungspraxis sind neben substanzwertorientierten und ertragswertorientierten Verfahren noch sogenannte Praktikerverfahren von Bedeutung. Diese Verfahren sind marktwertorientiert, indem sie entweder eine betriebswirtschaftliche Kennzahl mit einem Faktor multiplizieren, der einem Marktwert entspricht, oder an Marktwerten vergleichbarer Unternehmen ansetzen.

3.5.3.1 Multiplikatorverfahren

Geht man davon aus, daß der zukünftige Ertrag mit einem durch den Markt vorgegebenen Faktor multipliziert wird, besteht ein enger Zusammenhang zwischen Ertragswert- und Multiplikatorverfahren.³³⁸

$$(3.37) \quad W = \frac{E}{i + z} = E * \frac{1}{i + z} = E * m$$

mit: m = Multiplikator.

$$\text{Es gilt } m = \frac{1}{i + z}.$$

³³⁵ Vgl. z.B. Albach, H.: Shareholder Value, a.a.O., S. 273ff.; Kirsch, H.-J./Krause, C.: Kritische Überlegungen..., a.a.O., S. 793ff. mit den Diskussionsbeiträgen von Kaden, J./Wagner, W./Weber, T. et al., ZfB, 67. Jg. (1997), S. 499ff.; Born, K., ZfB, 67. Jg. (1997), S. 509f.; Albrecht, T., ZfB, 67. Jg. (1997), S. 511ff. und der Antwort von Kirsch, H.-J./Krause, C., ZfB, 67. Jg. (1997), S. 517f..

³³⁶ Vgl. Schmidt, P.-J.: Aus der Arbeit des IdW, WPg, 49. Jg. (1996), S. 825ff.

³³⁷ Vgl. Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 319.

³³⁸ Vgl. Schmid, H.: Die Bewertung von MBO-Unternehmen - Theorie und Praxis, DB, 43. Jg. (1990), S. 1879.

Der Multiplikator ist der Kehrwert des um einen Risikozuschlag erhöhten Kalkulationszinsfuß, in dem dann auch wieder die Opportunität zum Ausdruck kommen kann.³³⁹

Die Praxis verwendet das Multiplikatorverfahren jedoch in anderer Weise. Ausgangspunkt ist ein bereinigter Durchschnittsgewinn (vor Steuern) der letzten drei³⁴⁰ bis fünf³⁴¹ Jahre, wobei die letzten Jahre vor der Bewertung größeres Gewicht erhalten. Der Gewinn wird dann mit dem vom Markt vorgegebenen Faktor multipliziert. Die Höhe dieser Faktoren schwankt je nach Marktlage und Branche. Tabelle 3.6 stellt Angaben zu gebräuchlichen Multiplikatoren zusammen.

Neben dem Gewinn können auch noch andere Größen Anknüpfungspunkt für das Multiplikatorverfahren sein. Tabelle 3.7 stellt einige dieser Regeln zusammen.

Bretzke spricht von der „versteckten Intelligenz“³⁴² der „Daumenregeln“. Danach kommen in dem Multiplikator die aktuellen am Markt verlangten Kapitalkosten, der marktübliche Risikozuschlag und das aktuelle Verhältnis von Angebot und Nachfrage auf dem Markt für Unternehmen der Branche zum Ausdruck.

Trotzdem gibt es gegen die Multiplikatorverfahren erhebliche Bedenken. Sie sind zur Ableitung von Entscheidungswerten ungeeignet. Durch die Zugrundelegung der vergangenen Gewinne verstößt dieses Verfahren gegen den Grundsatz der Zukunftsbezogenheit³⁴³, durch die Übernahme entstehende positive und negative Synergieeffekte können nicht berücksichtigt werden.³⁴⁴ Des weiteren ist der Gewinn als Anknüpfungspunkt sehr stark anfällig für Manipulationen. Es ist für den Verkäufer, der einen möglichst hohen Verkaufspreis realisieren möchte, möglich, durch bilanzpolitische Maßnahmen die letzten Gewinne vor dem Verkauf zu erhöhen.³⁴⁵ Als Marktwert verstößt das Multiplikatorverfahren auch gegen den Grundsatz der Subjektivität. Subjektives Entscheidungsfeld und Zielsystem finden keine Berücksichtigung.³⁴⁶ Die Komplexität der Unternehmensbewertung wird durch die Multiplikatorverfahren zu stark reduziert.

³³⁹ Vgl. Bretzke, W.-R.: Risiken in der Unternehmensbewertung, ZfbF, 40. Jg. (1988), S. 818.

³⁴⁰ Vgl. ebenda.

³⁴¹ Vgl. o.V.: Wieviel ihre Firma wirklich wert ist, impulse, o.Jg. (1984), Heft 10, S. 292ff.

³⁴² Vgl. Bretzke, W.-R.: Risiken in der..., a.a.O., S. 818.

³⁴³ Vgl. Schmid, H.: Die Bewertung..., a.a.O., S. 1881.

³⁴⁴ Vgl. Peemöller, V. H.: Stand und Entwicklung..., a.a.O., S. 414f.

³⁴⁵ Vgl. ebenda, S. 414.

³⁴⁶ Vgl. Schmid, H.: Die Bewertung..., a.a.O., S. 1881; Gratz, K.: Bewertung von Freiberufler-Praxen bei Veräußerung und Auseinandersetzung, DB, 40. Jg. (1987), S. 2422.

Autor	Faktor
Rationalisierungskuratorium der Deutschen Wirtschaft e. V. Arbeitskreis Mittelstand: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 15.	4 - 7 bei stark wachsenden technologieintensiven Unternehmen oder Unternehmen der Pharma- oder Kosmetikbranche auch sehr viel höhere
Ballwieser, W./Schmid, H.: Charakteristika und Problembereiche von Management Buy-Outs Teil II, WISU, 19. Jg. (1990), S. 361.	4 - 7
Barthel, C.W.: Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, DB, 49. Jg. (1996), S. 159.	Apotheken 4 - 7,5 Bau 3,75 – 7,5 Chemische Industrie 9 - 14 Computerhandel 3,25 - 6 Gaststätten 3,75 - 7,5 Großhandel 6,5 - 11 Kfz-Handel 5,25 - 7 Kioske 5,25 - 7,75 Optiker 4,75 - 7,25 Pharmaindustrie 10 – 14,25 Softwareentwicklung 3,5 - 7 Zeitungen 5,5 – 7
Gösche, A.: Es gibt nicht den Wert schlechthin, Handelsblatt vom 29. April 1992, Beilage Mergers & Acquisitions, S. B10	Chemie 7 – 10 Elektronik 10 – 12 Feinmechanik 4 – 6 Kunststoffverarbeitung 6 – 8 Maschinenbau 4 – 8 Nahrungsmittel 5 – 7 Pharma 10 – 12 Werkzeugbau 6 – 8
o.V.: Wieviel ihre Firma wirklich wert ist, impulse, o. Jg. (1984), Heft 10, S. 296.	Bau 1 – 3 Gaststätten 1,5 – 3 Handel 2,5 – 4,5 Elektrotechnik 4,5 – 6,5 Pharma 7 – 12

Tab. 3.6: Gewinnmultiplikatoren zum Einsatz in der Unternehmensbewertung

Branche	angewandtes Verfahren
Pay TV (USA)	Zahl der Anschlüsse * 2.000 US-\$
Bierlieferungsrechte (Deutschland)	Hektoliterabsatz während der Restlaufzeit * 30DM/hl
Motels (USA)	14.000 bis 17.000 US-\$ pro Raum
Tankstellen (USA)	1.000 US-\$ für 10.000 Gallonen verkauftem Benzin pro Monat (im Durchschnitt)
Kindergärten (USA)	600 bis 900 US-\$ pro betreutem Kind
Krankenhäuser (Australien)	80.000 A\$ pro Bett
Bewachungsdienste (Deutschland)	Umsätze der letzten 9 Monate
Versicherungen (Deutschland)	Prämieneinnahmen des letzten Jahres
Softwareunternehmen (Deutschland)	Summe der Jahresgehälter der Mitarbeiter
Wirtschaftsprüfer- und Steuerberaterpraxen (Deutschland)	100 - 150 % des Jahresumsatzes
Arztpraxen (Deutschland)	Ein Drittel des durchschnittlichen Umsatzes der letzten drei Jahre, abzüglich eines Jahresgehaltes eines vergleichbaren angestellten Arztes
Restaurants (USA)	Wiederbeschaffungskosten der Einrichtung und der Lebensmittel zuzüglich einem Halbjahresgewinn
Franchise Geschäft mit Gebietsschutz (USA)	Kosten des Inventars zuzüglich einem Jahresgewinn

Tab. 3.7: Mengenmäßig orientierte Faustformeln zur Unternehmensbewertung

(Quellen: Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, DB, 49. Jg. (1996), S. 160 mit Verweis auf amerikanische und australische Wirtschaftsprüfer; Beck, P.: Unternehmensbewertung bei Akquisitionen..., a.a.O., S. 115; Niehues, K.: Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen - Unter besonderer Berücksichtigung kleiner und mittelständischer Unternehmen, BB, 48. Jg. (1993), S. 2249; Kuriloff, A. H./Hemphill, J. M./Cloud, D.: Starting and Managing the Small Business, 3rd Ed. New York u.a. 1993, S. 456.)

Trotz dieser Kritik darf man die Bedeutung der Multiplikatoren nicht verkennen. In Verhandlungen spielen diese Kennziffern eine große Rolle. Sie sind für die Verhandlungsführer als Orientierungsgröße wichtig. Ein hoher angewandter Multiplikator wird als Verhandlungserfolg für den Verkäufer angesehen, ein niedriger wird als Erfolg für den Käufer angesehen. Beurteilungen der Verhandlung durch die Unternehmensleitung richten sich oft nach diesen Multiplikatoren. Aus diesen Gründen haben die Multiplikatoren einen großen Einfluß auf den realisierbaren Wert eines Unternehmens, der i.d.R. aber vom individuellen Grenzpreis verschieden ist.

3.5.3.2 Comparable Company Analysis

Der vorherrschende Ansatz der Unternehmensbewertung in den USA ist die Comparable Company Analysis, bei der Marktpreise vergleichbarer Unternehmen zur Bewertung herangezogen werden.³⁴⁷ Die Idee dieses Verfahrens ist, wenn Aktiva einen bestimmten Preis erreicht haben, ein vergleichbarer Vermögensgegenstand - sei es eine Maschine, ein Gemälde oder eben ein Unternehmen - ceteris paribus den gleichen Preis erbringen wird.³⁴⁸ Die Comparable Company Analysis gibt es in drei Unterformen:

- (1) Initial Public Offerings: Es werden Preise für erstmalige Börsenemissionen als Vergleichsmaßstab herangezogen.³⁴⁹
- (2) Recent Acquisitions Method: Es werden erzielte Preise bei Mergers & Acquisitions von ähnlichen Unternehmen herangezogen.³⁵⁰ Aus öffentlich zugänglichen Informationen werden Verhältniszahlen zwischen Kaufpreis und finanzwirtschaftlichen Daten gebildet, die dann auf das zu bewertende Unternehmen angewendet werden.
- (3) Similar Public Company Method: Bei diesem Verfahren wird zum Vergleich ein börsennotiertes vergleichbares Unternehmen herangezogen. Meist wird das Kurs-Gewinn-Verhältnis der börsennotierten Unternehmen auf das zu

³⁴⁷ Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung in den USA, WPg, 45. Jg. (1992), S. 597.

³⁴⁸ Vgl. Mullen, M.: How to Value Business Enterprises by Reference to Stock Market Comparisons, Schweizer Treuhänder, 64. Jg. (1990), S. 572.

³⁴⁹ Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 598; Buchner, R./Englert, J.: Die Bewertung von Unternehmen auf der Basis des Unternehmensvergleichs, BB, 49. Jg. (1994), S. 1576.

³⁵⁰ Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 600.

bewertende Unternehmen mit Zu- und Abschlägen, die individuelle Besonderheiten ausdrücken sollen, angewendet.³⁵¹

Ein entscheidendes Problem dabei ist, daß an der Börse nur einzelne Anteile an Unternehmen gehandelt werden, die keine Kontrolle über das Unternehmen ermöglichen. Daher muß beim Erwerb von Mehrheitsrechten ein Zuschlag für den Wert der Unternehmenskontrolle berücksichtigt werden.³⁵² Des weiteren müssen Kriterien gefunden werden, an denen man die Vergleichbarkeit von Unternehmen fest machen kann. Dies können Branche, Kapitalstruktur, Größe, Rechtsform, Kundenstruktur etc. sein.³⁵³ Es ist sehr schwierig, ein wirklich vergleichbares Unternehmen zu finden. Aus theoretischer Sicht sind Unternehmen nur dann vergleichbar, wenn sie zukünftig identische Zahlungsströme generieren. Um die Vergleichbarkeit zweier Unternehmen zu überprüfen, würde es einer Prognose zukünftiger Zahlungsströme - also dem schwierigsten und am stärksten kritisierten Teil der Ertragsbewertung - bedürfen. Damit wäre aber der Vorteil der leichten Handhabbarkeit der Comparable Company Analysis verloren.³⁵⁴

Selbst wenn realisierte Preise ermittelt werden können, muß berücksichtigt werden, daß dies Einigungspreise sind, die von den zu ermittelnden Grenzpreisen regelmäßig verschieden sind. Auch diese Einigungspreise sind wegen der geringen Häufigkeit von Transaktionen auf dem Unternehmensmarkt nur begrenzt relevant, da historische Preise nicht ohne weiteres auf spätere Zeitpunkte übertragen werden können.³⁵⁵

Dieses in den USA stark verbreitete Verfahren scheint für Kontinentaleuropa nicht anwendbar. Wegen der geringen Börsenkapitalisierung ist die Zahl der vergleichbaren Unternehmen äußerst gering. Öffentlich zugängliche und verlässliche Daten über abgeschlossene Akquisitionen sind in Deutschland ebenfalls kaum zu erhalten.³⁵⁶ Dies gilt v.a. für das Segment der kleinen und mittleren Unternehmen.

³⁵¹ Vgl. Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, a.a.O., S. 156; Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 598; Valcárcel, S.: Ermittlung und Beurteilung des strategischen Zuschlags als Brücke zwischen Unternehmenswert und Marktpreis, DB, 45. Jg. (1992), S. 593.

³⁵² Vgl. Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, a.a.O., S. 156.

³⁵³ Vgl. ebenda, S. 150.

³⁵⁴ Vgl. Ballwieser, W.: Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung? - Kritik an den Thesen von Barthel -, DB, 50. Jg. (1997), S. 191.

³⁵⁵ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 165.

³⁵⁶ Vgl. Helbling, C.: DCF-Methode und Kapitalkostensatz..., a.a.O., S. 158.

Die marktwertorientierten Verfahren der Unternehmensbewertung sind nicht angemessen, um Entscheidungswerte der Unternehmung zu ermitteln. Sie können individuelle Grenzpreise durch den Rückgriff auf Marktdaten stark verfälschen und damit zu schlechten Entscheidungsgrundlagen führen. Wie erläutert, hängt der Unternehmenswert von den subjektiven Zielen und Möglichkeiten des potentiellen Käufers bzw. Verkäufers ab. Diese sind aber nicht in den Marktpreisen enthalten, was zu Über- bzw. Unterschätzungen des rational vertretbaren Grenzpreises führen kann. Allerdings scheinen die marktwertorientierten Verfahren wegen ihrer vordergründigen Glaubwürdigkeit und Objektivität besonders für die Argumentationsfunktion geeignet. Es lassen sich durch die Fokussierung auf die Branche individuelle Schwächen des Unternehmens leicht verdecken.