

2 Grundlagen der Unternehmensbewertung

2.1 Vorbemerkung

Mittlerweile existiert eine Vielzahl verschiedener Methoden, die zur Bewertung ganzer Unternehmen, wie auch von Unternehmensteilen, in Frage kommen. Trotz kontroverser Diskussionen in der Vergangenheit erkennt man heutzutage in Bewertungslehre und -praxis das Grundprinzip des Zukunftserfolgs werts an,⁶⁸ welches sich auf nationaler sowie internationaler Ebene weitestgehend durchgesetzt hat.⁶⁹ Die für die weitere Untersuchung relevanten Bewertungsmethoden, die allesamt auf diesem Prinzip basieren, werden innerhalb des ersten Abschnitts von Kapitel 2 systematisiert und ausführlich dargestellt. Der allgemein vertretenen Auffassung, dass sich Unternehmenswerte durch Diskontierung aller Zukunftserfolge aus dem betriebsnotwendigen Vermögen des Bewertungsobjektes ergeben,⁷⁰ wird somit prinzipiell gefolgt.

Die investitionstheoretisch fundierte Interpretation des Unternehmenswertes⁷¹ führt den Bewertenden indes zum Hauptproblem der modernen Unternehmensbewertung: der Projektion der Zukunftserfolge und der damit verbundenen Unsicherheit der Bewertungsgrundlagen.⁷² Der zweite Abschnitt des vorliegenden Kapitels geht von daher zunächst auf die Frage ein, wie eine sinnvolle Strukturierung des dazu notwendigen Planungs- und Prognoseprozesses erzielt werden kann. Generell lässt sich die zukunfts immanente Unsicherheit nur verringern, indem der Bewertende sein Wissen zum Unternehmen und dessen Branche bzw. dessen Markt erweitert. Die Informationsbeschaffung und -aufbereitung werden folglich als elementare Bestandteile des Bewertungsprozesses skizziert. Die Ergebnisse entsprechender Beschaffungs- und Aufbereitungsmaßnahmen fließen dann in eine integrierte Planungsrechnung ein, die gemeinhin als zentrale Grundlage einer jeden Unternehmensbewertung gilt.

Ein weiterer Untersuchungsgegenstand innerhalb von Kapitel 2 ergibt sich infolge der weit verbreiteten Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjektes, von der man nur in Ausnahmefällen und aufgrund besonderer Umstände abweicht.⁷³ Diese, auf dem *Going Concern*-Prinzip basierende Prämisse, wird jedoch von einzelnen Autoren äußerst kritisch gesehen, wie Abschnitt 2.3.2.2 erläutert.

⁶⁸Vgl. PEEMÖLLER (2009a), S.31; MANDL/RABEL (2009), S.9; COENENBERG (1992), S.93.

⁶⁹Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.1; PROKOP (2003), S.24; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S.8.

⁷⁰Vgl. u. a. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.4, 5 und 7 sowie COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.603.

⁷¹Vgl. COENENBERG (1992), S.93; KUSSMAUL (1996), S.262ff.; PROKOP (2003), S.24.

⁷²Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A220ff. bzw. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.68 sowie grundlegend zum Prognoseproblem in der Unternehmensbewertung BRETZKE (1975b).

⁷³Vgl. BACHL (2010), S.40f..

Um der Problematik einer zeitlich unbegrenzten Prognose bewertungsrelevanter Zukunftserfolge gerecht zu werden und die unterstellte „Ewigkeit“ im Bewertungskalkül abzubilden, greift man in der Regel auf die sog. Phasenmethode zurück, die mittlerweile als ein Kerngebiet der Unternehmensbewertung gilt und gleichermaßen in der anglo-amerikanischen Literatur befürwortet wird.⁷⁴ Die Phasendifferenzierung sowie die Ansätze zur Bestimmung des Planungshorizontes werden abschließend innerhalb von Abschnitt 2.3.3 umfassend beschrieben und kritisch beurteilt.

2.2 Bewertungsmethoden

2.2.1 Überblick

Innerhalb der Unternehmensbewertung haben sich im Laufe der Zeit verschiedene Bewertungsmethoden herausgebildet, wofür es mehrere Ursachen gibt. Einerseits sind aufgrund des allgemeinen Erkenntnisfortschritts in der Betriebswirtschaftslehre neue Verfahren entstanden bzw. bereits bestehende weiterentwickelt worden, was grundsätzlich auch weiterhin geschieht.⁷⁵ In diesem Zusammenhang spielen der intensive Dialog zwischen Wissenschaftlern und Praktikern, wie auch die aus der Praxis ständig neu erwachsenden Anforderungen an die Bewertung eine zentrale Rolle. Andererseits wurde mit der im deutschsprachigen Raum verbreiteten Funktionenlehre der Unternehmensbewertung deutlich, dass die Zweckgebundenheit des Unternehmenswerts zugleich die Wahl einer (zweck-)adäquaten Bewertungsmethode bedingt. Einzelne Methoden haben demnach mit dem Vordringen neuer Bewertungszwecke ihre Begründung bzw. Verbreitung gefunden.⁷⁶ Ferner wird auch die (Weiter-)Entwicklung in der Informationstechnologie als eine Ursache für die Methodenvielfalt angeführt. So haben die Rechenleistung moderner Computer in Verbindung mit entsprechenden Softwarepaketen, wie auch die rasant gestiegene Anzahl an umfangreichen Datenbanken methodisch neue Möglichkeiten eröffnet.

Die herkömmlichen Bewertungsmethoden lassen sich grundsätzlich in drei Kategorien unterteilen, wie Abbildung 1 auf Seite 13 zeigt. Als gegenwärtig dominierende Verfahrensklasse gilt die Kategorie der **Gesamtbewertungsverfahren**.⁷⁷

Im Gegensatz zu den substanzorientierten **Einzelbewertungsverfahren**, bei denen sich der Unternehmenswert als Saldo aus den isoliert bewerteten Vermögensgegenständen (der „Substanz“) und den isoliert bewerteten Schulden ermittelt, wird hier auf das Unterneh-

⁷⁴Vgl. EGGER (2010), S.170; SCHULTZE (2003), S.241.

⁷⁵Vgl. dazu und zum folgenden u. a. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.1; MANDL/RABEL (2009), S.52f..

⁷⁶Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.600f..

⁷⁷Die Begriffe „Bewertungsmethode“ und „Bewertungsverfahren“ werden im folgenden synonym verwendet. Mit der Semantik setzen sich in diesem Zusammenhang u. a. DIRRIGL (1988), S.14f. sowie KIRSCH (1990), S.11f. auseinander.

⁷⁸In Anlehnung an MANDL/RABEL (1997a), S.30 bzw. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.601.

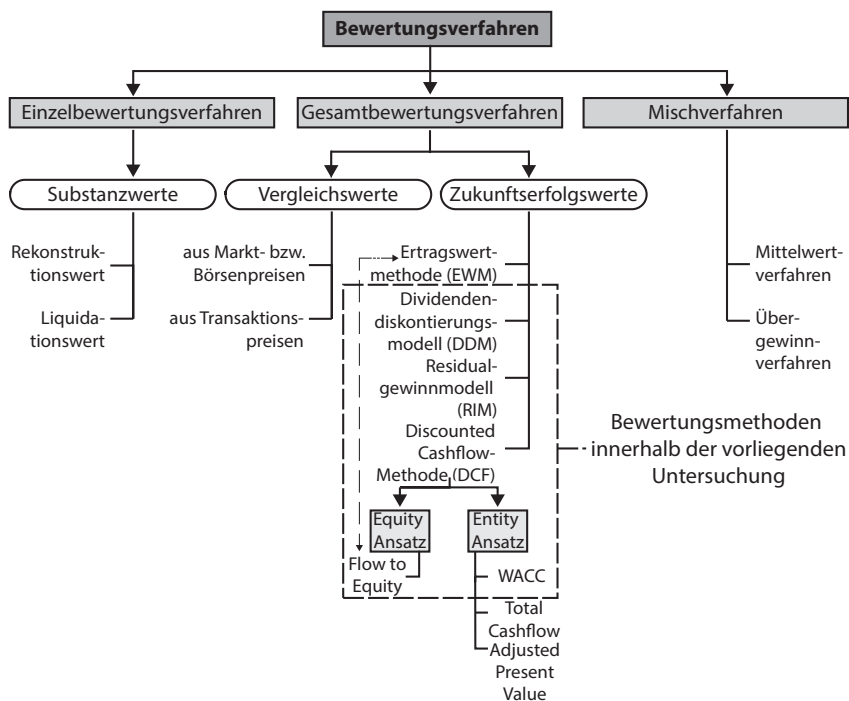


Abbildung 1: Übersicht über die Bewertungsverfahren⁷⁸

men als Bewertungseinheit bzw. Gesamtkomplex abgestellt.⁷⁹ Dem Gesamtbewertungsprinzip folgend, bestimmt allein die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens (als Ganzes) den beizumessenden Wert, der sich wiederum im Rahmen der betrieblichen Leistungserstellung aus dem kombinierten Einsatz von materiellen und immateriellen Werten (Ressourcen) ergibt.⁸⁰

⁷⁹Vgl. grundlegend zum Gesamtwert der Unternehmung BUSSE VON COLBE (1981), Sp.595ff.. Die Behandlung des Unternehmens als Bewertungseinheit stellt zudem einen maßgeblichen Grundsatz zur Ermittlung von Unternehmenswerten dar. Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A46ff.; HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.18, 19. Zur Abgrenzung von Einzel- und Gesamtbewertung vgl. u. a. LEUTHIER (1988), S.22ff..

⁸⁰Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.18, 19 sowie BALLWIESER/LEUTHIER (1986), S.548.

Die Kategorie der **Mischverfahren** beinhaltet mit dem Mittelwert- und dem Übergewinnverfahren zwei Methoden, bei denen durch Bildung eines „Mischwertes“ sowohl Komponenten aus den Gesamtbewertungs-, als auch aus den Einzelbewertungsverfahren in die Wertermittlung einfließen.⁸¹ Aufgrund der methodischen Defizite,⁸² die dem Konzept des Substanzwertes und damit ebenso den darauf aufbauenden Einzelbewertungs- bzw. Mischverfahren anhaften, werden beide Kategorien aus theoretischer Perspektive heutzutage mehrheitlich abgelehnt.⁸³ In besonderen Bewertungssituationen, wie z. B. im Rahmen von Insolvenzfällen oder bei der Bewertung ertragsschwacher Unternehmen, ist allenfalls dem Konzept des Liquidationswertes noch eine praktische Bedeutung beizumessen.⁸⁴

Vergleichswerte, die wie das Konzept des Zukunftserfolgswertes auf dem Gesamtbewertungsprinzip basieren und folglich der selben Kategorie zugeordnet sind,⁸⁵ werden grundsätzlich anhand von Multiplikatoren ermittelt, die man aus bekannten bzw. beobachtbaren Marktwerten oder aus tatsächlich erzielten Transaktionspreisen vergleichbarer Unternehmen ableitet.⁸⁶ Der Ansatz fußt auf dem ökonomischen (Grund-)Prinzip, dass Güter, in diesem Fall Unternehmen, gleicher Art auch für einen (annähernd) gleichen Preis gehandelt werden müssen.⁸⁷ Ursprünglich aus der anglo-amerikanischen Bewertungspraxis stammend, stellen die marktpreisorientierten Bewertungsmethoden eine mittlerweile auch hierzulande häufig verwendete Verfahrensart dar, was u. a. auf deren einfache Handhabbarkeit und zügige Implementierbarkeit zurückzuführen ist. Die Vernachlässigung einer individuellen Einschätzung der Unternehmenssituation und -entwicklung vorzunehmen, aus der die beiden genannten Vorteile resultieren, steht beispielhaft für die insgesamt enorme Komplexitätsreduktion im Zuge der multiplikatorbasierten Wertermittlung.⁸⁸ Vergleichswerte dienen von daher eher Plausibilisierungszwecken, denn als Substitut einer zukunfts-erfolgsorientierten Unternehmensbewertung,⁸⁹ bei der sie allenfalls in Form sog. *Exit Multiples* als pragmatische Alternative zu einer „regulären“ Restwertberechnung Verwendung finden.⁹⁰

⁸¹Vgl. MANDL/RABEL (2009), S.86f.

⁸²Als entscheidender Nachteil wird die isolierte Betrachtung der Vermögensgegenstände gesehen, wodurch das (wertschöpfende) Wesen unternehmerischen Handelns vollkommen unberücksichtigt bleibt. Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.5.

⁸³Vgl. exemplarisch BALLWIESER (2011), S.10; MANDL/RABEL (2009), S.84; HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.6, 171.

⁸⁴Vgl. SIEBEN/MALTRY (2009), S.564.

⁸⁵Vgl. SCHULTZE (2003), S.72.

⁸⁶Vgl. allgemein dazu und zum folgenden ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.189ff.; LÖHNERT/BÖCKMANN (2009), S.569ff..

⁸⁷Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.601. Generell zum *law of one price* vgl. exemplarisch BREALEY/MYERS/ALLEN (2011), S.82f.. Entgegen dem üblichen Verständnis innerhalb der Bewertungstheorie werden hierbei „Wert“ und „Preis“ des Unternehmens gleichgesetzt. Vgl. kritisch hierzu BALLWIESER (1991), S.59f..

⁸⁸Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S.248f..

⁸⁹Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.143, 144 sowie ausführlich dazu BALLWIESER (1991), 49ff..

⁹⁰Vgl. LÖHNERT/BÖCKMANN (2009), S.574; BALLWIESER (1991), S.61.

Zukunftserfolgswerte beruhen neben dem bereits zuvor erläuterten Gesamtbewertungsprinzip auf den generellen Prinzipien der *Subjektivität* und der *Zukunftsbezogenheit*.⁹¹ Alle drei Prinzipien gelten gemeinhin als wesentliche Grundsätze einer ordnungsmäßigen Unternehmensbewertung.⁹²

Nach dem *Subjektivitätsprinzip* sind Zukunftserfolgswerte stets im Sinne einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung zu verstehen.⁹³ Sie stellen demnach Grenzpreise dar, deren Über- bzw. Unterschreitung die Unternehmenstransaktion aus Sicht einer bestimmten (Entscheidungs-)Partei, also Käufer oder Verkäufer, ökonomisch nicht lohnenswert macht. Die geforderte *Zukunftsbezogenheit* führt hingegen zur investitions-theoretischen Auffassung des Unternehmenswertes, wonach dieser schlicht einem Kapitalwert vor Berücksichtigung der Investitionsauszahlung, d. h. dem Unternehmenspreis, entspricht.⁹⁴ Verzichtet man aus Vereinfachungsgründen zunächst auf eine Phasendifferenzierung, so stellt sich, unter der Annahme einer ewigen Lebensdauer, der grundlegende Bewertungskalkül *aller* zukunftserfolgsbasierten Methoden wie folgt dar:

$$\text{Unternehmenswert}_{t=0} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Zukunftserfolg}_t}{(1+r)^t} \quad (2.1)$$

Der Bewertende muss somit:

- die Art und Höhe der Zukunftserfolge sowie
- den bzw. die dazugehörigen Diskontierungsfaktor(en) (r) bestimmen.

Mit Festlegung der Diskontierungsfaktoren wird, ökonomisch betrachtet, ein Vergleich zwischen den Entscheidungsalternativen „Bewertungsobjekt“ und „Vergleichsobjekt“ durchgeführt.⁹⁵ Denn um den Wert eines Unternehmens bestimmen zu können ist, wie bereits im Zuge der Vergleichsverfahren herausgestellt wurde, stets ein Vergleichsobjekt notwendig, welches als Referenz- bzw. Bewertungsmaßstab dient.⁹⁶ Allein aus der Schätzung künftiger Zukunftserfolge lässt sich dem Bewertungsobjekt (noch) kein Wert beimesen.

⁹¹Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.765. Die Autoren charakterisieren diese Prinzipien trefflich als „Dreieinigkeit“ in der Unternehmensbewertung.

⁹²Vgl. ebenda, S.738 unter Verweis auf POOTEN (1999), S.111f..

⁹³Vgl. dazu und zum folgenden COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.603 sowie BALLWIESER/LEUTHIER (1986), S.548f.. Grundlegend zur entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung sowie zum Entscheidungswert vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.128ff..

⁹⁴Vgl. COENENBERG (1992), S.93. Vereinzelt wird die Einordnung der Discounted-Cashflow-Methoden als investitions-theoretisches Modell abgelehnt. Vgl. insbesondere MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.119, 297, 658ff..

⁹⁵Vgl. DIRRIGL (1988), S.19 sowie grundlegend dazu MOXTER (1983), S.123ff..

⁹⁶Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.601, 617.

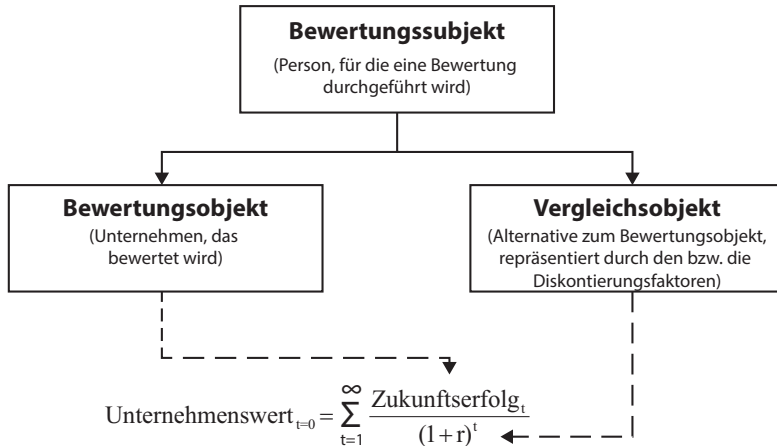


Abbildung 2: Grundlegende Konzeption der Zukunftserfolgswertermittlung⁹⁷

Wie Abbildung 2 verdeutlicht, werden die erwarteten Zukunftserfolge aus dem Erwerb bzw. Beibehalt des Unternehmens, die den Zähler des Bewertungskalküls bilden, den alternativen Überschüssen des Vergleichsobjekts, die in Form der Diskontierungsfaktoren in den Nenner einfließen, gegenübergestellt.

Die Diskontierungsfaktoren, die vereinfachend als Rendite der bestmöglichen (unterlassenen) Investitionsalternative interpretiert werden,⁹⁸ übernehmen die Funktion des Alternativenvergleichs und bilden somit den Referenzmaßstab zur Bestimmung der Vorteilhaftigkeit der Investitionsentscheidung.⁹⁹ Zudem werden die Zukunftserfolge durch die Diskontierung auf die Gegenwart bezogen und addierbar gemacht.¹⁰⁰

⁹⁷In Anlehnung an DÖRSCHHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.9.

⁹⁸Vgl. grundlegend dazu MOXTER (1983), S.123ff. sowie SCHULTZE (2003), S.63ff., 247. Eine umfassende Prüfung dieser Annahme erscheint indes unrealistisch. Vgl. BALLWIESER (2002), S.737.

⁹⁹Grundsätzlich stehen dem Bewertungssubjekt diverse Verwendungsmöglichkeiten wie z. B. der Konsum, die Tilgung von Krediten, etc. oder auch eine Kombination aus diesen Alternativen offen. Bei Verzicht auf die im Text erwähnte vereinfachende Prämisse, wäre folglich ein „Basisprogramm“ aus den im Entscheidungsfeld des Investors liegenden Konsum-, Finanzierungs- und Investitionsalternativen zu bestimmen, welches an Stelle des Unternehmenserwerbs bzw. -beibehalts durchgeführt wird. Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A306; GORNY (2002), S.30f. sowie grundlegend hierzu MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.235ff.. Auf die Probleme der Bestimmung einer solchen „Programmplanung“ im Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung geht u. a. LEUTHIER (1988), S.62ff., 123ff. ein.

¹⁰⁰Vgl. SCHULTZE (2003), S.64.

Der ermittelte Zukunftserfolgswert ist dann der Wert, um den der Unternehmenserwerb bzw. -beibehalt gerade vorteilhafter ist, als die im Vergleichsobjekt zugrunde liegende Handlungsalternative.¹⁰¹

Vor dem Hintergrund des (impliziten) Alternativenvergleichs müssen sich Zähler und Nenner des aufzustellenden Bewertungskalküls hinsichtlich bestimmter Kriterien entsprechen, wie z. B. der Unsicherheit der Zukunftserfolge und der zeitlichen Zahlungsstruktur, etc..¹⁰² Die sog. Äquivalenzprinzipien regeln die Anforderungen, die es bei der Wahl der Alternativanlage, d. h. der Bestimmung der Diskontierungsfaktoren, zu berücksichtigen gilt.¹⁰³

Die unterschiedlichen Varianten der zukunftsorientierten Bewertungsmethoden ergeben sich dann in Abhängigkeit der zugrundeliegenden Zukunftserfolge sowie der dazugehörigen Diskontierungsfaktoren.

2.2.2 Das Dividenden Diskontierungs-Modell (DDM)

Mit dem ursprünglich von *Williams* entwickelten Dividenden Diskontierungs-Modell wurden erstmals die auf *Fisher*, *Böhm-Bawerk* und *Marshall* zurückgehenden Beiträge zum Konzept des Kapitalwerts auf die Bewertung von Unternehmensanteilen angewendet.¹⁰⁴ *Williams* definiert im Rahmen seines Modells den Wert eines Unternehmensanteils - und mithin bei Berücksichtigung aller Unternehmensanteile, den Gesamtwert eines Unternehmens - als Barwert sämtlicher, zukünftig zu erwartender Dividendenzahlungen an den Investor, die mit einem von ihm geforderten Kalkulationszins zu diskontieren sind.¹⁰⁵ Die Grundlage der Bewertung bilden also die erwarteten Zahlungsströme, die sich aus dem Eigentum am Unternehmen ergeben.

Geht man aus pragmatischen Gründen von einer zeitlich begrenzten Haltedauer aus, so erzielt ein Investor ausschließlich zwei Arten von Zahlungsströmen: die Dividenden während der Haltedauer sowie den zu erwartenden Veräußerungspreis im Rahmen des Verkaufs seiner Unternehmensanteile am Ende der Haltedauer.¹⁰⁶ Der Veräußerungspreis ist wiederum selbst von den zukünftig erwarteten Dividenden abhängig, so dass sich der Unternehmenswert, unter der (Regel-)Annahme eines zeitinvarianten Kalkulationszinssatzes,¹⁰⁷ wie folgt darstellen lässt:¹⁰⁸

¹⁰¹Vgl. SCHULTZE (2003), S.247.

¹⁰²Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A307; BALLWIESER (2011), S.84 sowie grundlegend dazu MOXTER (1983), S.155ff.

¹⁰³Als Äquivalenzprinzipien werden beispielsweise von *Ballwieser* die Risiko-, Laufzeit-, Verfügbarkeits-, Geldwert-, Währungs- und Kapitaleinsatzäquivalenz genannt. Vgl. BALLWIESER (2011), S.84ff.; ferner auch SCHULTZE (2003), S.248ff..

¹⁰⁴Einen historischen Überblick zur Entwicklung der barwertbezogenen Konzepte zur Investitionsbeurteilung liefert PARKER (1968), S.58ff. sowie DAMODARAN (2005), S.4ff..

¹⁰⁵Vgl. WILLIAMS (1938), S.55ff..

¹⁰⁶Vgl. DAMODARAN (2005), S.9.

¹⁰⁷Vgl. MILLER/MODIGLIANI (1961), S.412.

¹⁰⁸Von einer Erwartungswertnotation wird in der gesamten Arbeit abstrahiert, weil man davon ausgehen

$$\text{Unternehmenswert}_{t=0} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Dividende}_t}{(1 + r_{EK}^v)^t} \quad (2.2)$$

Mit der Anwendung des Dividenden Diskontierungs-Modells werden im Allgemeinen zwei Ziele verfolgt.¹⁰⁹ Im Rahmen der Aktienanalyse, bei der die (extern) verfügbaren Unternehmensinformationen häufig nicht für eine profunde Bewertung mittels komplexerer Bewertungsmethoden ausreichen,¹¹⁰ versucht man den sog. inneren bzw. fundamentalen Wert eines Unternehmensanteils, basierend auf einer Dividendenprojektion samt eines geschätzten Kalkulationszinses, zu ermitteln. Auf der anderen Seite kann man den beobachtbaren Markt- bzw. Börsenpreis eines Unternehmensanteils ergänzt um eine Dividendenprojektion dazu verwenden, den (impliziten) Kalkulationszins abzuleiten, der dann als erwartete Rendite des Marktes interpretiert wird. Für beide Zwecke ist offensichtlich eine Projektion künftiger Dividenden notwendig. An Stelle der Projektion einzelner Dividenden, versucht man in der Regel eine generische Dividendenwachstumsrate aus den vergangenen Ausschüttungsdaten abzuleiten.¹¹¹

Als problematisch erweist sich beim Dividenden Diskontierungs-Modell zum einen, dass man das operative Geschäft des Unternehmens, welches die Dividenden bzw. ein Dividendenwachstum überhaupt erst generiert, vollkommen unberücksichtigt lässt. Mit der Dividende wird nur die Wertverteilung, nicht jedoch die Wertentstehung betrachtet, lautet demnach eine häufig vorgetragene Kritik gegen das Dividenden Diskontierungs-Modell.¹¹² Ferner konnten Modigliani und Miller zeigen, dass die Dividendenpolitik eines Unternehmens zumindest theoretisch keinerlei Auswirkungen auf dessen Wert haben sollte.¹¹³ Obgleich sich dieses Ergebnis nur unter äußerst restriktiven Prämissen einstellt, spaltet das sog. Dividendenirrelevanztheorem die betriebswirtschaftliche Forschung bis zum heutigen Tage¹¹⁴ und schränkt die Akzeptanz des Modells von Seiten der Bewertungstheorie zusätzlich ein.¹¹⁵

Trotz der oben skizzierten Probleme und der hohen Komplexitätsreduktion bei Anwendung des Dividenden Diskontierungs-Modells, bildet es das theoretische Fundament aller zukunftsorientierten Verfahren und damit auch der im Folgenden dargestellten Bewertungsmethoden.¹¹⁶

kann, dass eine in der Zukunft liegende und mithin zu schätzende Größe vorzugsweise in Form ihres Erwartungswerts im Kalkül abgebildet wird.

¹⁰⁹Vgl. dazu und zum folgenden RAPPAPORT (1986a), S.52.

¹¹⁰Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.604; SCHULTZE (2003), S.75.

¹¹¹Vgl. SCHULTZE (2003), S.75f.; DAMODARAN (2005), S.14 sowie ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.166.

¹¹²Vgl. PENMAN (1998), S.306.

¹¹³Vgl. MILLER/MODIGLIANI (1961), S.411ff.

¹¹⁴Vgl. BREALEY/MYERS/ALLEN (2011), S.425ff..

¹¹⁵Penman hat in diesem Zusammenhang den Begriff des *dividend conundrums* geprägt. Vgl. exemplarisch PENMAN (2010), S.94f., 117f..

¹¹⁶Vgl. PENMAN (1998), S.304; PALEPU/HEALY (2008), S.7-12f.; COENENBERG/SCHULTZE (2002b),

2.2.3 Die Discounted Cashflow-Methoden (DCF)

Im Gegensatz zum Dividenden Diskontierungs-Modell bezieht man im Rahmen der Discounted Cashflow-Methoden die Wertentstehung grundsätzlich mit ein. Der Wert eines Unternehmens wird hier eng mit dem betrieblichen Leistungsprozess, d. h. dem wertgenerierenden, operativen Geschäft, verknüpft bzw. durch diesen bestimmt.¹¹⁷ Die einheitliche theoretische Basis aller DCF-Methoden, deren grenzüberschreitende Popularität vor allem auf die Bewertungspraktiken anglo-amerikanischer Beratungsgesellschaften und die internationale Verbreitung des u. a. von Rappaport propagierten Konzeptes der wertorientierten Unternehmensführung zurückzuführen ist,¹¹⁸ liegt in der Synthese des kapitalmarkttheoretischen Ansatzes von *Modigliani* und *Miller* mit den Erkenntnissen des Capital Asset Pricing Models (CAPM).¹¹⁹

Generell ermittelt sich der Unternehmenswert, der stets als Synonym für den Marktwert des Eigenkapitals bzw. *Shareholder Value* aufzufassen ist, im Rahmen dieser heutzutage vorherrschenden Bewertungsmethoden¹²⁰ durch Diskontierung künftiger Cashflows.¹²¹ Die Cashflows stellen dabei (Ein-)Zahlungsüberschüsse dar, die im Betrachtungszeitraum durch den betrieblichen Leistungserstellungs- und verwertungsprozess erwirtschaftet wurden und die nach Durchführung aller betriebswirtschaftlich notwendigen bzw. sinnvollen (i. S. v. wertsteigernden) Investitionen potentiell für Tilgungen, Zinsdienste und Ausschüttungen an die Kapitalgeber verfügbar sind.¹²² Verfahrensvereinfachend wird im Allgemeinen keine explizite Annahme in Bezug auf das Ausschüttungsverhalten des Unternehmens getroffen, die (Voll-)Ausschüttungsfähigkeit der Cashflows allerdings implizit unterstellt.¹²³

S.603f.; BARKER (2009), S.33.

¹¹⁷Vgl. PENMAN (2010), S.118f.; SCHULTZE (2003), S.360.

¹¹⁸Vgl. BALLWIESER (1995), S.119ff.; COENENBERG/SALFELD (2007), S.3.

¹¹⁹Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.660, 686; HERING (2006), S.206; BAETGE et al. (2009), S.370; LOBE/ESSLER (2008), S.55ff. Vgl. kritisch dazu DINSTUHL (2003), S.31, der das CAPM nicht als konstitutives Merkmal der Discounted Cashflow-Methoden einstuft.

¹²⁰Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.9; WOLLNY (2010), S.89.

¹²¹Vgl. statt vieler BAETGE et al. (2009), S.344.

¹²²Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.604; SCHULTZE (2003), S.89, 98, 370f.; GORNY (2002), S.39.

¹²³Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (1998), S.295; SCHULTZE (2003), S.361, 415; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.104ff.; WOLLNY (2010), S.22, 87ff.. Die theoretische Grundlage für die Vollausschüttungsfiktion ergibt sich insbesondere aus dem Irrelevanztheorem von Modigliani und Miller. Vgl. MILLER/MODIGLIANI (1961), S.411ff.. Ursprünglich wird demnach von rechtlichen Ausschüttungsrestriktionen im Rahmen der Discounted Cashflow-Methoden abstrahiert. Abweichend hierzu sieht jedoch das IDW in der Bedingungsstruktur des S1 auch bei den Discounted Cashflow-Methoden die Beachtung (gesellschafts-)rechtlicher Ausschüttungsregeln vor, wenngleich das darin enthaltene Berechnungsschema zur Cashflow-Ermittlung die Ausschüttungsfähigkeit nicht berücksichtigt. Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.127; ferner WOLLNY (2010), S.85, 88f.. Neben den zuvor geschilderten rechtlichen Ausschüttungsrestriktionen, sind auch steuerlich bzw. ökonomisch motivierte Ausschüttungspolitiken denkbar. Vgl. SCHULTZE (2003), S.96.

Die vier verschiedenen Ansätze innerhalb der Discounted Cashflow-Methoden lassen sich insbesondere nach der Art der zugrundeliegenden Cashflows sowie des dazugehörigen Kalkulationszinssatzes voneinander abgrenzen.¹²⁴ Eine erste Differenzierung kann jedoch auch anhand der rechentechnischen Vorgehensweise bei der Wertermittlung erfolgen.¹²⁵ Man unterscheidet, wie in Abbildung 3 ersichtlich wird, die Brutto- von der sog. Nettomethode, die auch als Entity- bzw. Equity-Ansatz bezeichnet werden. Im Rahmen der auf dem Brutto-Ansatz basierenden Methoden, ist eine zweistufige Ermittlung des Unternehmenswertes vorgesehen, wobei in einem ersten Schritt der Gesamtwert des Unternehmens berechnet wird. Die anschließende Subtraktion des Fremdkapitals zu Marktwerten bildet den zweiten Schritt, womit man (indirekt) zum gesuchten Marktwert des Eigenkapitals gelangt. Innerhalb des Netto-Ansatzes ist im Gegensatz dazu eine direkte Ermittlung des Unternehmenswertes vorgesehen.

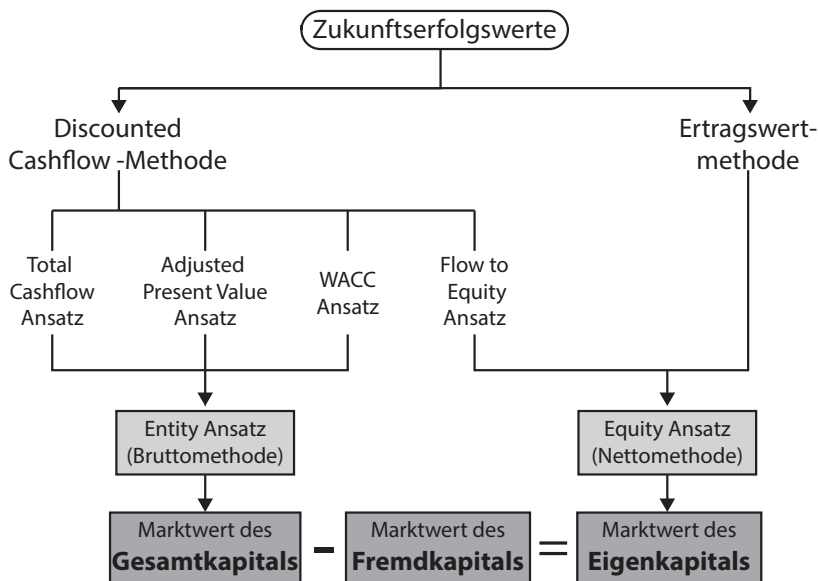


Abbildung 3: Entity- und Equity-Ansatz bei der Ermittlung von Zukunftserfolgswerten¹²⁶

¹²⁴Vgl. statt vieler SCHULTZE (2003), S.101, 359f..

¹²⁵Vgl. dazu und zum folgenden BAETGE et al. (2009), S.344.

¹²⁶In Anlehnung an STEINER/WALLMEIER (1999), S.3.

Neben der rechentechnischen Vorgehensweise beruhen die Unterschiede zwischen den Ansätzen auch darauf, wie Art und Umfang der Fremdfinanzierung samt der daraus resultierenden Steuerwirkungen (*tax shields*) sowie das intertemporale Finanzierungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens in den Kalkül integriert werden.¹²⁷ Die Frage der Eignung eines bestimmten Ansatzes im Rahmen einer konkreten Bewertungssituation, hängt somit entscheidend von der geplanten Finanzierungspolitik des Bewertungsobjekts ab.¹²⁸ Des Weiteren ist dabei abzuwägen, wie groß die Schnittmenge zwischen den (theoretisch) benötigten Inputdaten und den (praktisch) verfügbaren, bewertungsrelevanten Informationen ist. Unter Umständen tritt sonst z. B. ein Zirkularitätsproblem auf,¹²⁹ d. h. zur Wertermittlung werden Informationen vorausgesetzt, die erst mit dem Bewertungsergebnis zur Verfügung stehen.¹³⁰

Werden die einem Ansatz zugrundeliegenden Prämissen vollumfänglich berücksichtigt und konsistente Planungsannahmen getroffen, so führt die Wertermittlung zu übereinstimmenden Ergebnissen zwischen den verschiedenen Ansätzen.¹³¹ Alle Ansätze der Discounted Cashflow-Methoden sind durch analytische Umformungen ineinander überführbar und insofern *theoretisch* äquivalent.¹³² Um identische Unternehmenswerte zu erzielen, kommt es jedoch u. a. auf die verschuldungsgradabhängige Anpassung des Kalkulationszinssatzes an, die unter Beachtung der unterstellten Finanzierungspolitik des Unternehmens vorzunehmen ist.¹³³ Die Finanzierungspolitik prägt wiederum, wie bereits zuvor angedeutet wurde, nicht nur die Wahl eines geeigneten Ansatzes, sondern, wie *Kruschwitz* und *Löffler* zeigen, auch den Wert eines Unternehmens.¹³⁴ Unter realistischen Bedingungen kann deshalb nicht grundsätzlich von einer Identität der Bewertungsergebnisse ausgegangen werden,¹³⁵ wobei auch der Informations- bzw. Kenntnisstand des Bewertenden von Bedeutung ist.¹³⁶ So muss nicht nur geklärt werden, welche Finanzierungspolitik das Unternehmen wählt, sondern vor allem welche Kapitalkosten der Bewerter kennt bzw. sachgerecht ermitteln

¹²⁷Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.285; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.134.

¹²⁸Vgl. dazu und zum folgenden KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.21; PROKOP (2003), S.130f.; DINSTUHL (2003), S.15. Grundlegend zur Eignung bzw. „Vorteilhaftigkeit“ der einzelnen Ansätze vgl. HACHMEISTER (1995), S.127ff..

¹²⁹Vgl. Abbildung 5 auf Seite 37.

¹³⁰Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.125; BAETGE et al. (2009), S.388.

¹³¹Vgl. BALLWIESER (1998), S.82; BAETGE et al. (2009), S.343; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.125; COENENBERG/SCHULTZE (1998), S.295; SCHULTZE (2003), S.391; KUHNER/MALTRY (2006), S.263; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.10; LANGENKÄMPER (2000), S.68ff..

¹³²Vgl. BALLWIESER (2011), S.194. Kritisch dazu vgl. HERING (2006), S.163ff.; MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.689ff..

¹³³Vgl. grundlegend hierzu WALLMEIER (1999) sowie BALLWIESER (2011), S.195 und MANDL/RABEL (1997a), S.369.

¹³⁴Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2003b), S.731f.; KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.51, 88ff.. Ballwieser sowie Drukarczyk und Schüler teilen diese Meinung vgl. BALLWIESER (2011), S.198, DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.134. Eine aktuelle Untersuchung zu diesem Thema liefern *Kruschwitz* und *Lorenz*. Vgl. KRUSCHWITZ/LORENZ (2011), S.94ff..

¹³⁵Vgl. HERING (2006), S.206; BALLWIESER (1995), S.129; HACHMEISTER (1996a), S.261, 267 sowie allgemein dazu BALLWIESER (2011), S.9, 194f..

¹³⁶Vgl. dazu und zum folgenden KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2003a), S.252.

kann. Beide Aspekte führen in der Regel dazu, dass die verschiedenen Ansätze der Discounted Cashflow-Methoden im Rahmen der praktischen Unternehmensbewertung nicht ohne weiteres austauschbar sind.

Die Problematik der theoretischen Äquivalenz zwischen den Ansätzen innerhalb der Discounted Cashflow-Methoden bindet in einem erweiterten Kontext auch die im deutschsprachigen Raum seit langem bewährte Ertragswertmethode mit ein.¹³⁷ Trotz verfahrensimplanter Unterschiede, die sich vor allem in der Ermittlung der Risikoprämie beim Kalkulationszinssatz niederschlagen,¹³⁸ erkennt man mittlerweile innerhalb der Bewertungstheorie die grundsätzliche Überführbarkeit der Bewertungsergebnisse zwischen den Discounted Cash Flow-Methoden im Allgemeinen bzw. dem Flow-to-Equity-Ansatz im Speziellen und der Ertragswertmethode weitestgehend an.¹³⁹ Die Flow-to-Equity-Methode entspricht bei „aufgeklärter Anwendung“ der Ertragswertmethode, konstatieren beispielsweise *Drukarczyk* und *Schüler* in diesem Zusammenhang.¹⁴⁰ Auch das für die Bewertungspraxis maßgebliche Regelwerk des IDW sieht in seiner aktuellen Fassung die buchstäbliche Gleichwertigkeit der Methoden vor.¹⁴¹

¹³⁷Vgl. DINSTUHL (2003), S.14ff.; BALLWIESER (1999), S.23. Die folgenden Beiträge befassen sich grundlegend mit dem Vergleich bzw. der Gegenüberstellung von Discounted Cashflow-Methoden einerseits und Ertragswertmethode andererseits: SIEBEN (1995), S.713ff., BALLWIESER (2009), S.481ff., SCHULTZE (2003), S.481ff.. Zu den Ursachen für das Bestreben zur Harmonisierung beider Methoden vgl. KADEN et al. (1997), S.500f..

¹³⁸Vgl. HACHMEISTER (1995), S.266; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.203. Das wesentliche Abgrenzungskriterium zur Ertragswertmethode bildet die marktbezogene Ableitung des Risikozuschlags bei den Eigenkapitalkosten anhand von Modellen der (neoklassischen) Finanzierungstheorie, vorrangig des Capital Asset Pricing Modells (CAPM). Die Ertragswertmethode hingegen bedingt in ihrer ursprünglichen Auslegung eine individuelle, d. h. an der spezifischen Risikoneigung des Bewertungssubjekts orientierte, Risikoerfassung mittels subjektiver Sicherheitsäquivalente bzw. subjektiver Risikozuschläge. Vgl. MANDL/RABEL (2009), S.74f. sowie SIEBEN (1995), S.726ff., ferner ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.9 und WOLLNY (2010), S.90.

¹³⁹Vgl. BALLWIESER (2011), S.197; BAETGE et al. (2009), S.343; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.10. Kritisch bzw. abweichend hierzu vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.56ff.. Die Überführbarkeit bedingt indes, wie *Dinstuhl* anmerkt, einen Verzicht auf die systembildenden Bestandteile der „traditionellen“ Ertragswertmethode. Vgl. DINSTUHL (2003), S.17.

¹⁴⁰Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.134, 198f., 244; ähnlich auch BALLWIESER (2011), S.132, 187.

¹⁴¹Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.101 sowie INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A67f., 295. Die Gleichstellung beider Methoden wird erst aufgrund der Definitionen bzw. Modifikationen seitens des IDW herbeigeführt. So ist einerseits, insbesondere bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes, das CAPM bzw. Tax-CAPM fester Bestandteil der Ertragswertmethode geworden; vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.115, 118 sowie WOLLNY (2010), S.91ff.. Andererseits ist bei den Discounted Cashflow-Methoden, entgegen der international gebräuchlichen Berechnungsweise, die Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern sowie gesetzlicher Ausschüttungsregeln in der Bedingungsstruktur des S1 vorgesehen; vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.127, 139 sowie WOLLNY (2010), S.85, 88f. und HACHMEISTER (1995), S.271. Die vereinheitlichten Anforderungen führen letztendlich zu identischen Unternehmenswerten. Vgl. WOLLNY (2010), S.85, 93.

Vor diesem Hintergrund wird im Rahmen von Abschnitt 2.2.3.2 der Flow-to-Equity-Ansatz als Pendant zur Ertragswertmethode innerhalb der Discounted Cashflow-Methoden vorgestellt. Aufgrund der herausragenden praktischen Bedeutung des Ansatzes der gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital bzw. WACC) soll dessen Methodik jedoch nachfolgend an erster Stelle erläutert werden.¹⁴²

2.2.3.1 Die Weighted Average Cost of Capital (WACC)-Methode

Der WACC-Ansatz, der nahezu als Synonym für die Discounted Cashflow-Methode steht,¹⁴³ basiert, wie der Adjusted Present Value- und der Total bzw. Capital Cashflow-Ansatz,¹⁴⁴ auf einer Bruttokapitalisierung.¹⁴⁵ Demzufolge wird zunächst der Marktwert des Gesamtkapitals, d. h. der Brutto-Unternehmenswert, ermittelt, indem die erwarteten periodenspezifischen Free Cashflows¹⁴⁶ mit einem Mischzinssatz, in Form der gewogenen (Gesamt-)Kapitalkosten, auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. Durch Subtraktion des Marktwertes des (verzinslichen) Fremdkapitals¹⁴⁷ ergibt sich der gesuchte Marktwert des Eigenkapitals, der auch als Netto-Unternehmenswert bezeichnet wird. Formal stellt sich der Bewertungskalkül beim WACC-Ansatz wie folgt dar:

$$\text{Unternehmenswert}_{t=0} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Free Cashflow}_t}{(1 + r_{\text{WACC}})^t} - FK_{MW} \quad (2.3)$$

Die zu diskontierenden Free Cashflows in Gleichung (2.3) stellen die *operativen* (Ein-)Zahlungsüberschüsse des Unternehmens dar, die im Rahmen des betrieblichen Leistungsprozesses erwirtschaftet wurden und die nach Durchführung aller (innenfinanzierten) operativen und strategischen Maßnahmen bzw. Investitionen zur Bedienung des Eigenkapitals sowie des (verzinslichen) Fremdkapitals zur Verfügung stehen.¹⁴⁸

¹⁴²Vgl. BREALEY/MYERS/ALLEN (2011), S.518; KUHNER/MALTRY (2006), S.200; MANDL/RABEL (1997a), S.311; MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.289; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.27ff.; KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.23; INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A165.

¹⁴³Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S.200.

¹⁴⁴So bezeichnen etwa *Drukarczyk* und *Schüler* in Anlehnung an RUBACK (2002), S.85 bzw. KAPLAN/RUBACK (1995), S.1062 den Total Cashflow als Capital Cashflow. Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.128.

¹⁴⁵Vgl. dazu und zum folgenden BAETGE et al. (2009), S.345ff.

¹⁴⁶Zu alternativen Bezeichnungen der Cashflows im Rahmen des WACC-Ansatzes vgl. BALLWIESER (1998), S.84.

¹⁴⁷Vgl. MANDL/RABEL (2009), S.66; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.28.

¹⁴⁸Vgl. HACHMEISTER (1995), S.60f.; SCHULTZE (2003), S.97; MANDL/RABEL (1997a), S.311f.

Bei der Free Cashflow-Ermittlung wird fiktiv von einer vollständigen Eigenfinanzierung des Unternehmens ausgegangen, d. h. sämtliche Außenfinanzierungsmaßnahmen durch Fremd- und Eigenkapitalgeber die in Form von Fremdkapitalaufnahmen und -tilgungen, Zinsaufwendungen samt ihrer steuermindernden Wirkung (*tax shields*), Kapitalerhöhungen, etc. vorkommen, werden nicht im Zähler des Bewertungskalküls berücksichtigt. Hintergrund ist die (gedankliche) Trennung des Unternehmens in einen (operativen) Leistungsbereich, welcher durch die Cashflow-Prognose im Zähler erfasst wird, und einen Finanzierungsbereich, dessen Auswirkungen sich ausschließlich innerhalb der gewogenen Kapitalkosten im Nenner niederschlagen. Diese Trennung erfordert eine eindeutige Zuordnung jeder (Zahlungs-)Position zu einem der Bereiche, was mitunter Abgrenzungsschwierigkeiten birgt.¹⁴⁹ So wird aus pragmatischen Gründen dem Finanzierungsbereich, neben den Eigenkapitalpositionen, ausschließlich das verzinsliche Fremdkapital zugeordnet, so dass nicht alle Fremdkapitalpositionen in die WACC-Ermittlung einfließen.¹⁵⁰

Der WACC setzt sich, unter der Annahme das lediglich 2 Finanzierungsquellen zu unterscheiden sind,¹⁵¹ additiv aus den risikoäquivalenten Renditeerwartungen der Eigen- und jener Fremdkapitalgeber zusammen, die dem Unternehmen verzinsliches Fremdkapital zur Verfügung stellen. Die Gewichtung der einzelnen Renditeerwartungen hat anhand von Marktwerten zu erfolgen; eine Verwendung von Buchwerten zur Berechnung der entsprechenden Kapitalquoten führt zu Fehlern bei der Wertermittlung.¹⁵² Die steuermindernde Wirkung, die sich infolge einer (anteiligen) Fremdfinanzierung ergibt (*tax shield*), wird gemäß der zuvor dargestellten Trennung des Unternehmens dem Finanzierungsbereich zugeordnet und ist somit im WACC zu integrieren. Die Renditeerwartung für das verzinsliche Fremdkapital verringert sich demnach um den Faktor ($r_{FK} \cdot \tau$), gewichtet mit der Fremdkapitalquote zu Marktwerten.¹⁵³

¹⁴⁹Vgl. dazu und zum folgenden MANDL/RABEL (1997a), S.313, 349ff.; BAETGE et al. (2009), S.353f., 392; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.34f.

¹⁵⁰Verfahrensvereinfachend werden einzelne Fremdkapitalpositionen wie z. B. die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung, trotz entstandener Finanzierungskosten bei Verzicht auf einen möglichen Skontoabzug, dem Leistungsbereich zugeordnet. Zu beachten ist hierbei die Konsistenz der Zuordnung, d. h. dem Leistungsbereich zugeordnete Positionen dürfen im Zuge der WACC-Ermittlung nicht erneut berücksichtigt werden. Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.321, 350; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.36, 46f.; ferner KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.237.

¹⁵¹Weitere Finanzierungsquellen mit unterschiedlichen Renditeansprüchen können problemlos in die Formel integriert werden. Zu beachten ist hierbei lediglich, dass für jede Finanzierungsquelle eine marktwertbasierte Gewichtung vorzunehmen ist. Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.235; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.46; MANDL/RABEL (1997a), S.321.

¹⁵²Vgl. BAETGE et al. (2009), S.348; MANDL/RABEL (1997a), S.314; KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.83; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.145ff.. Sehr anschaulich zum „Problem“ der Marktwertorientierung sind die Darstellungen in KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.49f., 87f. und DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.138f..

¹⁵³Vgl. BAETGE et al. (2009), S.348.

Formal ermittelt sich der WACC wie folgt:

$$r_{\text{WACC}} = r_{\text{FK}} \cdot (1 - \tau) \cdot \frac{FK_{\text{MW}}}{EK_{\text{MW}} + FK_{\text{MW}}} + r_{\text{EK}}^{\text{v}} \cdot \frac{EK_{\text{MW}}}{EK_{\text{MW}} + FK_{\text{MW}}}. \quad (2.4)$$

Durch Diskontierung mit dem WACC ergibt sich der Barwert der Free Cashflows zu dem noch der Marktwert des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens addiert werden muss, um zum Marktwert des Gesamtkapitals zu gelangen.¹⁵⁴ Von Marktwert des Gesamtkapitals, der auch als Entity-Wert bezeichnet wird, subtrahiert man den Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals, in den wiederum genau die Fremdkapitalpositionen einfließen, die bereits im Rahmen der WACC-Ermittlung dem Finanzierungsbereich zugeordnet wurden.¹⁵⁵

Um den Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals zu bestimmen, der streng genommen einem Barwert entspricht, weil er sich zumeist lediglich aus einem fiktiven Markt ergibt,¹⁵⁶ sind die erwarteten Cashflows an die Fremdkapitalgeber, bestehend aus den Zins- und Tilgungszahlungen des Unternehmens, mit einem risikoäquivalenten Marktzins auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.¹⁵⁷ Zum Zwecke der Verfahrensvereinfachung werden in der Bewertungspraxis häufig Annahmen getroffen, die an Stelle der Bestimmung des Marktwertes eine Verwendung des Fremdkapitalbuchwertes erlauben.¹⁵⁸ In vielen Fällen stellt der Buchwert des Fremdkapitals ohnehin bereits eine gute Approximation des Marktwertes der Fremdkapitalpositionen dar.¹⁵⁹

2.2.3.1.1 Ermittlung der Free Cashflows

In der Nomenklatur der Betriebswirtschaftslehre existiert bis dato keine allgemein anerkannte bzw. übereinstimmende Definition des Free Cashflow, weshalb auch die Vorgehensweise zur Ermittlung dieser Bewertungsgröße nicht einheitlich geregelt ist.¹⁶⁰ Gewöhnlich wird der Free Cashflow derivativ-indirekt ermittelt, d. h. abgeleitet aus der (Plan-)Bilanz und der (Plan-)Gewinn- und Verlustrechnung des Rechnungswesens, so dass nicht Ein- und

¹⁵⁴Zur Ermittlung des Marktwertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.315 und ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.143ff..

¹⁵⁵Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.35.

¹⁵⁶Vgl. BALLWIESER (2011), S.163.

¹⁵⁷Als risikoäquivalenter Marktzins ist ein gegenwärtiger Marktzins einer ähnlichen Finanzierung mit vergleichbarem Risiko (Bonität) und entsprechender Laufzeit, etc. zu sehen. Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.47f.; BAETGE et al. (2009), S.348; COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S.177; MANDL/RABEL (1997a), S.327.

¹⁵⁸Vgl. zu den Annahmen BAETGE et al. (2009), S.348 unter Verweis auf LANGENKÄMPER (2000), S.58.

¹⁵⁹Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.282; PALEPU/HEALY (2008), S.8-1.

¹⁶⁰Vgl. SCHULTZE (2003), S.371; MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.666ff. unter Verweis auf GÜNTHER (1997), S.112ff.; WHITE/SONDHI/FRIED (2003), S.87.

Auszahlungen, sondern Bestandsveränderungen sowie Aufwands- und Ertragsgrößen die Basis der Berechnung bilden.¹⁶¹ Eine originäre bzw. derivativ-direkte Ermittlung anhand von Zahlungsgrößen scheidet zumeist aus, weil Unternehmen in der Regel nicht über ein zahlungsstromorientiertes Rechnungswesen verfügen oder speziell ein extern Bewertender lediglich Zugang zu öffentlichen bzw. publizierten Jahresabschlussdaten von Unternehmen haben.

Den Ausgangspunkt einer derivativ-indirekten Ermittlung bildet in der Regel der handelsrechtliche Jahresüberschuss oder eine andere (periodenbezogene) Ergebnisgröße aus der Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens, die sukzessiv um nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge korrigiert wird. Die Ermittlung erfolgt dann gewissermaßen retrograd. Das nachfolgende, komprimierte Schema setzt beispielsweise auf dem operativen Ergebnis vor Zinsen und Steuern auf, welches gemeinhin auch als *earnings before interest and taxes* (EBIT) bezeichnet wird:¹⁶²

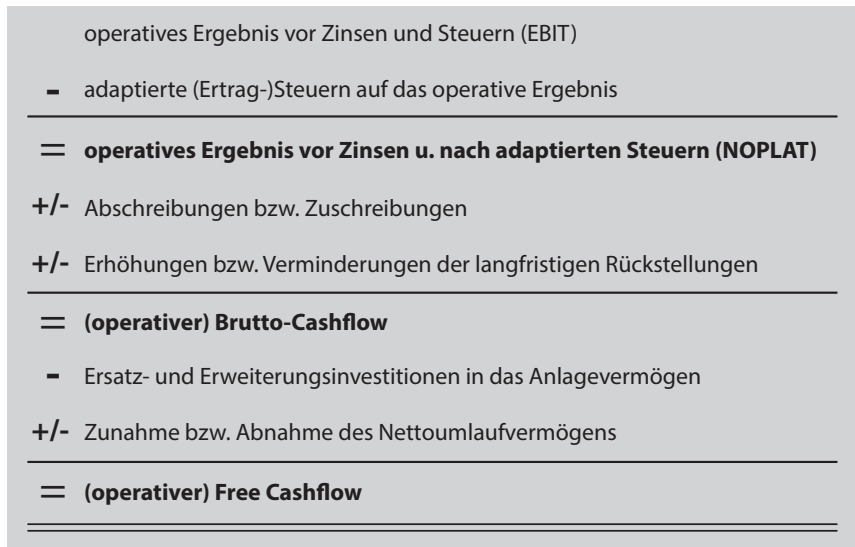


Abbildung 4: Vereinfachtes Ermittlungsschema für den Free Cashflow

¹⁶¹Vgl. dazu und zum folgenden MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.666f.; PROKOP (2003), S.114f.; INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2014), Rn. A297; HACHMEISTER (1995), S.72.

¹⁶²Das nachfolgende Ermittlungsschema ergibt sich in Anlehnung an MANDL/RABEL (1997a), S.316 bzw. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.32. Weitere, mitunter detailliertere Vorgehensweisen zur Ermittlung des Free Cashflow finden sich u. a. bei BAETGE et al. (2009), S.358 sowie BALLWIESER (1998), S.86.

Ausgehend vom EBIT werden in Abbildung 4 auf Seite 26 zunächst die sog. adaptierten (Ertrag-)Steuern abgezogen. Aufgrund der unterstellten Finanzierungsneutralität der Free Cashflows, in denen ausschließlich der Leistungsbereich des zu bewertenden Unternehmens zu erfassen ist, wird die steuermindernde Wirkung der (abzugsfähigen) Fremdkapitalzinsen nicht bei der Cashflow-Ermittlung berücksichtigt. Die Erfassung des (fremd-)finanzierungsbedingten Steuerspareffektes erfolgt, gemäß dem Grundprinzip der Trennung in einen Leistungs- und einen Finanzbereich, im Zuge der Ermittlung des WACC. Die adaptierten Ertragsteuern sind somit tendenziell höher als die tatsächlich anfallenden Ertragsteuern, die in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen werden.¹⁶³ Man berechnet die adaptierten Steuern durch Multiplikation des EBIT mit dem auf Unternehmensebene anzuwendenden Steuersatz, der sich für Kapitalgesellschaften mit Sitz und Gewerbebetrieb in Deutschland aus der Gewerbeertrag- und der Körperschaftsteuer zusätzlich des Solidaritätszuschlags zusammensetzt.¹⁶⁴

Als Zwischenergebnis stellt sich das operative Ergebnis vor Zinsen und nach adaptierten Steuern, der *net operating profit less adjusted taxes* (NOPLAT), ein. Der NOPLAT ist dann im Sinne einer herkömmlichen indirekten Cashflow-Ermittlung um sämtliche betrieblich bedingten, zahlungsunwirksamen Aufwendungen und Erträge zu korrigieren.¹⁶⁵ So werden beispielsweise Abschreibungen und die Dotierung von Rückstellungen hinzuaddiert, während Zuschreibungen und Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen zu subtrahieren sind. Auf diese Weise gelangt man nach „Neutralisierung“ der nicht pagatorischen Aufwands- und Ertragspositionen zum operativen Brutto-Cashflow, der um Investitionen (Desinvestitionen) in das Sachanlagevermögen und das Nettoumlaufvermögen zu verringern (erhöhen) ist.¹⁶⁶ Man erhält schließlich den operativen Free Cashflow, der annahmegemäß (unter Berücksichtigung einer überhöhten Steuerlast) an die Gesamtheit der Kapitalgeber des zu bewertenden Unternehmens ausgeschüttet werden kann.¹⁶⁷

¹⁶³Die steuerlichen Wirkungen von Erträgen aus dem nicht-betriebsnotwendigen Vermögen sowie aus dem außerordentlichen Ergebnis sind in einer separaten Rechnung zu erfassen, weil sie definitionsgemäß nicht enthalten sind, wenn, wie zuvor, vom EBIT als Berechnungsgrundlage ausgegangen wird. Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.316f.; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.32.

¹⁶⁴Vgl. BAETGE et al. (2009), S.402.

¹⁶⁵Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.317.

¹⁶⁶Das Nettoumlaufvermögen, welches auch unter dem Begriff des Working Capital kursiert, entspricht im Allgemeinen der Differenz aus operativen Umlaufvermögen und den unverzinslichen kurzfristigen Verbindlichkeiten. Zum operativen Umlaufvermögen werden in der Regel die Vorräte und die Forderungen sowie, je nach Definition des Nettoumlaufvermögens, auch ein Teil der Kassenbestände gezählt. Von deren Summe sind die unverzinslichen, kurz- bis mittelfristigen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche die passiven Bilanzpositionen erhaltene Anzahlungen, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, sonstige Verbindlichkeiten und, je nach Definition des Nettoumlaufvermögens, auch die kurzfristigen Rückstellungen umfassen. Da es verschiedene Definitionen des Nettoumlaufvermögens gibt, ist einzelfallbezogen zu prüfen, welche Positionen enthalten sind und welche Implikationen sich hieraus für die Ermittlung des Cashflow ergeben. Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.33; BAETGE et al. (2009), S.359; MANDL/RABEL (1997a), S.318.

¹⁶⁷Vgl. die obigen Anmerkungen zur Vollausschüttungsfiktion auf Seite 19.

2.2.3.1.2 Ermittlung der gewogenen Kapitalkosten

Die bei der Ermittlung der gewogenen Kapitalkosten zur Anwendung kommende Formel ist wegen ihrer großen Popularität innerhalb der anglo-amerikanischen Bewertungstheorie (und -praxis) auch als Lehrbuchformel bzw. *textbook formula* bekannt.¹⁶⁸

Obleich die Formel zur Berechnung dieses Mischzinssatzes beliebig um verschiedene Finanzierungsquellen erweiterbar ist,¹⁶⁹ beziehen sich die nachfolgenden Ausführungen auf den „Präzedenzfall“, bei dem lediglich das Eigenkapital und das (verzinsliche) Fremdkapital als Finanzierungsquellen dienen. Als Eingabeparameter sind dann zum einen die Renditeerwartungen beider Kapitalgeber zu bestimmen, die in Form der sog. Kapitalkosten in die WACC-Formel einfließen.¹⁷⁰ Andererseits wird die marktwertbezogene Eigen- bzw. Fremdkapitalquote benötigt, um die richtige Gewichtung der jeweiligen Kapitalkosten vorzunehmen. Nachfolgend wird zunächst darauf eingegangen, wie man die Höhe der Kapitalkosten bestimmt.

Die **Renditeerwartungen der Fremdkapitalgeber** beziehen sich, wie bereits zuvor erwähnt, ausschließlich auf die verzinslichen Fremdkapitalpositionen des zu bewertenden Unternehmens.¹⁷¹ Die Erfassung anderer Bilanzpositionen mit Fremdkapitalcharakter, wie etwa Lieferantenverbindlichkeiten, erhaltene Kundenanzahlungen, etc. erfolgt in der Regel verfahrensvereinfachend im Rahmen der Ermittlung der Free Cashflows.¹⁷² Nachdem der Bewertende alle dem Finanzierungsbereich zuzuordnenden Fremdkapitalpositionen abgegrenzt hat, steht die Berechnung der entsprechenden Kapitalkosten an.¹⁷³

Da in der Bewertungspraxis für gewöhnlich die Kostenbestandteile (Zinssatz, Disagio, Nebenkosten) bzw. die Höhe und Zeitpunkte der mit einer Fremdkapitalposition einhergehenden Zahlungen vertraglich fixiert sind, besteht eine Möglichkeit zur Bestimmung der Fremdkapitalkosten in der Berechnung des internen Zinsfußes der jeweiligen Fremdfinanzierungsmaßnahme, was schlicht einer Effektivzinzberechnung entspricht. Als komplexer,

¹⁶⁸Vgl. MILES/EZZELL (1980), S.720; MANDL/RABEL (1997a), S.311; KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2006), S.70; HERING (2006), S.209; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.27.

¹⁶⁹Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.235; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.46; MANDL/RABEL (1997a), S.321.

¹⁷⁰Die Begriffe „Renditeerwartungen der Kapitalgeber“ und „Kapitalkosten“ werden im folgenden synonym verwendet. Vgl. im internationalen Gebrauch PRATT/GRABOWSKI (2010), S.3, KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.35, 236; sowie im nationalen Gebrauch SÜCHTING (1995), S.420f., KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2008), S.805. In Bezug auf die Fremdkapitalgeber ist die synonyme Verwendung beider Begriffe nicht unproblematisch, wie VOLKART (1999), S.2, 8 aufzeigt.

¹⁷¹Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.327; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.83.

¹⁷²Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.327, 352. Die (Finanzierungs-)Kosten aus Leasingfinanzierungen und Pensionsrückstellungen sind hingegen streng genommen dem Finanzierungsbereich zuzuordnen und demnach bei der WACC-Ermittlung zu berücksichtigen. Vgl. u. a. HACHMEISTER (1995), S.244ff.; MANDL/RABEL (1997a), S.351; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.156ff.; BAETGE et al. (2009), S.354.

¹⁷³Vgl. dazu und zum folgenden MANDL/RABEL (1997a), S.326ff.; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.82ff.; HACHMEISTER (1995), S.237ff..

wenngleich aus theoretischer Perspektive einzig richtige Variante, erweist sich demgegenüber die marktbezogene Ermittlung. Der Fremdkapitalzins wird hierbei modular durch Addition eines adäquaten Risikozuschlags zum risikolosen Basiszins berechnet. Die Risikoprämie, die von der Bonität des Schuldners abhängt, bezeichnet man gemeinhin auch als *spread* bzw. *credit spread*.¹⁷⁴

Sobald die Fremdkapitalkosten bestimmt wurden, sind die jeweiligen Fremdkapitalpositionen in den WACC zu integrieren. Dies kann grundsätzlich auf zwei Arten geschehen. Als pragmatische Vorgehensweise wird häufig die Berechnung eines gewichteten, durchschnittlichen Fremdkapitalkostensatzes auf Basis der geplanten Zusammensetzung des Fremdkapitals vorgeschlagen, der dann als „Aggregat“ für sämtliche Fremdkapitalpositionen in die gewogenen Kapitalkosten eingeht. Alternativ dazu können die unterschiedlichen Fremdkapitalkategorien auch einzeln mit ihren jeweiligen Zinssätzen sowie den gegebenenfalls unterschiedlichen Steuerwirkungen explizit im WACC ausgewiesen werden.

Unabhängig von der zugrundeliegenden Berechnungsmethodik ist zu beachten, dass sämtliche in den WACC einfließenden Kapitalkosten grundsätzlich als Nominalzinssätze einzubeziehen sind, weil analog dazu die Prognose der Cashflows in der Regel auf nomineller Basis erfolgt.¹⁷⁵

Im Gegensatz zu den Fremdkapitalgebern existieren für die Ermittlung der **Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber** keine vertraglich festgelegten Grundlagen, in denen eine bestimmte Verzinsung bzw. künftige Zahlungen (rechts-)verbindlich geregelt sind, so dass die zuvor skizzierte Methodik einer Effektivzinzberechnung hier nicht in Frage kommt.¹⁷⁶ Darüber hinaus lassen sich Eigenkapitalkosten auch nicht direkt am Kapitalmarkt beobachten.¹⁷⁷ Zur Ermittlung selbiger muss der Bewertende somit auf andere Methoden zurückgreifen.

Als Ausgangspunkt dient hierbei die Überlegung, dass die erzielbare Rendite der Eigenkapitalgeber primär von den künftigen Erfolgen des Unternehmens abhängt, die sich letztlich in den erwarteten Zahlungen niederschlagen. Aufgrund ihrer Zukunftsbezogenheit sind diese Zahlungen allerdings unsicher, was man allgemein unter den Begriff des operativen Risikos fasst, das auch als Geschäfts- bzw. Investitionsrisiko bezeichnet wird.¹⁷⁸

¹⁷⁴Vor dem Hintergrund des Untersuchungsgegenstandes der vorliegenden Arbeit wird auf eine Darstellung der möglichen Berechnungsmethoden verzichtet. Weiterführende Hinweise zur (pragmatischen) Ermittlung der Fremdkapitalkosten finden sich, in Ergänzung zu den bereits gegebenen Literaturhinweisen, bei DÖRSCHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.228ff.; KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.237, 261ff.; COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S.259ff.; PRATT/GRABOWSKI (2010), S.62ff.

¹⁷⁵Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.312, 321; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.83; PRATT/GRABOWSKI (2010), S.7f.; HERTER (1994), S.52. Vgl. dazu auch die Ausführungen von Ballwieser zum Grundsatz der *Geldwertäquivalenz* in der Unternehmensbewertung. Vgl. BALLWIESER (2011), S.92.

¹⁷⁶Vgl. HERTER (1994), S.95; HACHMEISTER (1995), S.155.

¹⁷⁷Vgl. PRATT/GRABOWSKI (2010), S.80; COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S.264.

¹⁷⁸Vgl. grundlegend dazu BAETGE et al. (2009), S.368f., 384f. sowie SCHMIDT/TERBERGER (2006), S.240ff.; ferner BALLWIESER (2011), S.93; KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2005), S.23ff.; KOLLER/

Das operative Risiko hängt insbesondere von der Investitionspolitik des Unternehmens ab und umfasst demnach all jene Risiken, die gleichermaßen im Falle einer vollständigen Eigenfinanzierung bestehen.

In der Realität werden Unternehmen allerdings (zumeist) auch fremdfinanziert. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass die Eigenkapitalgeber eines Unternehmens grundsätzlich nachrangig gegenüber sämtlichen anderen Kapitalgebern behandelt werden. Sie besitzen also lediglich einen sog. Residualanspruch, wodurch eine potentielle Zahlung an sie erst nach Befriedigung der vertraglich fixierten Zahlungsansprüche aller übrigen Kapitalgeber und sonstigen Gläubiger zur Disposition steht.¹⁷⁹ Je höher der Anteil an Fremdfinanzierung im Unternehmen ist, desto höher ist folglich das finanzwirtschaftliche Risiko für die Eigenkapitalgeber. Ein verschuldetes Unternehmen ist somit höheren Risiken ausgesetzt, als ein unverschuldetes.¹⁸⁰ Man spricht in diesem Zusammenhang auch vom Kapitalstruktur- bzw. Finanzierungsrisiko. Die Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber müssen folglich sowohl das operative Risiko, als auch das Finanzierungsrisiko abbilden bzw. enthalten.

Neben diesen grundsätzlichen Anforderungen ist zu beachten, dass der im Rahmen des Bewertungskalküls durchgeführte (implizite) Alternativenvergleich zu einem sinnvollen Ergebnis gelangt. Dazu müssen die erwarteten Cashflows aus der Alternativanlage mit dem selben Grad an Risiko behaftet sein, wie die erwarteten Cashflows an die Eigenkapitalgeber.¹⁸¹ In der Unternehmensbewertung schlägt sich dieses Postulat im Grundsatz der Risikoäquivalenz nieder,¹⁸² der bis heute zum Teil große methodische Probleme mit sich bringt.¹⁸³

Die geforderte Risikoäquivalenz sowie die gleichzeitige Abbildung von operativem und finanzierungsbedingtem Risiko, lässt sich bei den Eigenkapitalkosten mittels verschiedener Methoden herstellen.¹⁸⁴ Gebräuchlich im Kontext nationaler sowie internationaler

GOEDHART/WESSELS (2010), S.35. Zudem weisen die erwarteten Cashflows eines Unternehmens naturgemäß eine höhere Schwankungsanfälligkeit als vertraglich zugesicherte Zahlungsansprüche auf, so dass allein hieraus ein (zusätzliches) Risiko und folglich ein Unterschied zwischen den Renditeerwartungen von Eigen- und Fremdkapitalgebern besteht. Vgl. GORNY (2002), S.36 sowie die Abbildung in PRATT/GRABOWSKI (2010), S.59.

¹⁷⁹Vgl. DINSTUHL (2003), S.24.

¹⁸⁰Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.147.

¹⁸¹Vgl. BAETGE/KRAUSE (1994), S.434; DÖRSCHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.12; SCHULTZE (2003), S.259f..

¹⁸²Vgl. grundlegend zum Risikoäquivalenzprinzip MOXTER (1983), S.155ff..

¹⁸³Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.78; KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2008), S.803; PRATT/GRABOWSKI (2010), S.60.

¹⁸⁴In der Literatur zur Unternehmensbewertung ragen in diesem Zusammenhang die nutzentheoretisch fundierte Sicherheitsäquivalent- sowie die Risikozuschlagsmethode heraus; vgl. BALLWIESER (2008a), S.103. Grundlegend zu den Methoden vgl. KRUSCHWITZ (2001b), S.2409ff.; BALLWIESER (2011), S.77; BREALEY/MYERS/ALLEN (2011), S.255ff.; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.39ff.; KUHNER/MALTRY (2006), S.132ff.. Alternativ dazu wird vereinzelt die simulationsbasierte Risikoprofilmethode angeführt. Vgl. SIEGEL (1994), S.468ff.; SCHULTZE (2003), S.265f..

Bewertungspraxis ist die sog. Risikozuschlagsmethode,¹⁸⁵ die sich zugleich innerhalb der Bewertungstheorie der DCF-Methoden in Gestalt des **Capital Asset Pricing Models (CAPM)** manifestiert.¹⁸⁶

Das CAPM, welches mittlerweile zu den Grundpfeilern der Finanzierungs- bzw. Kapitalmarkttheorie gehört,¹⁸⁷ setzt auf den Erkenntnissen (und Annahmen) der Portfolio-Selection-Theory¹⁸⁸ auf und versucht das Zustandekommen von Preisen (erwarteten Renditen) für die Übernahme von Risiko im Kapitalmarktgleichgewicht zu erklären.¹⁸⁹ Die Kernaussage setzt die Renditeerwartungen der Marktteilnehmer bezüglich eines bestimmten (risikobehafteten) Wertpapiers in einen Zusammenhang mit dem zugrundeliegenden Risiko, welches sich als Summe aus einem risikolosen Zinssatz und einer wertpapier-individuellen Risikoprämie ergibt.¹⁹⁰ Die Risikoprämie, die für jede Einheit übernommene Risiken erzielt wird, ist dabei grundsätzlich abhängig vom Risikobeitrag des betreffenden Wertpapiers zum sog. Marktportfolio, der durch die Kovarianz der beiden Größen quantifiziert wird.¹⁹¹ Formal ergibt sich die Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber, d. h. die Eigenkapitalkosten,¹⁹² für ein bestimmtes risikobehaftetes Wertpapier (i) nach dem CAPM wie folgt:

$$\begin{aligned} r_{EK}^v &= r_f + \frac{(r_M - r_f)}{\sigma_M^2} \cdot \text{COV}(r_M, r_i) \\ &= r_f + (r_M - r_f) \cdot \beta^v \end{aligned} \quad (2.5)$$

¹⁸⁵Vgl. DÖRSCHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.12; KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.238; PALEPU/HEALY (2008), S.8-3; KUHNER/MALTRY (2006), S.139; HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.90; MOXTER (1983), S.155. Allerdings sind seit jeher auch methodische Probleme mit der Risikozuschlagsmethode bekannt. Vgl. dazu bereits ROBI-CHEK/MYERS (1966), S.727ff..

¹⁸⁶Vgl. BAETGE et al. (2009), S.369; BALLWIESER (2011), S.97; DÖRSCHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.8; KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.25, 39; LÖFFLER (2007), S.809; MANDL (1999), S.58. Allgemein wird die Bemessung des Risikozuschlags unter Rückgriff auf das CAPM auch als *kapitalmarktorientierter Ansatz* bezeichnet. Hiervon zu unterscheiden ist der sog. *individualistische Ansatz*, bei dem sich die Höhe des Risikozuschlags unter Berücksichtigung einer individuellen (Risiko-)Nutzenfunktion des Bewertungsobjekts ermittelt.

¹⁸⁷Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2008), S.805; PRATT/GRABOWSKI (2010), S.105.

¹⁸⁸Vgl. MARKOWITZ (1952), S.77ff. sowie TOBIN (1958), S.65ff..

¹⁸⁹Das CAPM wird in der Regel auf die Arbeiten von SHARPE (1964), S.425ff., LINTNER (1965), S.13ff. und MOSSIN (1966), S.768ff. zurückgeführt. Mitte der 1960er Jahre erzielte Jack L. Treynor allerdings ähnliche Ergebnisse, wie auch Fischer Black 1972 einen wesentlichen Beitrag im Zusammenhang mit dem CAPM veröffentlichte. Vgl. BLACK (1972), S.444ff. sowie SPREMANN/ERNST (2011), S.175f.. Die gesamte Historie der modernen Kapitalmarkttheorie wird u. a. sehr ausführlich in BERNSTEIN (1992) dargestellt.

¹⁹⁰Vgl. BAETGE et al. (2009), S.371.

¹⁹¹Vgl. NÖLL/WIEDEMANN (2008), S.206, 208; DINSTUHL (2003), S.24f..

¹⁹²Aus Sicht des Managements eines Unternehmens, stellt die Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber, die aus deren Risikoübernahme herrührt, den Kapitalkostensatz für die Überlassung von Eigenkapital dar. Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.37.

Die Eigenkapitalkosten sind gem. Gleichung (2.5) eine lineare Funktion „des Risikos“, deren Höhe sich nach drei Komponenten richtet:

- dem risikolosen Zinssatz r_f ,
- der Marktrisikoprämie ($r_M - r_f$), die sich als Differenz zwischen erwarteter Rendite aus dem Marktportfolio und risikolosen Zinssatz ergibt, und
- dem Betafaktor β^v .

Die einzelnen Komponenten werden nachfolgend relativ kurz behandelt, weil eine ausführliche Auseinandersetzung mit dem CAPM nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit sein soll.¹⁹³

Zur Bestimmung des risikolosen Zinssatzes hat sich in der nationalen Bewertungspraxis mittlerweile eine Vorgehensweise etabliert, bei der man anhand statistischer Verfahren¹⁹⁴ börsentäglich Parameter ermittelt, aus denen sich die aktuelle Zinsstrukturkurve ableiten lässt.¹⁹⁵ Für den empirisch nicht mehr belegbaren Zeitraum wird der darin zugrundeliegende Trend extrapoliert, bis die (hypothetische) Zinsstrukturkurve dann insgesamt eine Zeitspanne von 249 Jahren umfasst.¹⁹⁶ Die hieraus ableitbaren, laufzeitspezifischen (Kassa-)Zinssätze werden in einem zweiten Schritt in einen laufzeitunabhängigen, barwertäquivalenten (Einheits-)Basiszinssatz transformiert, der dann (gerundet)¹⁹⁷ in den Bewertungskalkül eingeht.¹⁹⁸

¹⁹³Der Leser sei hier auf die einschlägige Literatur wie z. B. KRUSCHWITZ/HUSMANN (2010), S.171ff., SCHMIDT/TERBERGER (2006), S.343ff., NÖLL/WIEDEMANN (2008), S.199ff. sowie BREALEY/MYERS/ALLEN (2011), S.213ff verwiesen.

¹⁹⁴Zur Anwendung kommt die sog. Svensson-Methode vgl. SVENSSON (1994) bzw. SVENSSON (1995), S.13ff, die teilweise auch als Nelson-Svensson-Methode bezeichnet wird. Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2008), S.806. Zur genauen Vorgehensweise und zu den nachfolgenden Ausführungen vgl. ausführlich JONAS/WIELAND-BLÖSE/SCHIFFRATH (2005), S.647ff.; REESE/WIESE (2007), S.38ff.; DÖRSCHHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.52ff.; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.51ff.; INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A351ff.; BALLWIESER (2011), S.85ff..

¹⁹⁵Vgl. WAGNER/SAUR/WILLERSHAUSEN (2008), S.737; BALLWIESER (2008a), S.103f.. Die Zinsstrukturkurve bildet die Gesamtheit aller sog. *spot rates* mit unterschiedlichen Laufzeiten ab. Als *spot rate* bzw. Kassa-Zinssatz wird die Rendite einer Nullkuponanleihe (*zero bond*) bezeichnet, die *ex definitione* nur eine einmalige Zinszahlung am Ende der Laufzeit beinhaltet und folglich keine laufende Verzinsung vorsieht. Vgl. DÖRSCHHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.50.

¹⁹⁶Der Barwertanteil für spätere Jahre wird als vernachlässigbar eingeschätzt. Vgl. BALLWIESER (2008b), S.124 Fn.5.

¹⁹⁷Aus Vereinfachungsgründen sowie zur Vermeidung einer Scheingenauigkeit soll das ermittelte Ergebnis auf den nächstliegenden Viertelprozentpunkt gerundet werden. Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2007), Rn.A291. In der jüngeren Rechtsprechung ist eine derartige Praxis jedoch umstritten. Vgl. BAETGE et al. (2009), S.368.

¹⁹⁸Der Einheitszins soll der Komplexitätsreduktion gegenüber dem Bewertungsadressaten dienen. Vgl. BALLWIESER (2008a), S.104.

Die Verwendung eines einheitlichen, laufzeitunabhängigen Basiszinssatzes erscheint insbesondere im Zuge der Fortführungswertmittlung bei Anwendung der ewigen Rente erforderlich.¹⁹⁹

In der internationalen Bewertungspraxis werden, alternativ zu einer Bestimmung des risikolosen Zinssatzes mittels der zuvor dargestellten Svensson-Methode, häufig die Effektivzinssätze bzw. *yields* von Staatsanleihen mit langen Restlaufzeiten herangezogen.²⁰⁰

Die **Marktrisikoprämie** bildet eine weitere Komponente innerhalb des CAPM und wird als Differenz aus der erwarteten Rendite des sog. Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz berechnet.²⁰¹ Innerhalb des Modells stellt sie gewissermaßen den Preis für die Übernahme von Risiko am Kapitalmarkt dar und gibt dabei an, welche Zusatzrendite ein Marktteilnehmer erwarten darf, der sein Kapital statt zum risikolosen Basiszins in das Marktportfolio investiert.²⁰² Das Marktportfolio setzt sich in der Theorie des CAPM aus *allen* gehandelten risikobehafteten Wertpapieren bzw. Anlagemöglichkeiten des gesamten „Anlageuniversums“ zusammen.²⁰³ Die Marktrisikoprämie ist demnach, ebenso wie das Marktportfolio, universell und mithin für jede riskante Kapitalanlage gleich groß.²⁰⁴ Da in der Realität, selbst bei Betrachtung institutioneller Investoren, die Annahme der Verfügbarkeit eines solchen „Weltportfolios“ jedoch eindeutig abzulehnen ist,²⁰⁵ greift man in der Bewertungspraxis als Näherungslösung zur Berechnung der erwarteten Rendite des Marktportfolios üblicherweise auf einen Aktienindex zurück.²⁰⁶ Häufig findet im Zuge der Anfertigung eines Bewertungsgutachtens auch keine eigenständige Berechnung der Marktrisikoprämie statt.²⁰⁷ Vielmehr werden bestehende Studien bzw. Empfehlungen herangezogen, die man nur in begründeten Ausnahmefällen modifiziert.²⁰⁸

Im Gegensatz zum Basiszinssatz und zur Marktrisikoprämie, die für alle risikobehafteten Wertpapiere des „Anlageuniversums“ im CAPM identisch sind und ausschließlich die Fundamentaldaten des gesamten Marktes reflektieren, bildet der **Betafaktor** eine wertpapier-

¹⁹⁹Vgl. REESE (2007), S.21f..

²⁰⁰Vgl. exemplarisch PRATT/GRABOWSKI (2010), S.88ff. sowie DAMODARAN (2012), S.154ff..

²⁰¹In der Literatur wird mitunter betont, dass sich risikoloser Zinssatz und Marktrisikoprämie aus Konsistenzgründen in ihren Modellgrundlagen, wie z. B. der zeitlichen Dimension, entsprechen müssen. Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.115, PRATT/GRABOWSKI (2010), S.118ff. sowie DAMODARAN (2012), S.162.

²⁰²Vgl. BAETGE et al. (2009), S.372; KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2008), S.806.

²⁰³Vgl. u. a. NÖLL/WIEDEMANN (2008), S.202f.; BALLWIESER (2008a), S.105; KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2008), S.808; DAMODARAN (2012), S.66.

²⁰⁴Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.37, 114; KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.239; NÖLL/WIEDEMANN (2008), S.216.

²⁰⁵Vgl. LÖFFLER (2007), S.809.

²⁰⁶Vgl. u.a. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.58ff., KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2008), S.114.

²⁰⁷Vgl. dazu und zum folgenden DÖRSCHHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.91; KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2008), S.807.

²⁰⁸Eine Übersicht verschiedener Studien findet sich z. B. in BALLWIESER (2011), S.100, DÖRSCHHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.112ff. sowie PRATT/GRABOWSKI (2010), S.155. Eine auf gerichtlichen Entscheidungen basierende Übersicht liefern DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.240ff..

bzw. unternehmensspezifische Größe und spiegelt die Besonderheiten des zu bewertenden Unternehmens in Bezug auf dessen Risiko wider.²⁰⁹ Er stellt somit ein individuelles Maß für das Risiko dar, welches grundsätzlich in eine systematische und eine unsystematische Komponente aufgeteilt wird.²¹⁰

Das unsystematische bzw. diversifizierbare Risiko, welches sich formal als Varianz der Rendite eines Wertpapiers darstellt, umfasst alle unternehmensspezifischen, einzelwirtschaftlichen Risikofaktoren, die sich mittels Portfoliobildung reduzieren und im Falle der sog. vollständigen Diversifikation (nahezu) komplett ausräumen lassen.²¹¹ Geht man von einem vollständig diversifizierten Portfolio aus, so ist die Varianz der einzelnen Wertpapiere nicht mehr von Bedeutung und es verbleibt lediglich das systematische bzw. nicht-diversifizierbare Risiko, welches formal durch die Kovarianz zwischen der Rendite eines Wertpapiers und der des Marktportfolios erfasst wird.²¹² Das systematische Risiko, auch als Marktrisiko bezeichnet, beinhaltet von daher nur solche Risikofaktoren, die auf das gesamtwirtschaftliche bzw. politische Umfeld zurückzuführen sind und die somit alle Wertpapiere gemeinsam, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß, betreffen.²¹³

Aufbauend auf den Ergebnissen der Portfolio-Selection-Theory und unter Gültigkeit der sog. Tobin-Separation verfügen alle (rational handelnden) Eigenkapitalgeber innerhalb des CAPM stets über einen mehr oder minder großen Anteil am vollständig diversifizierten Marktportfolio, so dass im Betafaktor bzw. in der Marktrisikoprämie auch ausschließlich das systematische Risiko erfasst bzw. abgegolten wird.²¹⁴ Der Kovarianzterm im Zähler von Gleichung (2.5) quantifiziert dieses (Markt-)Risiko, indem er Richtung und Stärke der Renditeschwankung des jeweiligen Wertpapiers gegenüber dem Marktportfolio angibt. Vor allem begründet er jedoch das positive, lineare Verhältnis - und damit den entscheidenden Zusammenhang im CAPM - zwischen geforderter Risikoprämie (bzw. den Eigenkapitalkosten) und dem übernommenen, systematischen Risiko.²¹⁵

Im Falle der Mischfinanzierung umfasst das durch den Betafaktor gemessene systematische Risiko neben dem (systematischen) operativen Risiko, auch das (systematische) Finanzierungsrisiko.²¹⁶ Auf diese Weise wird berücksichtigt, dass die Höhe der Eigenkapitalkosten

²⁰⁹Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.26; SCHMIDT/TERBERGER (2006), S.355; BALIWIESER (2008a), S.105.

²¹⁰Vgl. SCHMIDT/TERBERGER (2006), S.354; PRATT/GRABOWSKI (2010), S.105.; BREALEY/MYERS/ALLEN (2011), S.198.

²¹¹Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.57; SCHMIDT/TERBERGER (2006), S.351.

²¹²Vgl. NÖLL/WIEDEMANN (2008), S.182.

²¹³Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.56f.; PRATT/GRABOWSKI (2010), S.105; SCHMIDT/TERBERGER (2006), S.350.

²¹⁴Vgl. NÖLL/WIEDEMANN (2008), S.201ff.; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S.58.

²¹⁵Vgl. ZIMMERMANN (1997), S.18; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S.60; SCHMIDT/TERBERGER (2006), S.351ff.; KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.63. Mittels Division durch die Varianz der Rendite des Marktportfolios wird der Betafaktor letztlich zu einem relativen Risikomaß, welches einen sinnvollen Vergleich unterschiedlicher Betawerte erlaubt.

²¹⁶Vgl. KRUSCHWITZ/MILDE (1996), S.1116; MANDL (1999), S.59; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.56f.; WAGNER et al. (2006), S.1019.

nicht nur von der Unsicherheit bzw. den Schwankungen künftiger Zahlungsüberschüsse abhängt, sondern auch vom Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens. Das finanzielle Risiko der Eigenkapitalgeber nimmt bekannterweise mit steigender Verschuldung zu.²¹⁷ Die nachfolgend dargestellten Anpassungsgleichungen konkretisieren diesen Zusammenhang in mathematischer Form, wobei deren Anwendbarkeit maßgeblich von der unterstellten Finanzierungspolitik des zu bewertenden Unternehmens abhängt:²¹⁸

		Erfassung der Kapitalstruktur	
		Unlevern $\beta^v \rightarrow \beta^u$	Relevern $\beta^u \rightarrow \beta^v$
Finanzierungspolitik	autonom	$\beta^u = \frac{\beta^v}{1 + (1 - \tau) \cdot \frac{FK_{MW}}{EK_{MW}}}$	$\beta^v = \beta^u \cdot \left(1 + (1 - \tau) \cdot \frac{FK_{MW}}{EK_{MW}}\right)$
	wertorientiert	$\beta^u = \frac{\beta^v}{1 + \frac{FK_{MW}}{EK_{MW}}}$	$\beta^v = \beta^u \cdot \left(1 + \frac{FK_{MW}}{EK_{MW}}\right)$

Tabelle 1: Anpassungsgleichungen für den Betafaktor in Abhängigkeit von der Finanzierungspolitik²¹⁹

²¹⁷Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.145ff.; DINSTUHL (2003), S.241ff.. In der Theorie werden zumeist zwei Reaktionsmuster der Kapitalgeber in Folge einer steigenden Verschuldung unterschieden. Der *Bruttogewinn-Ansatz* basiert auf den Überlegungen von Modigliani und Miller und unterstellt eine (linear steigende) Anpassung der Renditeforderungen der Kapitalgeber bei steigender Verschuldung. Wohingegen nach dem *Nettogewinn-Ansatz* eine solche Anpassung ausbleibt, die Kapitalgeber mit Blick auf das Kapitalstruktur- bzw. Finanzierungsrisiko als risikoindifferenter eingestuft werden. Als realitätsnäher wird im Allgemeinen der Bruttogewinn-Ansatz erachtet. Vgl. dazu u. a. SÜCHTING (1995), S.469ff.; BAETGE et al. (2009), S.385f.; HACHMEISTER (1996b), S.361.

²¹⁸Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.225ff.; DÖRSCHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.38ff.. Eine Verwendung der abgebildeten Anpassungsformeln zum *Un-* bzw. *Relevern* von Betafaktoren bedarf der (häufig getroffenen) Annahme, dass die Fremdkapitalgeber keinem Ausfallrisiko in Bezug auf ihre Forderungen unterliegen. In diesem Fall gilt: $\beta\text{-Debt} = 0$. Die Modifikationen, die bei Wegfall dieser Annahme zu berücksichtigen sind werden u. a. in KRUSCHWITZ/MILDE (1996), S.1127ff. bzw. DÖRSCHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.44f. dargestellt.

²¹⁹Vgl. DÖRSCHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.43.

Trotz berechtigter Kritik und aller Skepsis, die zahlreiche Theoretiker gegen das CAPM hegen,²²⁰ stellt es gegenwärtig das dominierende Modell zur Ableitung der Eigenkapitalkosten im Rahmen der Unternehmensbewertung dar,²²¹ welches durch die berufsständischen Verlautbarungen des IDW auch in der deutschen Bewertungspraxis (inzwischen) als Referenzmodell angeführt wird.²²²

Um nun letztlich den WACC zu berechnen, sind die marktwertbezogenen Gewichtungsfaktoren für die einzelnen Finanzierungsquellen zu bestimmen. In diesem Zusammenhang wird häufig auf das sog. Zirkularitätsproblem hingewiesen, welches in Abbildung 5 auf Seite 37 dargestellt ist. Es besteht darin, dass sowohl für die Bestimmung der marktwertbezogenen Eigenkapitalquote in der WACC-Gleichung (2.4), als auch für die Ermittlung des Betafaktors anhand der Anpassungsgleichungen in Tabelle 1 auf Seite 35 der Marktwert des Eigenkapitals benötigt und somit die Kenntnis des gesuchten Bewertungsergebnisses bereits vorausgesetzt wird.²²³

Das Zirkularitätsproblem stellt jedoch in der Regel eine leicht zu bewältigende Aufgabe für den Bewertenden dar. So kann es einerseits durch mathematische Iteration unter Einsatz entsprechender Software gelöst werden.²²⁵ Andererseits erweist sich in Verbindung mit dem Einsatz der WACC-Methode insbesondere die Festlegung der künftigen Verschuldungsgrade als weitere, äußerst pragmatische Lösungsmöglichkeit hierfür.²²⁶ In der Theorie wird diese Vorgehensweise mit einer sog. (markt-)wertorientierten Finanzierungsstrategie bzw. -politik assoziiert, worauf innerhalb von Abschnitt 3.3.3 der vorliegenden Arbeit noch vertiefend eingegangen wird.²²⁷

²²⁰Vgl. u. a. HERING (2006), S.179ff., MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.32ff., 47 sowie SCHNEIDER (1998), S.1476f. Neben der Kritik, die sich im Allgemeinen gegen die realitätsfernen Prämissen des Modells richtet, haben auch empirische Tests des CAPM zum Teil sehr widersprüchliche Ergebnisse hervorgebracht, auf die im Rahmen der vorliegenden Arbeit jedoch nicht eingegangen werden soll. Verwiesen sei hier auf die zusammenfassenden Ausführungen von CAMPBELL (2000), S.1526ff. sowie DÖRSCHELL/FRANKEN/SCHULTE (2009), S.20ff.

²²¹Vgl. u. a. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.25; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S.71; LÖFFLER (2007), S.809; PRATT/GRABOWSKI (2010), S.103.

²²²Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.92; INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A327.

²²³Vgl. exemplarisch BAETGE et al. (2009), S.349 sowie KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.91ff..

²²⁴In Anlehnung an ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.49.

²²⁵Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.93. Das Grundprinzip der Vorgehensweise wird u. a. erläutert in MANDL/RABEL (1997a), S.322ff. sowie ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S.48f..

²²⁶Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2003b), S.733; DINSTUHL (2003), S.33.

²²⁷Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.48, 82. Alternativ wird auch von einer atmenden Finanzierungspolitik bzw. dem „L-Modell“ gesprochen. Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.138 bzw. SCHULTZE (2003), S.329.

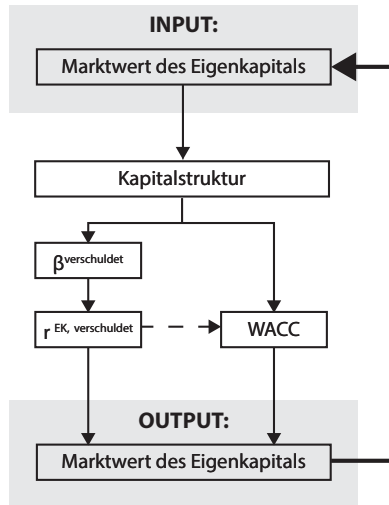


Abbildung 5: Das (lösbare) Zirkularitätsproblem²²⁴

Das Gegenstück hierzu bildet die autonome Finanzierungspolitik, bei der man an Stelle von künftigen Verschuldungsgraden, die absolute Höhe der Fremdkapitalbestände in den einzelnen Perioden plant.²²⁸ Eine autonome Finanzierungspolitik erweist sich jedoch primär im Zusammenhang mit der hier nicht behandelten Adjusted Present Value (APV)-Methode als zweckmäßig.²²⁹

²²⁸Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.48, 81f. sowie DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.139ff.. Alternativ wird die autonome Finanzierungspolitik auch als „F-Modell“ bezeichnet. Vgl. SCHULTZE (2003), S.329.

²²⁹Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2003b), S.733.

2.2.3.2 Die Flow-to-Equity (FTE)-Methode

Der FTE-Ansatz basiert im Gegensatz zu den übrigen Discounted-Cashflow-Methoden auf einer Nettokapitalisierung.²³⁰ Der Marktwert des Eigenkapitals wird hierbei direkt ermittelt, indem die erwarteten Cashflows an die Eigentümer des Unternehmens mit deren risikoäquivalenten Renditeerwartungen, d. h. den Eigenkapitalkosten, diskontiert werden. Formal ergibt sich der Unternehmenswert beim FTE-Ansatz anhand der folgenden Gleichung:

$$\text{Unternehmenswert}_{t=0} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Flow to Equity}_t}{(1 + r_{\text{EK}}^v)^t} \quad (2.6)$$

Fremdfinanzierungsbedingte Zahlungsströme werden im Rahmen dieses Ansatzes ausschließlich bei der Cashflow-Ermittlung berücksichtigt, so dass keine (fiktive) Trennung des zu bewertenden Unternehmens in einen Leistungs- und einen Finanzierungsbereich erfolgt.²³¹ Operative Dispositionen und reine Finanzdispositionen lassen sich demnach auch nicht, i. S. e. Zähler- und Nennerzuordnung, voneinander trennen.²³² Bisweilen wird dies als Ursache gesehen, warum sich die FTE-Methode in der internationalen Bewertungspraxis nicht durchsetzen konnte und nicht annähernd eine solche Popularität genießt, wie das prinzipiell vergleichbare Ertragswertverfahren im deutschsprachigen Raum.

Um den Unternehmenswert zu bestimmen, sind zunächst die periodenspezifischen Flows-to-Equity zu prognostizieren. Es handelt sich dabei um die Cashflows, die nach Abzug aller Investitionsauszahlungen in das Anlage- und Umlaufvermögen, sämtlichen Transaktionen mit den Fremdkapitalgebern sowie Steuerzahlungen, ausschließlich zur Bedienung der Eigenkapitalgeber ausstehen.²³³ Die auf diese Weise ermittelten Zahlungsüberschüsse entsprechen nach heutiger Auffassung grundsätzlich den Einzahlungsüberschüssen der Ertragswertmethode.²³⁴ Verglichen mit dem bereits vorgestellten Dividenden-Diskontierungs-Modell lassen sich die Flows-to-Equity auch als potentielle Dividenden, in Abgrenzung zu den tatsächlich ausgeschütteten Dividenden, auffassen.²³⁵

²³⁰Vgl. dazu und zum folgenden BAETGE et al. (2009), S.344, 351f.; KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.127f.; DAMODARAN (2012), S.357ff..

²³¹Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.367; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.36.

²³²Vgl. dazu und zum folgenden KUHNER/MALTRY (2006), S.197. Für weitere Probleme, die im Zusammenhang mit dieser Methode in der Literatur angeführt werden vgl. exemplarisch BALLWIESER (2011), S.194 sowie KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.129.

²³³Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.195.

²³⁴Vgl. u. a. BALLWIESER (2009), S.481; MANDL/RABEL (2009), S.71.

²³⁵Vgl. DAMODARAN (2012), S.357; SPREMANN/ERNST (2011), S.70.

Die dazugehörigen Eigenkapitalkosten werden in praxi regelmäßig nach der Risikozuschlagsmethode mittels des CAPM bestimmt, wobei die Risikoprämie sowohl das operative Risiko, als auch das aus der Kapitalstruktur resultierende Finanzierungsrisiko umfasst.²³⁶

2.2.3.2.1 Ermittlung der Flows-to-Equity

Analog zur Vorgehensweise im Rahmen von Abschnitt 2.2.3.1.1 sowie zur gängigen Ermittlungsmethodik in der Bewertungspraxis setzt das nachfolgende Schema auf dem operativen Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) auf:²³⁷

operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)
- Fremdkapitalzinsen
= operatives Ergebnis vor Steuern (EBT)
- (Ertrag-)Steuern auf das operative Ergebnis vor Steuern
= operatives Ergebnis nach Steuern (EAT)
+/- Abschreibungen bzw. Zuschreibungen
+/- Erhöhungen bzw. Verminderungen der langfristigen Rückstellungen
- Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen in das Anlagevermögen
+/- Zunahme bzw. Abnahme des Nettoumlaufvermögens
+/- Aufnahme bzw. Tilgung von verzinslichem Fremdkapital
= Flow to Equity

Abbildung 6: Vereinfachtes Ermittlungsschema für den Flow to Equity

²³⁶Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A176; BAETGE et al. (2009), S.382; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.198f..

²³⁷Vgl. SPREMANN/ERNST (2011), S.86f.. Das nachfolgende Berechnungsschema ergibt sich in Anlehnung an MANDL/RABEL (1997a), S.368 bzw. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.36. Weitere, mitunter detailliertere Vorgehensweisen zur Ermittlung des Flow-to-Equity finden sich u. a. bei BAETGE et al. (2009), S.361.

Entgegen der Free Cashflow-Ermittlung wird hier zunächst die steuerliche Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen berücksichtigt, indem diese subtrahiert werden.²³⁸ Anschließend sind die Ertragsteuern, bestehend aus Gewerbeertrag- und gegebenenfalls Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag, in Abzug zu bringen. Die weiteren Umformungen ergeben sich analog zur Berechnung des Free Cashflows. Im Gegensatz zu dessen Ermittlung werden beim Flow-to-Equity jedoch zum Abschluss sämtliche Zins- und Tilgungszahlungen zwischen dem Unternehmen und seinen Fremdkapitalgebern (Flow-to-Debt) miteinbezogen. Die Prognose der Flows-to-Equity erfordert von daher eine genaue Planung der künftigen Fremdkapitalbestände.²³⁹ Implizit wird auf diese Weise die künftige Finanzierungsstruktur des Unternehmens bereits durch die Cashflow-Planung festgelegt.²⁴⁰ Da die künftige Entwicklung des Fremdkapitalbestandes frei geplant werden kann, ist regelmäßig von schwankenden Verschuldungsgraden im Zeitablauf auszugehen, deren Auswirkungen auf die Höhe der Eigenkapitalkosten konsequent zu berücksichtigen sind.²⁴¹

2.2.3.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten

Vorzugsweise kommt bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten im Rahmen des FTE-Ansatzes das bereits zuvor skizzierte CAPM zur Anwendung.²⁴² Der Betafaktor umfasst bekanntlich sowohl das Geschäfts-, als auch das Finanzierungsrisiko des zu bewertenden Unternehmens, so dass eine Verbindung zwischen dem Verschuldungsgrad und den Eigenkapitalkosten besteht. Da unter realistischen Bedingungen davon auszugehen ist, dass die Verschuldungsgrade über den Planungshorizont schwanken, ist infolgedessen auch der Betafaktor periodenindividuell anzupassen, um das variierende Finanzierungsrisiko sachgerecht abzubilden.²⁴³ Der zu diesem Zweck notwendige Rückgriff auf die in Tabelle 1 auf Seite 35 dargestellten Anpassungsgleichungen, konfrontiert den Bewertenden im Rahmen des Equity-Ansatzes jedoch mit zwei Anwendungsproblemen, die sich in Abhängigkeit von der gewählten Finanzierungsprämisse ergeben.²⁴⁴

²³⁸Als vereinfachende Annahme wird hier die volle steuerliche Abzugsfähigkeit des Zinsaufwandes unterstellt, die seit Einführung der sog. Zinsschranke im Rahmen der Unternehmensteuerreform 2008 allerdings gewissen Restriktionen unterliegt. Vgl. exemplarisch dazu die Ausführungen in ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.115f..

²³⁹Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.368.

²⁴⁰Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.129.

²⁴¹Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.369; BAETGE et al. (2009), S.382; KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.129; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.105f..

²⁴²Vgl. dazu und zum folgenden BAETGE et al. (2009), S.389ff..

²⁴³Vgl. SCHULTZE (2003), S.341f.; BALLWIESER (2008b), S.125f.; HACHMEISTER (1996a), S.266. Aus Vereinfachungsgründen wird wohl in der Bewertungspraxis häufig auf eine solche Anpassung verzichtet, so dass man anscheinend bereit ist, verzerrte Bewertungsergebnisse in Kauf zu nehmen. Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.369; BAETGE et al. (2009), S.391, 399, 401; HACHMEISTER (1996b), S.365.

²⁴⁴Vgl. dazu und zum folgenden BAETGE et al. (2009), S.399ff. sowie HACHMEISTER (1996b), S.365 bzw. HACHMEISTER (1996a), S.270.

Wird z. B. eine autonome Finanzierungspolitik angenommen, so sind die künftigen Veränderungen der Fremdkapitalbestände bzw. die absolute Höhe des Fremdkapitalbestandes für die einzelnen Perioden zu planen. Hieraus folgt in der Regel ein im Zeitablauf schwankender Verschuldungsgrad, der eine periodenspezifische Anpassung der Eigenkapitalkosten notwendig macht. Die Verwendung der Anpassungsformeln setzt jedoch die Kenntnis des Marktwertes des Eigenkapitals und damit des gesuchten Bewertungsergebnisses voraus, so dass erneut ein Zirkularitätsproblem auftritt.

Im Falle einer wertorientierten Finanzierungspolitik wird mit der Festlegung der Verschuldungsgrade zwar das Zirkularitätsproblem bei den Anpassungsgleichungen umgangen, es ergibt sich allerdings ein Problem hinsichtlich der exakten Bestimmung der künftigen Flows-to-Equity. So sind die Veränderungen der Fremdkapitalbestände, die für die Prognose der einzelnen Flows-to-Equity benötigt werden, in Abhängigkeit von den vorgegebenen Verschuldungsgraden zu planen und damit (indirekt) am zu berechnenden Unternehmenswert auszurichten. Die Cashflows an die Eigentümer können von daher erst nach Berechnung des Unternehmenswertes bestimmt werden.

Die aufgezeigten Probleme lassen sich indes mit Hilfe des sog. „Rollback-Ansatzes“ lösen. Hierbei macht man sich zunutze, dass grundsätzlich eine zirkularitätsfreie Lösung auf analytischem Weg für den Fortführungszeitraum möglich ist. Ausgehend von dem so ermittelten Ergebnis, lässt sich dann der Unternehmenswert in einem mehrstufigen Verfahren sukzessive vom Beginn des Fortführungszeitraumes bis hin zum Bewertungsstichtag „zurückrechnen“.²⁴⁵

Als Alternative zum Un- bzw. Relevieren von Betafaktoren wie in Tabelle 1 dargestellt, besteht auch die Möglichkeit einer „direkten“ Umrechnung der Eigenkapitalkosten verschuldeter bzw. unverschuldeter Unternehmen.²⁴⁶ Sie stellen den Bewerter aufgrund ihrer methodischen Ähnlichkeit allerdings vor die gleichen, oben bereits beschriebenen Probleme, so dass in diesem Zusammenhang auf die zuvor skizzierten Lösungsmöglichkeiten verwiesen werden kann.

²⁴⁵Zur Vorgehensweise beim „Rollback-Verfahren“ vgl. für den Fall einer autonomen Finanzierung HEITZER/DUTSCHMANN (1999), S.1466f. und für die wertorientierte Finanzierung HACHMEISTER (1996a), S.259f., 274ff.. Eine zusammenfassende Betrachtung findet sich bei BAETGE et al. (2009), S.401f..

²⁴⁶Vgl. grundlegend dazu WALLMEIER (1999), S.1473ff., DINSTUHL (2003), S.35ff., 44f. sowie ferner KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.145ff..

2.2.4 Das Residualgewinn-Modell (RIM)

Das Residualgewinn-Modell, das mitunter auch als Abnormal-Earnings-Modell bezeichnet wird,²⁴⁷ basiert ursprünglich auf den Arbeiten von Preinreich, Lücke sowie insbesondere Edwards und Bell und wird ebenfalls zu den zukunftsorientierten Bewertungsmethoden gezählt.²⁴⁸ Obgleich es sich auf dem Gebiet der unternehmensinternen Performancemesung im anglo-amerikanischen Sprachraum bereits vor Jahrzehnten etabliert hat, ist der Brückenschlag zur Unternehmensbewertung und die zunehmende Popularität dieses Modells vor allem auf die Verbreitung der wertorientierten Unternehmensführung seit den 1990er Jahren zurückzuführen.²⁴⁹ Etwa im selben Zeitraum wurde auch in der betriebswirtschaftlichen Forschung aufgrund der Arbeiten von Ohlson ein ganzer Forschungszweig neu angeregt, bei dem das Residualgewinn-Modell eine zentrale Rolle einnimmt.²⁵⁰

In Abgrenzung zu den finanz- bzw. investitionstheoretischen Bewertungsmodellen, die auf erwarteten Cashflows bzw. Dividenden als relevante Bewertungsgröße aufsetzen, wird beim Residualgewinn-Modell auf periodisierte Größen des Rechnungswesens, d. h. Jahresabschlussdaten, abgestellt.²⁵¹ Diese besitzen gegenüber Cashflows den Vorteil, dass sie aufgrund von Abgrenzungsvorschriften die wirtschaftliche Leistung der betrachteten Periode genau(er) abbilden; so ein häufig vorgetragenes, wenngleich umstrittenes Argument von Befürwortern der rechnungswesenbasierten Bewertungsansätze.²⁵² Unmittelbar einleuchtend ist hingegen, dass durch den direkten Rückgriff auf Kerngrößen des Rechnungswesens die mitunter (zeit-)aufwändige Transformation in zahlungsstrombezogene Größen, die zudem eine mögliche Fehlerquelle innerhalb einer Unternehmensbewertung darstellt, entfällt.²⁵³

²⁴⁷Im Unterschied zum Residualgewinn-Modell setzt das Abnormal-Earnings-Modell nicht auf dem Buchwert des Eigenkapitals, sondern auf dem erwarteten Gewinn bzw. dessen Wachstum auf. Beide basieren indes auf denselben theoretischen Grundlagen. Vgl. OHLSON (2009), S.233 sowie grundlegend dazu PENMAN (2010), S.153ff., 199ff..

²⁴⁸Vgl. PREINREICH (1938), S.219ff.; LÜCKE (1955), S.310ff.; EDWARDS/BELL (1961) sowie unter Verweis auf die vorgenannten Quellen COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.605f.. Vereinzelt wird in Zusammenhang mit dem Residualgewinn-Modell zusätzlich auf MARSHALL (1920), KÄFER (1946), S.80ff. sowie PEASNELL (1982), S.361ff. verwiesen. Vgl. ZIMMERMANN/PROKOP (2002), S.273; SPREMANN/ERNST (2011), S.119.

²⁴⁹Vgl. ZIMMERMANN/PROKOP (2002), S.273; SCHULTZE (2003), S.110. Zur Historie des Residualgewinn-Modells vgl. BAUR (2004), S.39ff. sowie PROKOP (2003), S.147. Zur Entwicklung der wertorientierten Unternehmensführung vgl. grundlegend COENENBERG/SALFELD (2007), S.3ff..

²⁵⁰Vgl. OHLSON (1995), S.661ff.; FELTHAM/OHLSON (1995), S.689ff.; FELTHAM/OHLSON (1996), S.209ff.. Bereits zu Beginn der 1990er Jahre kursierten erste Arbeiten von James A. Ohlson hierzu, wie PENMAN (1992), S.468, 483 anführt. Zum angedeuteten Forschungszweig in der Accounting-Literatur vgl. exemplarisch SOLOMONS (1961), S.374ff.; SOLOMON (1966), S.232ff. sowie STAUFFER (1971), S.434ff. und PEASNELL (1982), S.361ff..

²⁵¹Vgl. dazu und zum folgenden ZIMMERMANN/PROKOP (2002), S.272f..

²⁵²Vgl. SCHULTZE (2003), S.138. Zur Diskussion in diesem Zusammenhang vgl. exemplarisch LUNDHOLM/O'KEEFE (2001a), S.311ff., PENMAN (2001), S.681ff. sowie LAFELDT/NIKOLAY (2004).

²⁵³Vgl. ZIMMERMANN/PROKOP (2003), S.134f.; WHITE/SONDHI/FRIED (2003), S.704f.; HORSTER/KNAUER (2012), S.120 ähnlich auch PLENBORG (2002), S.303.

Als zentrale Bewertungsgröße dient hierbei das erwartete Residualeinkommen, welches sich durch Subtraktion des erwarteten Gewinns vom tatsächlich erwirtschafteten Gewinn ermittelt und eine Art Übergewinn der jeweiligen Periode darstellt.²⁵⁴ Der erwartete Gewinn bzw. Sollgewinn bildet demnach den Vergleichsmaßstab, um das tatsächlich erzielte Ergebnis in Relation zu setzen und beurteilen zu können.²⁵⁵ Er berechnet sich als Produkt aus dem Buchwert des Eigenkapitals zum jeweiligen Periodenbeginn und den (periodenspezifischen) Eigenkapitalkosten,²⁵⁶ die als Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber auf das von ihnen eingesetzte Kapital zu verstehen sind. Der tatsächlich erwirtschaftete Gewinn entspricht dem Ergebnis der Gewinn- und Verlustrechnung, d. h. im Rahmen der handelsrechtlich basierten Rechnungslegung dem Jahresüberschuss.

Insgesamt besteht der Unternehmenswert beim Residualgewinn-Modell aus zwei Komponenten: dem Buchwert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag sowie dem Barwert sämtlicher Residualeinkommen der künftigen Perioden.²⁵⁷

$$\text{Unternehmenswert}_{t=0} = EK_{BW}^{t=0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Gewinn}(t) - r_{EK}^v \cdot EK_{BW}^{t-1}}{(1 + r_{EK}^v)^t} \quad (2.7)$$

In Gleichung (2.7) kommt die grundsätzliche Wertkonzeption dieses Ansatzes zum Ausdruck.²⁵⁸ Ausgehend vom Buchwert des Eigenkapitals, der die Basis der Bewertung bildet, resultiert ein höherer (niedrigerer) Marktwert des Eigenkapitals ausschließlich im Falle positiver (negativer) Residualeinkommen. Der Marktwert entspricht folglich genau dann dem Buchwert, wenn das zu bewertende Unternehmen künftig in jeder Periode lediglich den erwarteten Gewinn erwirtschaftet.²⁵⁹ Zur Diskontierung der künftigen Residualgewinne werden hier die periodenspezifischen Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens herangezogen, die sich beispielsweise anhand des CAPM bestimmen lassen.²⁶⁰

Die Verbindung zwischen Markt- und Buchwert setzt indes die Gültigkeit einer Kongruenzbedingung voraus, ohne die der Brückenschlag zwischen dem Rechnungswesen und der Marktbewertung eines Unternehmens nicht gelingt: der *clean surplus relation* (CSR).²⁶¹

²⁵⁴Vgl. PENMAN (2010), S.180.

²⁵⁵Vgl. SPREMANN/ERNST (2011), S.119f..

²⁵⁶Vgl. PROKOP (2004), S.189 unter Verweis auf PEASNELL (1982), S.362ff..

²⁵⁷Der Buchwert des Eigenkapitals muss in Gleichung (2.7) stets mit einem Faktor kleiner als $(1 + r_{EK}^v)$ wachsen, um im Unendlichkeitskalkül die Konvergenz gegen einen endlichen Unternehmenswert zu gewährleisten. Vgl. OHLSON (1995), S.667 sowie LO/LYS (2000), S.341. Aus Darstellungsgründen wird hier auf eine periodenspezifische Notation bei den Eigenkapitalkosten verzichtet.

²⁵⁸Vgl. grundlegend dazu PENMAN (2010), S.148ff..

²⁵⁹Vgl. PALEPU/HEALY (2008), S.7-3.

²⁶⁰Vgl. PENMAN (2010), S.155; BAUR (2004), S.75ff..

²⁶¹Vgl. SPREMANN/ERNST (2011), S.126 sowie grundlegend dazu BRIEF/PEASNELL (1996). In der deutschsprachigen Literatur ist diese Annahme auch als Kongruenzprinzip der dynamischen Bilanz bekannt. Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.606 unter Verweis auf SCHMALENBACH (1962),

Formal wird diese Voraussetzung, mit der sich das Residualgewinn-Modell dann unmittelbar aus dem Dividenden-Diskontierungs-Modell herleiten lässt,²⁶² wie folgt dargestellt:

$$EK_{BW}^t = EK_{BW}^{t-1} + \text{Gewinn}_t - \text{Dividende}_t \quad (2.8)$$

Die *clean surplus relation* besagt, dass alle Veränderungen des Buchwerts des Eigenkapitals, die nicht aus direkten Transaktionen mit den Eigenkapitalgebern wie z. B. Dividendenausschüttungen oder Kapitalerhöhungen resultieren, auf Gewinnthesaurierungen beruhen müssen und damit (erfolgswirksam) über die Gewinn- und Verlustrechnung erfasst werden.²⁶³ Erscheint diese Annahme auf den ersten Blick auch als Selbstverständlichkeit, so finden sich in den vorherrschenden Rechnungslegungssystemen (HGB, IFRS, US-GAAP) dennoch vereinzelt Normen, die zu Kongruenzdurchbrechungen führen bzw. einen sog. *dirty surplus accounting flow* verursachen.²⁶⁴

Der praktischen Anwendbarkeit des Residualgewinn-Modells im Rahmen einer Unternehmensbewertung steht dies jedoch insofern nicht entgegen, als das sich mittels geeigneter Bereinigungen durchaus zukünftige Residualgewinne ermitteln lassen, die den modelltheoretischen Anforderungen genügen, obgleich sie ursprünglich aus nicht CSR-konformen Rechnungslegungssystemen stammen.²⁶⁵ Die Zukunftsorientierung des Modells, infolgeder der die *clean surplus relation* erst für alle *nach* dem Bewertungsstichtag zu planenden Residualgewinne eingehalten werden muss, ermöglicht somit dessen Anwendung.

Eine Verbindung zwischen dem auf periodisierten Größen aufbauendem Rechnungswesen und der zahlungsstrombasierten Investitions- bzw. Unternehmensbewertung, die in der Barwertkompatibilität buchwertbasierter Residualgewinne zum Ausdruck kommt, besteht indes nur bei Einhaltung der Kongruenzbedingung.²⁶⁶ In allgemeiner Notation gilt dann:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Zahlungsüberschuss}_t}{(1 + r_{EK}^v)^t} = EK_{BW}^{t=0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Gewinn}_t - r_{EK}^v \cdot EK_{BW}^{t-1}}{(1 + r_{EK}^v)^t} \quad (2.9)$$

S.96ff.. Nicht zu verwechseln ist das Kongruenzprinzip mit dem Summentheorem, nach dem die Summe aller Zahlungsüberschüsse, der Summe der Jahresüberschüsse über die Lebensdauer eines Investitionsobjektes entsprechen muss. Das Summentheorem stellt eine notwendige, jedoch keine hinreichende Bedingung zur Einhaltung des Kongruenzprinzips dar. Vgl. KROTTER (2007), S.694f. unter Verweis auf ORDELHEIDE (1998), S.517f.

²⁶² Vgl. zur Herleitung u. a. SPREMANN/ERNST (2011), S.128f. bzw. WHITE/SONDHI/FRIED (2003), S.706.

²⁶³ Vgl. u. a. EDWARDS/BELL (1961), S.68; OHLSON (1995), S.661; WHITE/SONDHI/FRIED (2003), S.710.

²⁶⁴ Vgl. SPREMANN/ERNST (2011), S.127; KROTTER (2007), S.696ff.; ZIMMERMANN/PROKOP (2003), S.136ff.. Zum *dirty surplus accounting* vgl. u. a. PENMAN (2010), S.262ff..

²⁶⁵ Vgl. dazu und zum folgenden ZIMMERMANN/PROKOP (2003), S.136 unter Verweis auf LO/LYS (2000), S.341f.; KROTTER (2007), S.710. Diese Möglichkeit übersieht z. B. KREYER (2009), S.21.

²⁶⁶ Vgl. KROTTER (2007), S.692ff.. Als zusätzliche Nebenbedingung weist Krotter zu Recht auf die Verwendung eines einheitlichen Kapitalkostensatzes in Gleichung (2.9) hin.

Der obige Zusammenhang, der in der Betriebswirtschaftslehre als (Preinreich-)Lücke-Theorem bekannt ist,²⁶⁷ begründet die für theoretische und empirische Untersuchungszwecke nützliche Eigenschaft der mathematischen Äquivalenz von Residualgewinn- und Dividenden Diskontierungs- bzw. Discounted-Cashflow-Modell(en). Bei konsistenter Modellhandhabung muss sich folglich eine verfahrensübergreifende Ergebnisgleichheit einstellen.²⁶⁸ Das Residualgewinn-Modell fußt somit ebenfalls auf dem seit langer Zeit anerkannten, theoretischen Fundament des Dividenden Diskontierungs-Modells.²⁶⁹

Das bislang vorgestellte (Netto-)Residualgewinnmodell, welches als Bewertungsergebnis unmittelbar den Marktwert des Eigenkapitals liefert, lässt sich auch in ein Brutto-Modell überführen.²⁷⁰ Analog zu den auf Free Cashflows basierenden Ansätzen im Rahmen der DCF-Methode wird dieses als vorteilhaft erachtet, weil es innerhalb des Bewertungskalküls eine Trennung zwischen dem Leistungs- und Finanzierungsbereich des Bewertungsobjektes ermöglicht. Indem man auf operative Gewinngrößen (vor Zinsabzug) abstellt, eignen sich Brutto-Modelle zudem besser im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung, weil operative Einheiten in der Regel keinen Einfluss auf die Finanzierungsentscheidungen eines Unternehmens haben.²⁷¹ Exemplarisch sei hier auf das Economic Value Added (EVATM)-Modell verwiesen, welches stellvertretend für eine Reihe wertorientierter Residualgewinnkonzepte steht.²⁷²

Angesichts der Popularität wertorientierter Residualgewinnkonzepte in der Unternehmenspraxis,²⁷³ der hohen Transparenz des Bewertungskalküls sowie der theoretischen Fundierung erscheint die vor allem im deutschsprachigen Raum kaum nennenswerte Beachtung des Residualgewinnmodells als eigenständigen Ansatz innerhalb der Unternehmensbewertung recht seltsam.²⁷⁴ So findet sich, trotz der konzeptionellen Nähe zum Ertragswertverfahren und der potentiellen Eignung im Kontext der gutachterlichen Unternehmensbewertung,²⁷⁵ weder innerhalb der berufsständischen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 i. d. F. 2008), noch in der aktuellen Auflage des Wirtschaftsprüfer-Handbuchs ein Hinweis auf dieses Modell.²⁷⁶ Ob dies zum Teil auf die häufig vorgebrachte Kritik zurückzuführen ist, wonach das Residualgewinn-Modell durch

²⁶⁷Vgl. PREINREICH (1938), S.219ff.; LÜCKE (1955), S.310ff. sowie ausführlich dazu KLOOCK (1981), S.873ff. und KRUSCHWITZ (2009), S.171ff.

²⁶⁸Vgl. ZIMMERMANN/PROKOP (2003), S.134ff. unter Verweis auf LUNDHOLM/O'KEEFE (2001a), S.311ff.; PENMAN (1998), S.303ff.; FRANCIS/OLSSON/OSWALD (2000), S.48.

²⁶⁹Vgl. OHLSON (1995), S.664; Lo/Lys (2000), S.341.

²⁷⁰Vgl. bereits PEASNELL (1982), S.362f..

²⁷¹Vgl. SCHULTZE (2003), S.118.

²⁷²Vgl. grundlegend zu den Konzepten bzw. Kennzahlen der wertorientierten Unternehmensführung HAHN/HUNGENBERG/CORDES (2001), S.191ff. sowie CRASSELL/PELLENS/SCHREMPER (2000a), S.72ff. und CRASSELL/PELLENS/SCHREMPER (2000b), S.205ff..

²⁷³Vgl. ADERS et al. (2003), S.719ff.. Ein differenzierteres Bild ergibt sich bei HORSTER/KNAUER (2012), S.122f..

²⁷⁴Vgl. PROKOP (2004), S.188ff..

²⁷⁵Vgl. SCHULTZE (2003), S.149f..

²⁷⁶Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Abschnitt A.

die Bilanzpolitik eines Unternehmens stark beeinflussbar sei, d. h. manipulative Bilanzierungen oder eine qualitativ schlechte Rechnungslegung verzerrte Unternehmenswerte zur Folge haben, soll in dieser Arbeit nicht erörtert werden.²⁷⁷

2.3 Prognoseproblematik und Phasendifferenzierung im Rahmen der zukunftsorientierten Bewertungsmethoden

2.3.1 Planung und Prognose innerhalb des Zukunftserfolgswertkonzeptes

Wird das Konzept des Zukunftserfolgswertes und damit die zuvor dargestellten Bewertungsmethoden grundsätzlich akzeptiert, sind die den Unternehmenswert ausmachenden Größen aufgrund ihrer Zukunftsbezogenheit zum Bewertungszeitpunkt unsicher.²⁷⁸ Die Unsicherheit, mit der sich der Bewertende konfrontiert sieht, bezieht sich zum einen auf alle relevanten, künftigen Umwelt- und Marktentwicklungen, andererseits aber auch auf die Wechselwirkungen zwischen den zu treffenden unternehmerischen Entscheidungen und der angenommenen Umwelt- bzw. Marktentwicklung.²⁷⁹ Zum Zwecke einer fundierten Wertermittlung bedarf es von daher einer Projektion.²⁸⁰

- der künftigen Umwelt- und Marktentwicklungen (*unternehmensexterne Faktoren*)
- sowie der Unternehmensvariablen, d. h. der beabsichtigten Geschäftspolitik (*unternehmensinterne Faktoren*).

Beide „Aktivitäten“ sind im Zuge der zukunftsorientierten Unternehmensbewertung klarerweise unumgänglich und zugleich eng miteinander verbunden.²⁸¹ So kann die künftige Entwicklung eines Unternehmens nur unter Kenntnis der beabsichtigten Geschäftspolitik realistisch abgeschätzt werden. Zur Formulierung der Geschäftspolitik, die anhand einer Unternehmensplanung zu fundieren ist, bedarf es wiederum einer Prognose der künftigen Marktentwicklung, die dann z. B. in die Umsatzplanung einfließt.

²⁷⁷Einen Überblick zur Kritik am Residualgewinn-Modell liefert u. a. BAUR (2004), S.133ff., der zugleich auf den „Selbstdisziplinierungseffekt“ der *clean surplus relation* hinweist, welcher der Manipulationsanfälligkeit des Residualgewinn-Modells entgegenwirkt. Vgl. ebenda, S.64ff., 85.

²⁷⁸Vgl. exemplarisch COENENBERG (1971), S.59 sowie grundlegend zu den Informationseigenschaften zukunftsbezogener Aussagen vgl. WILD (1982), S.87ff., 124ff..

²⁷⁹Vgl. BALLWIESER (2011), S.49f.; HACHMEISTER (1995), S.74.

²⁸⁰Vgl. grundlegend dazu MOXTER (1983), S.102f., der vom sog. Ertragsfaktorenprinzip spricht, sowie DIRRIGL (1988), S.155ff. und LEUTHIER (1988), S.33ff..

²⁸¹Vgl. dazu und zum folgenden BRETZKE (1975b), S.87ff.; OSSADNIK (1984), S.35ff.; BALLWIESER (1980), S.50.

Planung und Prognose bedingen sich somit gegenseitig und der zu ermittelnde Unternehmenswert hängt primär von der Qualität beider ab.²⁸² Vor diesem Hintergrund wird der Planungs- und Prognoseprozess mittlerweile vielfach als das eigentliche Problem der (zukunftsorientierten) Unternehmensbewertung angesehen.²⁸³

Als zukunftsorientierte Aussagen zum Zwecke der Entscheidungsfindung sind Planung und Prognose zwar eng verzahnt,²⁸⁴ dennoch sind sie inhaltlich voneinander abgrenzbar.²⁸⁵ Wie bereits zuvor angedeutet, entstammt die Unsicherheit der Zukunftserfolge nicht nur unternehmensexternen Faktoren, sondern unterliegt zu einem gewissen Teil auch dem Einfluss des (künftigen) Managements. Überträgt man die Unterteilung in beeinflussbare (*unternehmensinterne*) und unbeflussbare (*unternehmensexterne*) Faktoren des Zukunftserfolges auf den Planungs- und Prognoseprozess, so werden die beeinflussbaren Faktoren im Rahmen der (Unternehmens-)Planung von Seiten des Managements festgelegt.²⁸⁶ Der Planungsprozess erstreckt sich somit auf alle Teilbereiche der Geschäftspolitik des Unternehmens und liefert im Ergebnis eine Antwort auf die Frage „*Was wird beabsichtigt zu tun?*“. Demgegenüber bezieht sich die Prognose auf die unbeflussbaren Variablen, worunter die Gesamtheit aller Umwelt- und Marktfaktoren gefasst wird. Man versucht dabei die Frage „*Was wird sein?*“ zu erschließen.²⁸⁷ Auf Basis dieser Abgrenzung lässt sich eine sinnvolle Strukturierung des Planungs- und Prognoseprozesses zur Projektion der Zukunftserfolge erzielen,²⁸⁸ wie Abbildung 7 auf Seite 48 verdeutlicht.

²⁸²Vgl. SCHULTZE (2003), S.219; KUHNER/MALTRY (2006), S.93.

²⁸³Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A220ff.; MANDL/RABEL (2012), S.59; KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.187ff.; PALEPU/HEALY (2008), S.6-1; HELBLING (2002), S.736.

²⁸⁴Vgl. DECKER (2008), S.124 sowie grundlegend dazu MAKRIDAKIS/WHEELWRIGHT/HYNDMAN (1998), S.2ff. bzw. PICOT (1977), S.2149.

²⁸⁵Vgl. dazu und zum folgenden BRETZKE (1975b), S.87f.; BALLWIESER (1990), S.23ff.; DIRRIGL (1988), S.155ff.; REISS (1989), Sp.1631. Reiss merkt allerdings zu Recht an, dass Planung und Prognose regelmäßig sich überschneidende Informationsinteressen befriedigen, was deren Abgrenzbarkeit einschränkt. Zudem weist Ballwieser darauf hin, dass in der gesamten wissenschaftlichen Literatur keine einheitliche Terminologie in Bezug auf die Begriffe *Planung* und *Prognose* existiert, wodurch eine allgemeingültige Abgrenzung zusätzlich erschwert wird. Vgl. BALLWIESER (1990), S.23.

²⁸⁶Bretzke verwendet in diesem Zusammenhang für die beeinflussbaren Faktoren den Begriff der Instrumentvariablen. Die unbeflussbaren Faktoren, deren Ausprägung das Ergebnis des Prognoseprozesses ist, werden hingegen als autonome Variablen bezeichnet. Vgl. BRETZKE (1975b), S.87f. bzw. BRETZKE (1975a), S.497f..

²⁸⁷Pfeiffer ist hier anderer Ansicht. Vgl. PFEIFFER (1974a), S.162.

²⁸⁸Vgl. OSSADNIK (1984), S.37.

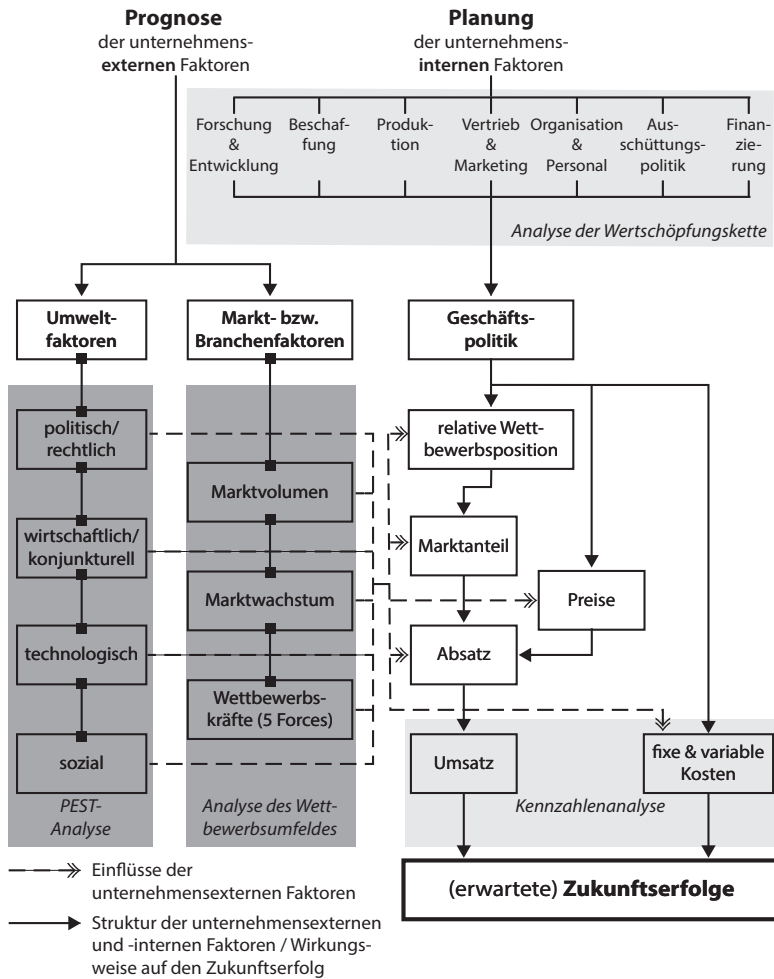


Abbildung 7: Grundlegende Struktur des Planungs- und Prognoseprozesses²⁸⁹

²⁸⁹In Anlehnung an VINCENTI (2004), S.81.

Ungeachtet der Strukturierungsmöglichkeiten bleibt es jedoch grundsätzlich problematisch, dass sich Prognosen *ex definitione* stets auf einen künftigen Zeitpunkt oder Zeitraum beziehen, jenseits dessen sie erst verifizierbar bzw. falsifizierbar sind.²⁹⁰ Am Bewertungsstichtag lässt sich somit auch nicht ihr empirischer, sondern nur ihr logischer Wahrheitsgehalt überprüfen, der sich lediglich auf die der Prognose zugrundeliegenden, deduktiven Schlussfolgerungen beziehen kann.²⁹¹

Dem Bereich der betrieblichen Abschlussprüfung entstammen in diesem Zusammenhang verschiedene Richtlinien zur Durchführung von Prognose- und Schätzprüfungen, die im Ergebnis jedoch nur Aussagen über die Richtigkeit der Herleitung und die Angemessenheit der dabei verwendeten Methoden zulassen.²⁹² Des weiteren verbleibt dem Bewertenden noch die Möglichkeit, die getroffenen Annahmen einer Plausibilitätsprüfung zu unterziehen.²⁹³

Im Kontext der Unternehmensbewertung muss dabei vor allem die Glaubwürdigkeit bzw. Realitätsnähe der Erwartungen in Bezug auf das künftige Markt- und Wettbewerbsumfeld beurteilt werden. Diese schwierige Aufgabe verlangt, neben einer genauen Kenntnis des zu bewertenden Unternehmens, umfangreiche Branchen- und Marktkenntnisse, so dass zur Abschätzung der Entwicklungsmöglichkeiten speziell den Erfahrungswerten des bzw. der Verantwortlichen eine entscheidende Bedeutung beikommt. Auch wenn die Mannigfaltigkeit potentieller Entwicklungspfade in der Regel ein breites Spektrum plausibler Annahmen erlaubt, lassen sich im Rahmen einer Plausibilitätsprüfung stets einige herausfiltern, die vor dem Hintergrund gesamtwirtschaftlicher, branchen- oder unternehmensspezifischer Gegebenheiten von vornherein als unplausibel einzustufen sind und demzufolge ausscheiden.²⁹⁴

Aus zeitlicher Perspektive geht der Prognoseprüfung stets eine Prognosebildung voraus.²⁹⁵ Zu diesem Zwecke existiert eine Vielzahl an qualitativen und quantitativen Prognoseverfahren,²⁹⁶ aus denen der Bewertende unter Berücksichtigung der spezifischen Anforderungen des Prognoseproblems, aber auch unter Kosten- und Nutzenabwägungen, eine

²⁹⁰Vgl. OSSADNIK (1984), S.37. Eine Definition des Prognosebegriffs findet sich u. a. bei BRETZKE (1975b), S.116ff. sowie PICOT (1977), S.2149.

²⁹¹Vgl. dazu sowie grundlegend zur Prognoseprüfung ARBEITSKREIS EXTERNE UND INTERNE ÜBERWACHUNG DER UNTERNEHMUNG DER SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT FÜR BETRIEBSWIRTSCHAFT (2003), S.108f.; BRETZKE (1992), Sp.1437ff.; MANDL/JUNG (2002), Sp.1700, 1704f..

²⁹²Vgl. dazu die Auflistung in MANDL/JUNG (2002), Sp.1703f..

²⁹³Vgl. PFEIFFER (1974b), S.191. Zur Plausibilitätsprüfung von Prognosen im Rahmen der Unternehmensbewertung vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A243ff.; KUHNER/MALTRY (2006), S.99ff.; KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.99; KRANEBITTER (2007), S.168f., 173f..

²⁹⁴Vgl. KUHNER (2006), S.718.

²⁹⁵Pfeiffer beschreibt abweichend hiervon einen simultanen Prognosebildungs- und prüfungsprozess, den er als Doppelfunktion charakterisiert. Vgl. PFEIFFER (1974a), S.161, 165.

²⁹⁶Der Begriff des Prognoseverfahrens wird hier und im folgenden synonym zum Begriff der Prognosemethode bzw. des Prognosemodells verwendet. Vgl. HANSMANN (1995), S.270.

geeignete Auswahl zu treffen hat.²⁹⁷ Die dichotome Klassifizierung ist dabei grundsätzlich nicht so zu verstehen, dass quantitative und qualitative Ansätze einander ausschließen.²⁹⁸ Vielmehr handelt es sich häufig um komplementäre Methoden, die gleichermaßen im Zuge der Prognosebildung zur Anwendung gelangen können.

Trotz aller Methodenvielfalt mangelt es jedoch bis heute an einer in sich geschlossenen, empirisch abgesicherten Theorie zur betriebswirtschaftlichen Prognosebildung.²⁹⁹ Angesichts unzähliger externer und interner Einflussfaktoren sowie deren komplexer Verknüpfungen, die sich mitunter durch Zeitverzögerungen, Rückkopplungen und andere Formen der (dynamischen) Interdependenz auszeichnen,³⁰⁰ mag es nicht allzu sehr verwundern, dass eine vollständige Erfassung all dieser Aspekte innerhalb eines Prognosemodells unmöglich ist.³⁰¹ Die generelle Komplexität des Prognoseproblems, darf indes nicht als Anlass zum „wissenschaftlichen Fatalismus“ genommen werden.³⁰² *„Daß Prognosen falsch sein können, ist kein Grund, auf sie zu verzichten. Ebenso wenig wie eine Fehlplanung im Unternehmen die Planungsnotwendigkeit im Unternehmen in Frage stellt, wird auch die Notwendigkeit zur Prognose durch Fehlschläge als solche nicht widerlegt.“*³⁰³ Prognosefehler sind demnach in Kauf zu nehmen, wenngleich der Bewertende diese durch Anwendung geeigneter Verfahren in jedem Fall minimieren sollte. Die Tatsache, dass eine vollständige Bewältigung der prognose- bzw. zukunftsbezogenen Unsicherheit außer Frage steht, entbindet ihn nämlich nicht von seiner Pflicht, sich um eine weitestgehende Unsicherheitsreduktion zu bemühen, was ohnehin seinem eigenen Interesse entsprechen dürfte.

²⁹⁷Einen umfassenden Überblick über die in Frage kommenden Verfahren und deren geeignete Auswahl liefern u. a. MAKRIDAKIS/RESCHKE/WHEELWRIGHT (1980), S.17ff., 43; HANSMANN (1995), S.271ff.; EMDE (1989), Sp.1645ff. sowie speziell im Kontext der Unternehmensbewertung KUHNER/MALTRY (2006), S.93ff..

²⁹⁸Vgl. VINCENTI (2004), S.142.

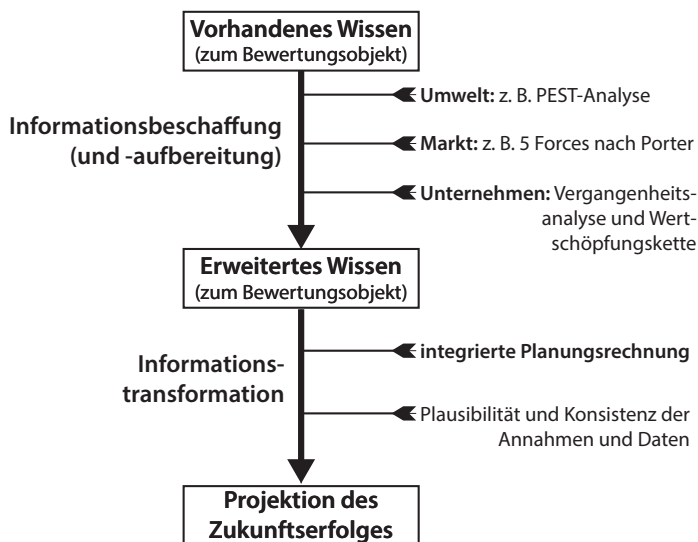
²⁹⁹Vgl. KUHNER (2006), S.714, 720; ferner bereits SCHWIETERT (1975), S.482. Im Vergleich zu naturwissenschaftlichen Gesetzmäßigkeiten, die sich insbesondere durch die Zeitstabilität des zugrundeliegenden Ursachensystems auszeichnen, ist die sog. Zeitstabilitätshypothese in Bezug auf betriebswirtschaftliche Gesetzmäßigkeiten streng genommen nie vollständig erfüllt bzw. erfüllbar. Zurückzuführen ist dies vor allem darauf, dass Entwicklungen im betriebswirtschaftlichen Umfeld das Ergebnis vieler unterschiedlicher, nicht kalkulierbarer Einzelhandlungen der Wirtschaftssubjekte darstellen. Darüber hinaus erfolgt in der Betriebswirtschaftslehre im Gegensatz zur Volkswirtschaftslehre auch keine Aggregatsbetrachtung, durch die z. B. das unsystematische Verhalten einzelner Wirtschaftssubjekte eliminiert wird. Folglich konstatiert Kuhnert zu Recht, dass eine wissenschaftliche Fundierung einzelwirtschaftlicher Prognosebildung kaum möglich ist. Zur Zeitstabilitätshypothese vgl. WILD (1982), S.93ff. sowie HANSMANN (1993), Sp.3546.

³⁰⁰Vgl. exemplarisch dazu STERMAN (2004).

³⁰¹Vgl. VINCENTI (2004), S.87, 282.

³⁰²Vgl. BRETZKE (1975b), S.116.

³⁰³SCHWIETERT (1975), S.481.

Abbildung 8: Informationsbezogene Stufen des Bewertungsprozesses³⁰⁷

Die Unsicherheit, die aufgrund der unvollkommenen Informationslage besteht,³⁰⁴ kann letztlich nur durch eine Verbesserung des Informationszustandes bzw. -grades in Kombination mit planerischen Maßnahmen reduziert werden.³⁰⁵ Die Gewinnung relevanter Informationen bildet somit den ersten Schritt im Rahmen des Bewertungsprozesses und ist für diesen von ausschlaggebender Bedeutung, was in Abbildung 8 auf Seite 51 zum Ausdruck kommt.³⁰⁶

³⁰⁴Eine ausführliche Auseinandersetzung mit dem Begriff der unvollkommenen Information findet sich u. a. bei VINCENTI (2004), S.171ff. sowie COENENBERG (1971), S.58ff.

³⁰⁵Vgl. grundlegend dazu BRETZKE (1975b), S.74ff.; WILD (1982), S.119, 140ff.; MÜLLER (1993), Sp.3820; MAG (1993), Sp.3206ff.; ALVANO (1988), S.111.

³⁰⁶Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A223ff. bzw. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.69ff. Bei der Gewinnung von Informationen betrifft die Unsicherheit insbesondere solche, die sich dem Einfluss bzw. der Kontrolle des Bewertenden im Rahmen seiner Planung entziehen, weshalb das Informationsbeschaffungsproblem der Planung im Kern ein Prognoseproblem darstellt. Vgl. WILD (1982), S.118ff. sowie MAG (1993), Sp.3206. Die enge Verbindung zwischen Planung und Prognose wird in diesem Zusammenhang erneut deutlich.

³⁰⁷In Anlehnung an VINCENTI (2004), S.140.

Unabhängig davon ob hierbei externe oder interne Informationsquellen herangezogen werden, spielen Kosten- und Nutzenabwägungen eine Rolle, um die Wirtschaftlichkeit bzw. Vorteilhaftigkeit von Informationsbeschaffungsmaßnahmen zu beurteilen.³⁰⁸ Die Beschaffung umfasst dabei generell umwelt-, markt- und unternehmensbezogene Informationen,³⁰⁹ die in ihrem Aussagegehalt zwar zukunftsorientiert sein müssen, sich grundsätzlich jedoch auch auf vergangene und gegenwärtige Anhaltspunkte stützen können.³¹⁰

Trotz aller nachdrücklichen Betonung der Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung ist in diesem Zusammenhang die Bedeutung der Vergangenheits- und Lageanalyse unbestritten, die zudem als ein Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung anerkannt wird.³¹¹ Zwangsläufig bildet die Analyse der jüngeren Vergangenheit eine empirisch fundierte Ausgangsbasis für die anzustellenden Überlegungen zur Projektion der künftigen Entwicklungen und lässt sich gewissermaßen als notwendigen „Zwischenschritt“ zur Prognose beschreiben.³¹² Da man in der Regel jedoch keinen ursächlichen Zusammenhang zwischen den Vergangenheitsdaten und den Zukunftserfolgen unterstellen kann, verbietet sich in jedem Fall eine bloße Bereinigung vergangener Daten zum Zwecke der Extrapolation.³¹³ Vielmehr geht es darum, die bisherige leistungs- und finanzwirtschaftliche Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens vor dem Hintergrund des spezifischen Betriebs- und Marktumfeldes kritisch zu würdigen, um Erkenntnisse über die Ursachen und Wirkungszusammenhänge interner und externer Einflussfaktoren der betrieblichen Ertragskraft sowie deren Nachhaltigkeit zu gewinnen.³¹⁴ Die erhobenen Informationen sind im Rahmen einer umfassenden Analyse des Unternehmens und seiner Umwelt zu verarbeiten und auszuwerten.

³⁰⁸Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A225; PEEMÖLLER (2012), S.40. Neben Kriterien wie z. B. dem Aktualitäts-, dem Verlässlichkeits- und dem Vollständigkeitsgrad, richtet sich der Nutzen bzw. Wert einer Information insbesondere nach dem (bewertungsbezogenen) Informationsgehalt. Dieser ist umso größer, je mehr eine Information von den Erwartungen vor dem Zeitpunkt der Informationsgewinnung abweicht. Denn nur in diesem Fall ergibt sich ein Informationszuwachs. Vgl. BRETZKE (1975b), S.75f. sowie grundlegend zum Wert und zu den Eigenschaften von Informationen WILD (1971), S.315ff., sowie WILD (1982), S.124ff. bzw. VINCENTI (2004), S.189ff..

³⁰⁹Zum Informationsbeschaffungsprozess im Rahmen der Unternehmensbewertung vgl. SCHACHT (2009), S.36ff.; NIESWANDT/SEIBERT (2004), S.21ff..

³¹⁰Vgl. dazu und zum folgenden INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A224, 228ff.; ARBEITSKREIS UNTERNEHMENSBEWERTUNG (2003); ferner HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.69ff.. Die informationstechnischen Entwicklungen der vergangenen Jahre haben dazu geführt, dass heutzutage die sachgerechte Informationsauswahl nahezu ein größeres Problem als die Informationsbeschaffung darstellt.

³¹¹Vgl. dazu bereits MOXTER (1983), S.97ff. sowie BALLWIESER (1990), S.78ff., 86f.. Umfassend zur Vergangenheits- und Lageanalyse vgl. POPP (2012), S.173ff.; WOLLNY (2010), S.143ff.; sowie KRANEBITTER (2007), S.151ff..

³¹²Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.72; WOLLNY (2010), S.144; DIEDRICH (1993), S.92; HANSMANN (1995), S.269.

³¹³Vgl. POPP (2012), S.190f.; LEUTHIER (1988), S.31.

³¹⁴Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A228ff. sowie ERNST (2012), S.222ff..

Die Erkenntnisse aus der Informationsbeschaffung und -aufbereitung gehen schließlich in die integrierte Planungsrechnung ein (*Informationstransformation*), die aus aufeinander abgestimmten Plan-Rechenwerken (Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, Plan-Kapitalflussrechnungen) besteht und die quantitativen Daten für den aufzustellenden Bewertungskalkül enthält.³¹⁵ Idealtypischerweise schließt sich diese „nahtlos“ an den aktuellen Jahresabschluss an und genügt damit dem Grundsatz der Bilanzidentität.³¹⁶ Der Detaillierungsgrad einer solchen Planungsrechnung ist prinzipiell variabel, mitunter wird jedoch empfohlen von einer zu hohen Detaillierung abzusehen, weil man auf diese Weise eine Konzentration auf die wesentlichen Werttreiber der bewertungsrelevanten Größe(n) erreichen kann.³¹⁷

Das Zahlenmaterial über die zukünftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des zu bewertenden Unternehmens ist neben der zuvor angesprochenen Plausibilitäts- auch einer Konsistenzprüfung zu unterziehen, um methodische Planungsfehler in Form von Widersprüchlichkeiten zwischen den einzelnen Rechenwerken aufzudecken und mithin unrealistische Planannahmen transparent zu machen.³¹⁸ Im Gegensatz zur Plausibilitätsprüfung stellt die Konsistenzprüfung eher eine „technische Übung“ dar, in der die quantitativen Proportionen der Planelemente untereinander verprobt werden.

Insgesamt kommt beiden Arten von Prüfungshandlungen eine hervorzuhebende Bedeutung im Rahmen der Informationstransformation zu, beeinflussen sie doch maßgeblich die Qualität eines primär planungs- bzw. prognoseabhängigen Bewertungsergebnisses und stellen darüber hinaus die Nachvollziehbarkeit der einer Bewertung zugrundeliegenden Annahmen sicher.³¹⁹

Die zuvor beschriebenen Herausforderungen im Rahmen einer prospektiven Rechnung betreffen neben der Bestimmung von Höhe und Entwicklung der Zukunftserfolge des zu bewertenden Unternehmens auch die Diskontierungsfaktoren, welche bekanntlich die Zukunftserfolge der Handlungsalternative widerspiegeln.³²⁰ Zudem ist die Länge des Projektionszeitraumes abzuschätzen, die klarerweise mit der erwarteten Lebensdauer des Bewertungsobjektes übereinstimmen muss. Unter Berufung auf die Going-Concern Prämisse geht man dabei vereinfachend von einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens aus. Hierdurch wird zwar die Komplexität des Prognoseproblems vermindert, zugleich abstrahiert man jedoch gänzlich von der realistischen Gefahr einer möglichen

³¹⁵Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.27; MANDL/RABEL (1997a), S.158ff.; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2010), S.14ff..

³¹⁶Vgl. KRANEBITTER (2007), S.167.

³¹⁷Vgl. PALEPU/HEALY (2008), S.6-2, 8-6; HERTER (1994), S.61 sowie bereits TEICHMANN (1975b), S.266.

³¹⁸Vgl. dazu sowie zu den nachfolgenden Ausführungen über die Konsistenz- und Plausibilitätsprüfung im Kontext von Planung und Prognose INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A220; KUHNER/MALTRY (2006), S.98ff.; KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.97ff.; KUHNER (2006), S.718; KRÜTZFELDT (2008), S.80.

³¹⁹Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A145f..

³²⁰Vgl. dazu und zum folgenden DIRRIGL (1988), S.19, 166; KLEBER (1989), S.238 sowie bereits JAENSCH (1966), S.33.

Insolvenz des Unternehmens zu einem späteren Zeitpunkt. Eine derartige Vereinfachung wird nicht erst seit Neuestem kritisch gesehen und deshalb innerhalb der nachfolgenden Abschnitte näher beleuchtet.³²¹

2.3.2 Zur Annahme der ewigen Lebensdauer in der Unternehmensbewertung

2.3.2.1 (Normative) Grundlagen der Annahme der ewigen Lebensdauer in der Unternehmensbewertung

Die Annahme einer ewigen Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens stellt gegenwärtig in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung den Regelfall dar.³²²

Man beruft sich in diesem Zusammenhang einerseits auf die handelsrechtliche Fortführungsannahme, die sog. Going Concern-Prämisse, die auf nationaler Gesetzesebene innerhalb des §252 Abs.1 Nr.2 Handelsgesetzbuch kodifiziert ist.³²³ Demnach besteht die Regelvermutung über eine Fortführung der Unternehmenstätigkeit grundsätzlich dann, wenn „...dem nicht tatsächliche oder rechtliche Gegebenheiten entgegenstehen.“³²⁴ Das IDW, wie auch das International Accounting Standards Board (IASB) liefern ergänzende Hinweise, die zur Konkretisierung des Gesetzestextes herangezogen werden können. So sollte das Unternehmen in der Vergangenheit nachhaltige Gewinne erzielt haben, leicht auf finanzielle Mittel zurückgreifen können, nicht von einer bilanziellen Überschuldung bedroht sein und die Fortführung klarerweise beabsichtigt sein. Das Prinzip der Unternehmensfortführung ist darüber hinaus auch in der Steuerbilanz bei der Teilwertkonzeption verankert.³²⁵

Neben der handels- bzw. steuerrechtlichen Fundierung, gründet sich die Annahme der ewigen Lebensdauer insbesondere auf den vom IDW veröffentlichten S 1, der als maßgebend für die deutsche Bewertungspraxis gilt. Gemäß der Verlautbarung ist in der Mehrzahl der Bewertungsfälle von einer unbegrenzten Lebensdauer auszugehen, so dass es bei Zugrundelegung dieser Annahme nicht einer besonderen Begründung seitens des Bewertenden bedarf.³²⁶ Zwar wird auch die Möglichkeit einer zeitlichen Begrenzung der Unternehmensexistenz eingeräumt, nach Meinung des Fachgutachtens dürfte dies jedoch gemeinhin die

³²¹Vgl. dazu bereits KÄFER (1972), S.117ff. sowie aktuell FRÜHLING (2009), S.200ff.; GLEISSNER (2010), S.735ff.; BACHL (2010), S.41; KNABE (2012).

³²²Für die Praxis vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.85; INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A155, 234. Für die Theorie vgl. u. a. PEEMÖLLER (2012), S.39; BALLWIESER (2011), S.60.

³²³Zur Going Concern-Prämisse auf internationaler Ebene vgl. insbesondere die Arbeit von BORITZ (1991), S.1ff., 15ff. sowie auf nationaler Ebene ADAM/QUICK (2010), S.243ff..

³²⁴§252 Abs.1 Nr.2 Handelsgesetzbuch (HGB).

³²⁵§6 Abs.1 Nr.1 Satz 4 Einkommensteuergesetz (EStG) und §10 Satz 3 Bewertungsgesetz (BewG).

³²⁶Vgl. dazu und zum folgenden HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.85; BACHL (2010), S.41.

Ausnahme darstellen. Konkrete Anhaltspunkte, vor welchem Hintergrund eine mögliche Begrenzung als sachgerecht beurteilt werden kann, liefert die Verlautbarung des IDW nicht.

Das der Ansatz der ewigen Rente als konkurrenzlos erachtet wird,³²⁷ ist abseits von normativen Grundlagen, vor allem auch Ausdruck der Unmöglichkeit eine glaubwürdige Hypothese über die Lebensdauer eines Unternehmens aufzustellen.³²⁸ Zwar wird man in vielen Bewertungsfällen, gerade in Anbetracht verfügbarer Insolvenzstatistiken, nicht tatsächlich von einer unbegrenzten Unternehmensexistenz ausgehen können; vielmehr lässt sich die Vorgehensweise als (weitere) Maßnahme zur Komplexitätsreduktion auffassen.³²⁹ Der Bewertende umgeht somit nicht nur die unangenehme, zumal unlösbare Frage, wann die Unternehmenstätigkeit aller Voraussicht nach eingestellt wird, sondern auch welche Zahlungen zu diesem Zeitpunkt gegebenenfalls noch anfallen.³³⁰

Klarerweise stellt das Modell der ewigen Rente eine relativ grobe Vereinfachung dar, dem jedoch als einzige Alternative die Abschätzung eines zeitlich entfernten Liquidationszeitpunktes und -wertes gegenübersteht, die mit (mindestens) ebenso großen Problemen und Unsicherheiten behaftet ist.³³¹ Ein Bewertungsfehler ist zudem erst zu erwarten, wenn der künftige Liquidationswert von dem Barwert der Zahlungsüberschüsse, die mit Ansatz der ewigen Rente dann fälschlicherweise nach dem tatsächlichen Liquidationszeitpunkt unterstellt werden, gravierend abweicht oder gleich Null ist.³³² Abschwächend wirkt sich in diesem Zusammenhang auch der Diskontierungseffekt aus. Die Prämisse einer ewigen Lebensdauer kann also, besonders unter pragmatischen Gesichtspunkten, als durchaus zweckmäßig beurteilt werden, wenngleich die Möglichkeit einer begrenzten Unternehmensexistenz sowie die damit verbundenen Auswirkungen auf die Bewertung in jedem Fall zu prüfen sind.³³³

³²⁷Vgl. WOLLNY (2010), S.207.

³²⁸Vgl. KUHNER/MALTRY (2013), S.747; DIRRIGL (1988), S.166; BALLWIESER (2002), S.737.

³²⁹Vgl. TINZ (2010), S.25f..

³³⁰Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER (1998), S.1041. In diesem Zusammenhang wurde in der Literatur das sog. *Kruschwitz-Löffler-Paradoxon* diskutiert vgl. ebenda, S.1041ff.; MATSCHKE/HERING (1999), S.920ff.; BLAUFUS (2002), S.1517ff.; KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2003c), S.1401f..

³³¹Vgl. WIDMANN (2010), Rn.186.

³³²Vgl. dazu und zum folgenden STELLBRINK (2005), S.43.

³³³Vgl. BACHL (2010), S.42.

2.3.2.2 Die Diskussion um die Annahme der ewigen Lebensdauer in der Unternehmensbewertung

Die Annahme der ewigen Lebensdauer wird jedoch schon seit geraumer Zeit kritisch beäugt. So weist bereits *Käfer* darauf hin, dass die zeitliche Unbestimmtheit der Unternehmensexistenz, nicht zugleich als zeitliche Unbegrenztheit interpretiert werden sollte.³³⁴ Im Gegensatz zu den Verlautbarungen der Wirtschaftsprüfer sieht er den Regelfall vielmehr in der begrenzten Unternehmensdauer, die Annahme der Ewigkeit hingegen als Sonderfall, mit deren Hilfe gewisse Probleme schlicht künstlich vereinfacht werden. Dieser Sichtweise entspringt grundsätzlich auch die Diskussion um die Einbindung der ewigen Rente in den Bewertungskalkül, die nach Ansicht verschiedener Autoren nicht im Einklang mit empirischen Daten zur Lebensdauer von Unternehmen steht und die damit verbundene Relevanz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten vernachlässigt.

Anhand einfacher Berechnungen zeigen beispielsweise *Frühling* und auch *Morris*, dass der Ewigkeitskalkül zum Teil signifikante Bewertungsfehler hervorrufen kann,³³⁵ die zu meist in einer systematischen Überschätzung des Unternehmenswertes münden.³³⁶ Zur Ermittlung des *absoluten Bewertungsfehlers* wird die Differenz zwischen dem Barwert einer ewigen Rente und dem Barwert eines zeitlich begrenzten, konstanten Zahlungsstromes (Rente) gebildet, der sich *ceteris paribus* bei einer zuvor festgelegten Lebensdauer des Unternehmens ergibt. Der *relative Bewertungsfehler* kann, analog zur vorherigen Methodik, anhand des Quotienten aus ewiger Rente und zeitlich begrenzter Zahlungsreihe berechnet werden.

$$\begin{aligned} \text{Relativer Bewertungsfehler} &= \frac{\frac{1}{r}}{\frac{(1+r)^n - 1}{(1+r)^n \cdot r}} - 1 \\ &= \frac{(1+r)^n}{(1+r)^n - 1} - 1 \end{aligned} \quad (2.10)$$

Bezogen auf den Rentenbarwert einer n-periodigen Zahlungsreihe gibt Gleichung (2.10) an, um wieviel Prozent der Barwert einer ewigen Rente diesen überschreitet. Auf den Bewertungskalkül übertragen weist der relative Bewertungsfehler somit die Überschätzung aus, die der Ansatz der ewigen Rente bei einer tatsächlich begrenzten Lebensdauer des Unternehmens von (*n*) Jahren auslöst. Generell variiert der Bewertungsfehler in Abhängigkeit von der Lebensdauer, dem Kapitalkostensatz sowie gegebenenfalls der Wachstumsrate.

³³⁴Vgl. dazu und zum folgenden *KÄFER* (1972), S.117ff..

³³⁵Vgl. *FRÜHLING* (2004), S.745f.; *FRÜHLING* (2009), S.200ff.; *MORRIS* (2009), S.1ff..

³³⁶Vgl. *ERNST/SCHNEIDER/THIELEN* (2012), S.38 Fn.15.

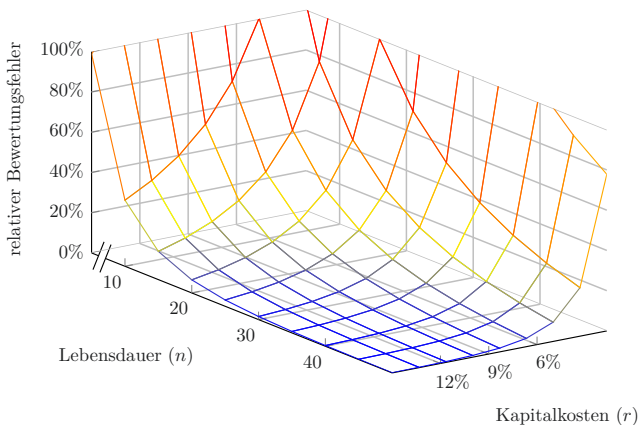


Abbildung 9: Der relative Bewertungsfehler in Abhängigkeit von Kapitalkosten und (tatsächlicher) Lebensdauer

Abstrahiert man vernünftigerweise von der Möglichkeit ein bestimmtes Fehlerniveau im Rahmen der Bewertung (bewusst) in Kauf zu nehmen, so lässt Abbildung 9 deutlich erkennen, dass unter Berücksichtigung realistischer Kapitalkostensätze (6-12%) relativ hohe Erwartungen hinsichtlich der Lebensdauer eines Unternehmens unterstellt werden müssen, was gleichermaßen eine geringe Insolvenzwahrscheinlichkeit voraussetzt. Ob durch das Ewigkeitspostulat tatsächlich ein (schwerwiegender) Bewertungsfehler begangen wird, bleibt jedoch in erster Linie eine empirische Frage.

Anhand einer weltweiten Erhebung basierend auf 50000 börsennotierten Unternehmen, ermitteln beispielsweise *Lobe* und *Hölzl* über den Zeitraum von 1986 bis 2008 eine durchschnittliche Insolvenzrate von 0,18% pro Jahr.³³⁷ Legt man diesen Wert exemplarisch als Insolvenzwahrscheinlichkeit zu Grunde, so beläuft sich die kumulierte Fortführungswahrscheinlichkeit eines durchschnittlichen Unternehmens selbst bei einem Betrachtungszeitraum von 120 Jahren auf über 80%.³³⁸ Im Umkehrschluss wären über eine derart langfristige Zeitspanne nicht einmal ein Fünftel der betrachteten Unternehmen insolvent geworden, weshalb sich der Ansatz einer ewigen Rente unter diesen Voraussetzungen durchaus begründen lässt.

³³⁷Vgl. dazu und zum folgenden LOBE/HÖLZL (2011), S.252ff..

³³⁸Der Betrachtungszeitraum von 120 Jahren wurde hier bewußt in Anlehnung an die Ausführungen von *Frühling* gewählt. Vgl. FRÜHLING (2009), S.200f.. Die kumulierte Fortführungswahrscheinlichkeit ergibt sich hierbei nach folgender Berechnung: $(1 - 0.0018)^{120}$.

Einschränkend ist in Bezug auf das vorherige Ergebnis allerdings zu berücksichtigen, dass im Rahmen der Erhebung ausschließlich börsennotierte Unternehmen betrachtet wurden. *Knoll* und *Tartler* weisen darauf hin, dass hingegen über 95% aller durchgeführten Bewertungen klein- und mittelständische Unternehmen betreffen, die in der Regel nicht börsennotiert sind.³³⁹ Vermutlich wären dabei abweichende Ergebnisse zu erwarten. Darüber hinaus ist die Verwendung einer zeit- und unternehmensunabhängigen Insolvenzrate kritisierbar, weil auf diese Weise konjunktur- bzw. zeitbezogene Schwankungen der Insolvenzrate gänzlich unbeachtet bleiben und man obendrein die Tatsache ausblendet, dass Insolvenzrisiken zwischen einzelnen Unternehmen, sowie ganzen Branchen, mitunter stark divergieren.³⁴⁰

Zu einem ähnlichen Ergebnis wie *Lobe* und *Hölzl* gelangen indes auch *Knoll* und *Tartler*, die für ihre Untersuchung auf das bereits von *Frühling* herangezogene Datenmaterial zurückgreifen.³⁴¹ Sie ermitteln über einen Untersuchungszeitraum von 36 Jahren eine geschätzte Insolvenzrate in Höhe von rund 0,14% pro Jahr. Die Autoren stellen im Rahmen ihres Beitrags vor allem heraus, dass innerhalb der zugrundeliegenden Datenbasis das Ausscheiden eines Unternehmens, entgegen der von *Frühling* getroffenen Annahme, zumeist nicht mit einem unkompensierten Ende der wirtschaftlichen Vorteile für die Eigentümer einhergeht. Im Falle der Zerschlagung, Verschmelzung oder Umfirmierung ergibt sich nämlich trotz des „Ausscheidens“ zumeist ein positiver Wert für die Anteile der Eigentümer, so dass ihr Zahlungsstrom nicht einfach abbricht. Diese Beobachtung stützt wiederum die Argumentation *Lobes*, der den Ansatz der ewigen Rente insbesondere dann für angebracht hält, wenn anzunehmen ist, „... dass der Wert der Verfügungsrechte am Ende der Firmenlebensdauer deutlich über null anzusetzen ist.“³⁴² Freilich wird ein solcher, innerhalb der ewigen Rente implizit modellierter Wert in der Regel nicht mit dem tatsächlichen Zerschlagungs- oder Verschmelzungswert übereinstimmen.³⁴³ Der potentielle Bewertungsfehler fällt dann jedoch, verglichen mit den Berechnungen von *Frühling* oder *Morris*, eindeutig geringer aus, weil diese ausschließlich vom Fall der Insolvenz, d. h. einem totalen Ausfall des Zahlungsstromes ausgehen.

Grundsätzlich ist somit festzuhalten, dass die Annahme der ewigen Lebensdauer in der Unternehmensbewertung nicht per se abgelehnt werden kann. Gerade im Zusammenhang mit großen, börsennotierten Unternehmen, deren Insolvenzwahrscheinlichkeiten, gemäß den zuvor angeführten Erhebungen, tendenziell gering einzustufen sind, erscheint eine Korrektur des Ewigkeitskalküls nicht notwendig. Gegebenenfalls lässt sich der Ansatz einer ewigen Rente auch im Falle der begrenzten Existenz eines Unternehmens begründen, sofern an dessen Ende von einem positiven Wert der Eigentumsanteile ausgegangen werden kann. Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wird daher ebenfalls von einer unbegrenzten Unternehmensexistenz ausgegangen.

³³⁹Vgl. KNOLL/TARTLER (2011), S.410.

³⁴⁰Vgl. dazu auch MORRIS (2009), S.4, 23ff.

³⁴¹Vgl. dazu und zum folgenden KNOLL/TARTLER (2011), S.410ff..

³⁴²LOBE (2010), S.179. Vgl. kritisch dazu BACHL (2010), S.41.

³⁴³Vgl. LOBE (2010), S.181.

Für den Bewertenden ergibt sich hierdurch das Problem, dass ein unendlicher Planungs- bzw. Prognosezeitraum zugrunde zu legen ist. Methodisch versucht man diesem Umstand mittels einer phasenbezogenen Differenzierung des Bewertungszeitraumes gerecht zu werden, auf die in den folgenden Abschnitten näher eingegangen wird.

Insgesamt ist die Diskussion um die explizite Aufnahme von Insolvenzkosten und -wahrscheinlichkeiten im Rahmen der Unternehmensbewertung bereits seit langem überfällig und von daher zu begrüßen.³⁴⁴ Vor allem bei der Bewertung kleiner und mittelständischer Unternehmen, die vermutlich einer höheren Insolvenzwahrscheinlichkeit unterliegen, kann eine solche Entwicklung nicht nur der systematischen Überschätzung von Unternehmenswerten entgegenwirken, sondern auch eine erhöhte Transparenz bei der Wertermittlung mit sich bringen.³⁴⁵ Die rechnerische Berücksichtigung lässt sich beispielsweise über eine Anpassung der Erwartungswerte der künftigen Cashflows realisieren, so dass der Bewertungskalkül, rein formal, sogar weiterhin die Annahme des unendlichen Bewertungshorizontes enthalten kann.³⁴⁶

2.3.3 Zur Phasendifferenzierung innerhalb des Bewertungskalküls

2.3.3.1 (Hinter-)Gründe zur Phasendifferenzierung

Generell stellt die Phasendifferenzierung zur Unterteilung eines Prognosezeitraumes in einzelne Zeitabschnitte eine äußerst gebräuchliche, planerische Maßnahme zur Unsicherheitsreduktion bzw. -berücksichtigung dar, deren Anwendung sich keinesfalls auf den Bereich der Unternehmensbewertung beschränkt.³⁴⁷ Vielmehr ergibt sich bei allen prospektiven Rechnungen naturgemäß die Frage nach einem sog. Planungshorizont,³⁴⁸ speziell in Situationen, in denen Prognose- und Planungsreichweite nicht übereinstimmen.³⁴⁹ So scheidet z. B. bei der Unternehmensbewertung, entgegen der üblichen Annahme eines unendlichen Prognosezeitraumes (=unendliche Lebensdauer), eine ebenfalls zeitlich unbegrenzte, explizite Planung allein aus Praktikabilitätsgründen aus. Zwangsläufig ist in diesem Fall eine Unterteilung des Prognosezeitraumes vorzunehmen und mithin der Planungshorizont zu bestimmen.³⁵⁰

³⁴⁴Zur Berücksichtigung von Insolvenzrisiken im Rahmen der Unternehmensbewertung vgl. u. a. KNABE (2012); GLEISSNER (2010), S.735ff.; GLEISSNER (2011), S.243ff.; KEHREL (2011), S.372ff..

³⁴⁵Vgl. GLEISSNER (2011), S.244.

³⁴⁶Vgl. KNABE (2012), S.39, 88ff..

³⁴⁷Vgl. MAG (1993), Sp.3206f.; MANDL/RABEL (1997a), S.153.

³⁴⁸Vgl. TEICHMANN (1975b), S.257.

³⁴⁹Vgl. DIRRIGL (1988), S.167f. sowie KLEIN/SCHOLL (2011), S.221f..

³⁵⁰Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.154; DAMODARAN (2012), S.304; BITZ (1978), S.175f..

Die Going Concern-Prämisse verpflichtet gewissermaßen zu einer Phasendifferenzierung.³⁵¹ Zudem leuchtet es auch intuitiv ein, dass das Spektrum möglicher Entwicklungspfade mit zunehmender Länge des Prognosezeitraumes überproportional steigt, die Prognosegenauigkeit hingegen abnimmt.³⁵² Die **(Prognose-)Unsicherheit** bildet von daher ein zentrales Argument für die differenzierte Vorgehensweise.³⁵³

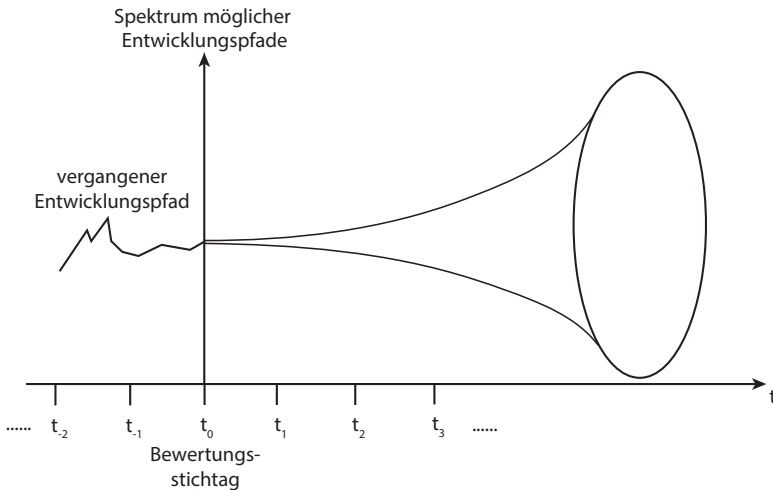


Abbildung 10: Spektrum möglicher Entwicklungspfade des Unternehmens im Zeitablauf

Im Zeitablauf tragen unternehmensexterne, wie auch -interne Ursachen in unterschiedlichem Ausmaß dazu bei, dass die Höhe der Zukunftserfolge sowie die gesamte künftige Entwicklung des Unternehmens zunehmend schwieriger zu planen bzw. zu prognostizieren ist, je größer deren zeitlicher Abstand zum Bewertungsstichtag wird.³⁵⁴ Der Bewertende steht

³⁵¹ Gleichwohl kann eine Phasendifferenzierung auch zweckmäßig sein, wenn nicht von einer ewigen Fortführung der Unternehmenstätigkeit auszugehen ist. Vgl. dazu KREYER (2009), S.33, 37f..

³⁵² Vgl. dazu Abbildung 10 auf Seite 60 sowie exemplarisch KLEIN/SCHOLL (2011), S.203, 216. Grundlegend zur Prognosequalität vgl. WILD (1982), S.134ff..

³⁵³ Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A233f.; WOLLNY (2010), S.200 sowie bereits KLEBER (1989), S.261.

³⁵⁴ Zu den externen Ursachen vgl. exemplarisch BALLWIESER (2011), S.48. Bei den unternehmensinternen Ursachen wird häufig auf Produktlebens- sowie Anlagenzyklen verwiesen. Vgl. STELLBRINK (2005), S.44 sowie TINZ (2010), S.26f., jeweils unter Verweis auf PEEMÖLLER (2001), S.1405. Nur selten wird in diesem Kontext auf weitere bedeutsame Faktoren wie z. B. die Fehleinschätzung von Synergiepotentialen hingewiesen. Vgl. BRETZKE (1993), S.44f..

dabei vor dem Dilemma, dass er einen zeitlich unbegrenzten Zukunftserfolgsstrom planen muss, verlässliche Informationen hierzu aber nur für einen (sehr) begrenzten Zeitraum ermitteln kann.³⁵⁵ Planungsgenauigkeit und Prognosequalität sind deshalb aufeinander abzustimmen, was bereits im Adaptivitätsprinzip der Planung zum Ausdruck kommt - gleichsam ein Analogon zur Phasendifferenzierung.³⁵⁶

Neben der (Prognose-)Unsicherheit sind es vor allem **Kosten- und Nutzenabwägungen** in Bezug auf die zur Projektion notwendige Informationsbeschaffung, die als Begründung für die Bildung mehrerer Phasen angeführt werden.³⁵⁷ Man spricht in diesem Zusammenhang vom ökonomischen bzw. wirtschaftlichen (Planungs-)Horizont, der im Kern auf eine Begrenzung des Planungsaufwandes abzielt.³⁵⁸ Demnach muss der mit steigendem Planungshorizont wachsende Aufwand zur Beschaffung brauchbarer Informationen, in einem angemessenen Verhältnis zu dem sich daraus ergebenden Nutzen für die Wertermittlung stehen.³⁵⁹ Der ökonomische Horizont markiert hierbei den Zeitpunkt, zu dem die mit einer Horizonterweiterung einhergehenden Kosten, den Wert bzw. Nutzen, der sich infolge einer Erhöhung der verfügbaren Informationsmenge am Bewertungsstichtag ergeben kann, überkompensieren. Auch wenn Kosten- und Nutzenabwägungen als grundlegendes Motiv einer Phasendifferenzierung prinzipiell nachvollziehbar und durchaus angebracht sind, erscheint die Quantifizierbarkeit diesbezüglicher Überlegungen und damit die Praktikabilität eines solchen Ansatzes, nicht nur im Kontext der Unternehmensbewertung, eher fragwürdig. So ist der ökonomische Horizont für gewöhnlich ex ante nicht bestimmbar.³⁶⁰ Der anzustrebenden Begrenzung des Planungs- bzw. Prognoseaufwandes, die mittels der differenzierten Vorgehensweise erreicht werden soll, steht dies grundsätzlich jedoch nicht entgegen.

In Ergänzung zu den bisherigen Ausführungen trägt der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer zwei eher pragmatische Argumente vor, die für die Bestimmung eines Planungshorizontes und mithin abnehmende Prognoseanstrengungen ab einem bestimmten Zeitpunkt sprechen.³⁶¹ Zum einen verweist man auf die **langfristig ausgleichenden Effekte** zwischen unerwarteten Chancen und unerwarteten Risiken, die sich infolge der Fülle an möglichen positiven und negativen Einflussfaktoren künftig einstellen können. Andererseits wird auf den **Diskontierungs- bzw. Abzinsungseffekt** hingewiesen, der generell bei derart langen Zeiträumen gern angeführt wird, um die Unsicherheit zeitlich weit entfernter Ergebnismagnituden bzw. Zukunftserfolge zu relativieren.³⁶² Der mathematische Effekt, dass sich

³⁵⁵Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.167f..

³⁵⁶Vgl. BALLWIESER (1990), S.161 unter Verweis auf CORDES (1976), S.9f..

³⁵⁷Vgl. PEEMÖLLER (2012), S.40; DINSTUHL (2003), S.115.

³⁵⁸Vgl. KLEIN/SCHOLL (2011), S.217 sowie grundlegend dazu und zum folgenden BITZ (1978), S.177ff..

³⁵⁹In der Regel geht man davon aus, dass der Aufwand progressiv, der daraus resultierende Nutzen hingegen nur degressiv steigt; im Ergebnis nimmt der Nettovorteil von Informationsbeschaffungsmaßnahmen demnach fortlaufend ab. Vgl. BITZ (1978), S.179.

³⁶⁰Vgl. KLEIN/SCHOLL (2011), S.217.

³⁶¹Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A239 sowie kommentierend hierzu HIEBER (1986), S.222 bzw. KLEBER (1989), S.263f..

³⁶²Vgl. dazu und zum folgenden KRUSCHWITZ (2001a), S.160; FRÜHLING (2009), S.201 sowie bereits

der Barwert zeitlich spät anfallender Zahlungen reduziert, hängt indes nicht nur von den Laufzeitvoraussetzungen, sondern auch vom verwendeten Kapitalkostensatz ab. So hat eine Halbierung des Zinssatzes von 10% auf 5% bei einer in 100 Jahren fälligen Zahlung in Höhe von 1000 Geldeinheiten, ungefähr eine Verhundertfachung des Barwertes zur Folge, wie *Kruschwitz* zu Recht anmerkt.

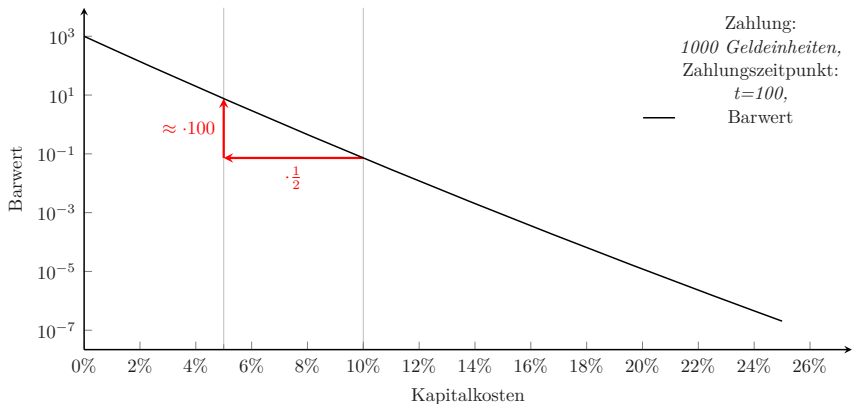


Abbildung 11: Diskontierungseffekt und Höhe der Kapitalkosten

Gleichwohl ist hier zu berücksichtigen, dass die Kapitalkosten bei einer Unternehmensbewertung ohnehin nicht willkürlich gewählt werden, sondern ökonomisch fundiert herzuleiten sind.

Letztlich eröffnet eine Phasendifferenzierung dem Bewertenden auch die Möglichkeit anzuzeigen, für welche Zeiträume bzw. Bestandteile der Wertermittlung er die von ihm verarbeiteten Informationen für plausibel und belastbar hält.³⁶³ Die Methodik kann auf diese Weise zu einer erhöhten Transparenz und somit auch Qualität des Bewertungsgutachtens beitragen, sofern die Bewertungsadressaten diesen (impliziten) Hinweis aufgreifen, um beispielweise vor dem Hintergrund ihres eigenen umfeld- und unternehmensbezogenen Informationsstandes ergänzende Überlegungen anzustellen.

Unter Berufung auf die zuvor genannten Gründe wird in Literatur und Praxis der Unternehmensbewertung, auf nationaler sowie internationaler Ebene, nun bereits seit langem der Einsatz der sog. Phasenmethode befürwortet.³⁶⁴ Auch die deutsche Rechtsprechung

BITZ (1978), S.185.

³⁶³Vgl. dazu und zum folgenden KLEBER (1989), S.262f..

³⁶⁴Vgl. u. a. für den deutschsprachigen Raum INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A232ff.; HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.75ff.; MANDL/RABEL (1997a), S.153f; HELBLING (2002), S.740; KRUSCHWITZ/

hält deren Anwendung grundsätzlich für sachgerecht.³⁶⁵ Als idealtypisch erachtet man dabei gegenwärtig eine Unterteilung der gesamten Unternehmenszukunft in zwei Segmente, wobei dem Bewertenden durchaus Gestaltungsspielräume in Abhängigkeit vom konkreten Bewertungsfall eingeräumt werden.³⁶⁶ Nach der gängigen (Zwei-)Phasenmethode ergeben sich:

- eine nähere Phase (Detailplanungsphase), die den Zeitraum vom Bewertungsstichtag bis *zum Planungshorizont* umfasst und auf einer integrierten Planungsrechnung basiert
- sowie eine fernere Phase (Fortführungs- oder Restwertphase), für die der Unternehmenswert *am Planungshorizont* in der Regel auf Basis pauschaler bzw. globaler Annahmen abgeleitet wird.

Für die fernere Phase sind verschiedene (Rest-)Wertkonzeptionen denkbar.³⁶⁸ So kann bei Annahme einer endlichen Lebensdauer insbesondere die Ermittlung eines Liquidationswertes angebracht sein. Geht man hingegen von einer unendlichen Lebensdauer aus, so besteht einerseits die Möglichkeit der (fiktiven) Veräußerung des zu bewertenden Unternehmens am Planungshorizont, wonach ein potentieller Verkaufspreis zu prognostizieren wäre.³⁶⁹ Den Standardfall der Praxis und zugleich Gegenstand einer steigenden Anzahl theoretischer Abhandlungen bildet jedoch die Annahme gleichbleibender oder konstant wachsender Zukunftserfolge, die dann finanzmathematisch in Form einer ewigen bzw. ewig geometrisch veränderlichen Rente als sog. Fortführungswert in den Kalkül eingehen.³⁷⁰

LÖFFLER/ESSLER (2009), S.95; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.38 sowie DIRRIGL (1988), S.280, der die Phasenmethode als *Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung* einstuft. Für den anglo-amerikanischen Sprachraum vgl. u. a. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.213; DAMODARAN (2012), S.304; PALEPU/HEALY (2008), S.8-1 sowie OHLSON/ZHANG (1999), S.437.

³⁶⁵Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.235; SCHRENKER (2011), S.485. Einschränkend hierzu vgl. BARTHEL (2010c), S.1198.

³⁶⁶Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A235; HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.77. Anfangs wurde seitens des IDW eine Drei-Phasen Einteilung propagiert, was heutzutage jedoch nicht mehr der gängigen Bewertungspraxis entspricht. Vgl. BALLWIESER (2011), S.65; HACHMEISTER/RUTHARDT/LAMPENIUS (2011), S.530. Mit einer Drei-Phasen Einteilung setzen sich u. a. WOLLNY (2010), S.202ff.; PAPE/KREYER (2009a), S.284ff. sowie überblicksmäßig auch STELLBRINK (2005), S.53 und DINSTUHL (2003), S.117 auseinander. In Erwägung ziehen lässt sich eine solche Dreiteilung insbesondere dann, wenn Unternehmen (anfänglich) sehr hohe Wachstumsraten aufweisen. Vgl. PREXL (2010), S.225.

³⁶⁷In Anlehnung an STELLBRINK (2005), S.47.

³⁶⁸Vgl. exemplarisch dazu und zum folgenden WOLLNY (2010), S.200; STELLBRINK (2005), S.63ff.

³⁶⁹Vgl. WOLLNY (2010), S.206 sowie insbesondere MEITNER (2012), S.580, der in diesem Zusammenhang den transaktionbezogenen Ansatz beschreibt.

³⁷⁰Vgl. die bereits in der Einleitung angegebene Literatur sowie exemplarisch ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.39 bzw. WOLLNY (2010), S.207.

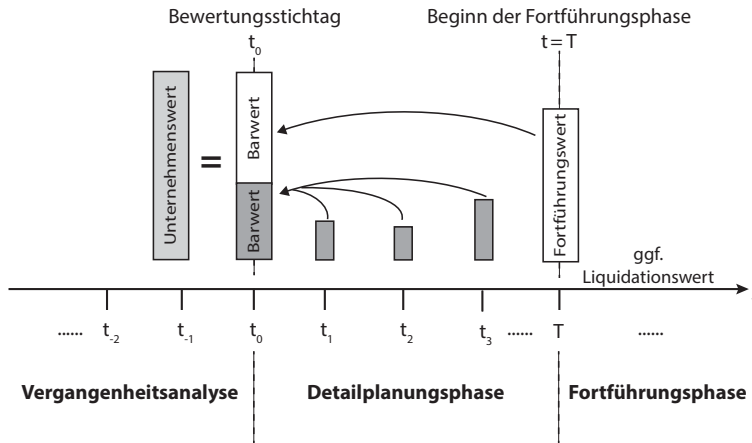


Abbildung 12: Bewertungsstichtag und Phasenmethode der Unternehmensbewertung³⁶⁷

Unabhängig von Anzahl und Länge der Phasen wird im Bewertungskalkül meist nur der Fortführungswert separat ausgewiesen,³⁷¹ weshalb die Phasenmethode vor allem „... ein gedankliches Konzept zur Unterteilung der Unternehmensplanung in Abschnitte abnehmender Datengüte und damit abnehmender Detaillierung“³⁷² darstellt. Die Kombination aus analytischer Vorgehensweise bei der Detailplanungsphase und pauschaler Methode für den sich anschließenden Zeitraum, ist dem grundsätzlichen Erfordernis der Komplexitätsreduktion im Rahmen einer zukunftsorientierten Unternehmensbewertung geschuldet.³⁷³

Insbesondere vor dem Hintergrund der Anforderungen, die sich aus der Going Concern-Prämisse für die Wertermittlung ergeben, erscheint ein sorgfältig gewählter Grad an Pragmatismus, der letztlich in der Anwendung bzw. Konkretisierung der Phasenmethode zum Ausdruck kommt, unabdingbar. Denn eine genaue Aussage darüber, was in fünfzig oder hundert Jahren geschieht, wird trotz der Entwicklung zunehmend raffinierter Prognoseverfahren stets an Prophetie grenzen.³⁷⁴

³⁷¹Vgl. SCHRENKER (2011), S.488; WOLLNY (2010), S.201.

³⁷²WOLLNY (2010), S.200.

³⁷³Vgl. BALLWIESER (2011), S.60; KUHNER/MALTRY (2013), S.748.

³⁷⁴Vgl. KRUSCHWITZ (2001a), S.159.

2.3.3.2 Ansätze zur Bestimmung des Planungshorizontes

Setzt man eine zweistufige Unterteilung der als unendlich angenommenen Unternehmenszukunft voraus, wird somit zwar die Anzahl der Phasen fest vorgegeben, es verbleibt jedoch die Frage, wie ein geeigneter Planungshorizont auszumachen ist. Hierbei handelt es sich im Grunde um ein eigenständiges Entscheidungsproblem,³⁷⁵ zu dessen Lösung keine allgemeingültige Antwort besteht, was an dieser Stelle bereits vorweggenommen sei.³⁷⁶

Beim Blick in die Literatur fällt zunächst die enorme Bandbreite an konkreten Vorschlägen auf, die der Planungszeitraum nach Ansicht jeweils einzelner Autoren umfassen sollte.³⁷⁷ Neben genauen Zeitraumvorgaben empfiehlt man jedoch vor allem eine unternehmens- bzw. branchenspezifische Festlegung,³⁷⁸ was im Vergleich zu einer pauschalen Vorgabe sinnvoll(er) erscheint, den Bewertenden gleichwohl nicht von dem methodischen Problem der konkreten Bestimmung befreit. Vielmehr wird mit dem Verweis, sich an den Gegebenheiten des Einzelfalles zu orientieren, deutlich, dass es vorrangig dem subjektiven Ermessen des Bewertenden obliegen dürfte, wann er die Abgrenzung zwischen expliziter und ferner Phase vornimmt.³⁷⁹

Der Einbezug dieser subjektiven Komponente wäre vernachlässigbar, wenn die Länge des Detailplanungszeitraumes nicht den Unternehmenswert per se, sondern lediglich die Verteilung der Wertanteile zwischen den Phasen beeinflussen würde, was laut der Theorie streng genommen der Fall sein sollte.³⁸⁰ In der Praxis liegen der Detailplanungsphase allerdings oftmals deutlich optimistischere Annahmen zu Grunde, was sich insbesondere in Form einer höheren Wachstumsrate der Zukunftserfolge bemerkbar macht.³⁸¹ Die Höhe des gesamten Unternehmenswertes ist dann gegebenenfalls positiv mit der Länge des Planungszeitraumes korreliert, wodurch die Festlegung des Planungshorizontes zu einem wertbeeinflussenden Faktor avanciert.

³⁷⁵Vgl. PALEPU/HEALY (2008), S.8-6; MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.166.

³⁷⁶Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.157; KRANEBITTER (2007), S.167; WOLLNY (2010), S.201, 205, 209; TEICHMANN (1975a), S.299.

³⁷⁷Während das IDW beispielsweise einen Detailplanungszeitraum von drei bis fünf Jahren vorschlägt vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.77, finden sich hingegen auch Empfehlungen hierfür zehn bis über fünfzehn Jahre zu veranschlagen vgl. exemplarisch KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.188.

³⁷⁸Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A235; LODERER/WÄLCHLI (2010), S.302; HACHMEISTER (1996b), S.87; MEITNER (2012), S.626 sowie bereits BAILEY/GRAY (1968), S.102.

³⁷⁹Vgl. ALBRECHT (2004), S.732; PROKOP (2003), S.178f. sowie bereits BITZ (1978), S.190.

³⁸⁰Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.218ff.; LOBE (2006), S.105; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.44, 93; MANDL/RABEL (1997a), S.157; BAUR (2004), S.87f..

³⁸¹Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.94ff.; ALLMAN (2010), S.19f.; COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S.286 sowie KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.188, 220f..

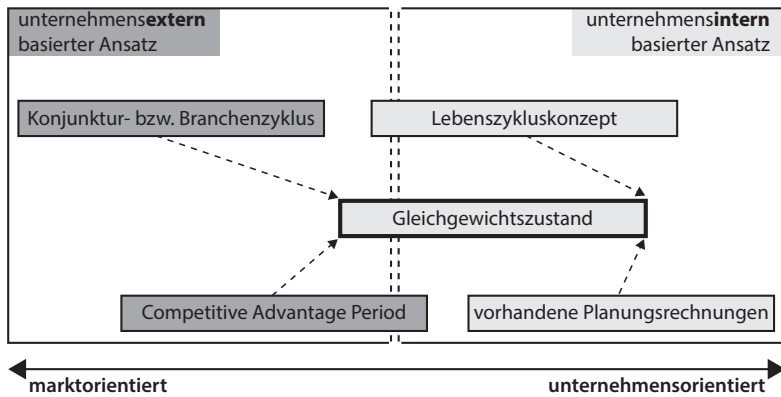


Abbildung 13: Ansätze zur Abgrenzung der Detailplanungsphase³⁸⁵

Vor dem Hintergrund, dass die Frage nach dem geeigneten Planungshorizont womöglich ein wertkritisches Entscheidungsproblem darstellt und eine schematische Festlegung zu pauschal erscheint,³⁸² werden im folgenden die gängigen Ansätze zur (fallspezifischen) Abgrenzung der Detailplanungsphase vorgestellt und kritisch beurteilt.

Zunächst wird dafür eine Differenzierung der im Schrifttum diskutierten Ansätze vorgenommen.³⁸³ Generell lassen sich sowohl branchen- bzw. marktbezogene Kriterien zur Festlegung des Planungshorizontes heranziehen, als auch unternehmensspezifische Bestimmungsfaktoren. Eine überschneidungsfreie Abgrenzung von unternehmensexternen und -internen Ansätzen ist dabei insofern nicht möglich, als das auch unternehmensbezogene Aspekte in einen primär marktorientierten Ansatz einfließen können und *vice versa*. In Abbildung 13 wird dies durch die unterschiedliche Ausrichtung der jeweiligen Ansätze angedeutet. Es handelt sich bei den verschiedenen Ansätzen also nicht um einander ausschließende, sondern mitunter komplementäre Konzepte, die vereinzelt gar auf ähnlichen Überlegungen bzw. Argumentationen aufbauen.³⁸⁴

Einen ersten unternehmensinternen basierten und zugleich zentralen Ansatz zur Bestimmung des Planungshorizontes bildet das Konzept des **Gleichgewichtszustandes**. Sofern die Ermittlung des Fortführungswertes auf der ewigen (geometrisch veränderlichen) Rente basiert, muss der Bewertende das Stationaritätskonzept als Anwendungsvoraussetzung dieser Berechnungsmethodik zwangsläufig in seine Überlegungen miteinbeziehen.³⁸⁶ Der

³⁸²Vgl. HACHMEISTER (1995), S.87; KRUSCHWITZ/LÖFFLER/ESSLER (2009), S.96.

³⁸³Vgl. zu den folgenden Ansätzen generell STELLBRINK (2005), S.48ff. sowie TINZ (2010), S.30ff..

³⁸⁴Vgl. STELLBRINK (2005), S.52.

³⁸⁵In Anlehnung an TINZ (2010), S.30.

³⁸⁶Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.221; TINZ (2010), S.32f. sowie grundlegend dazu Kapitel

Gleichgewichtszustand verkörpert demnach einen übergreifenden Ansatz, der unabhängig davon, ob weitere Kriterien bzw. Konzepte zur Abgrenzung der Detailplanungsphase herangezogen werden, zu beachten ist. In Abbildung 13 wird dies in Form der gestrichelten Verbindungslinien zum Ausdruck gebracht.

Zur Beschreibung des Gleichgewichtszustandes führt man in der Literatur u. a. die folgenden Kriterien an:³⁸⁷

- Das Unternehmen erwirtschaftet eine konstante Rendite auf sämtliche Erweiterungsinvestitionen sowie das zu Beginn der Fortführungsphase bereits investierte Kapital,
- das Unternehmen wächst mit gleichbleibender Rate, d. h. es reinvestiert jährlich einen konstanten Anteil seines operativen Gewinns.

Andere Autoren verweisen darauf, dass ein Gleichgewichtszustand des Unternehmens vorliegt sobald:³⁸⁸

- der Erwartungswert aller Bilanz-Positionen ab einem Bilanzstichtag $t-1$
- sowie der Erwartungswert aller Gewinn- und Verlustrechnungspositionen ab dem darauffolgenden Bilanzstichtag t mit einer einheitlichen Wachstumsrate wachsen.

Beide „Definitionen“ berücksichtigen ausschließlich unternehmensbezogene Gegebenheiten, weshalb die Einordnung als ein unternehmensintern basierter Ansatz grundsätzlich zutreffend erscheint. Da jedes Unternehmen im Rahmen des Wertschöpfungsprozesses jedoch auch mit seinem Umfeld interagiert, darf die Markt- bzw. Branchenentwicklung hierbei keinesfalls ausgeblendet werden.³⁸⁹ Dem Stationaritätskonzept ist somit zugleich eine gewisse Marktorientierung beizumessen, was die linksseitige Ausrichtung in Abbildung 13 begründet.

Auffallend ist jedoch, dass sich die zwei beispielhaft gegebenen „Definitionen“ in ihrer inhaltlichen Ausgestaltung unterscheiden, wenngleich sie doch prinzipiell dasselbe Ziel verfolgen. Die Vermutung bzw. Meinung verschiedener Autoren, wonach bislang nur ein diffuses Verständnis in Bezug auf den Gleichgewichtszustand existiert, ganz zu schweigen von einer eindeutigen Definition, liegt daher nahe.³⁹⁰ So mag es auch nicht verwundern, dass das IDW zwar die hohe Bedeutung der Analysen zur Bestimmung des stationären Zustandes klar herausstellt, eine Explikation der damit verbundenen Prämissen hingegen auch von dieser Seite nur bedingt erfolgt.³⁹¹ Die vorliegende Arbeit nimmt sich der zuvor

3 auf Seite 78ff.

³⁸⁷Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.188; COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S.286; STELLBRINK (2005), S.51; TINZ (2010), S.32.

³⁸⁸Vgl. SIEVERS (2009), S.45 sowie insbesondere LOBE (2006), S.22ff. m. w. N.

³⁸⁹Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A237.

³⁹⁰Vgl. SAUR et al. (2011), S.1018; TINZ (2010), S.136, 170, 234.

³⁹¹Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A237, 400ff.; HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.79; WOLLNY (2010),

skizzierten Problematik im weiteren Verlauf noch an, weshalb hier nicht näher darauf eingegangen werden soll.³⁹²

Einschränkend ist bei diesem Ansatz noch zu berücksichtigen, dass die Planung streng genommen über den eigentlich zu bestimmenden Horizont hinausgehen muss. Denn ob zum Planungshorizont bereits ein eingeschwungener Zustand vorliegt, setzt Kenntnisse über die (konstante) Entwicklung des Unternehmens *nach* Ablauf der Detailplanungsphase voraus. Dem Bewertenden ist somit lediglich eine „retrograde“ Bestimmung des Planungshorizontes möglich.³⁹³

Beim **Lebenszykluskonzept** orientiert man sich ebenfalls an unternehmensinternen Gegebenheiten. Die Länge des Detailplanungszeitraumes sollte hierbei unter besonderer Berücksichtigung der Lebenszyklusphase bestimmt werden, in der sich das Unternehmen bzw. dessen Geschäftsbereiche und Produkte zum Zeitpunkt der Bewertung befinden.³⁹⁴ So wird bei jungen Unternehmen, die gerade in der Aufbau- oder Wachstumsphase stecken, eine Verlängerung der Prognosephase empfohlen, weil diese zu Anfang investitionsbedingt meist nur negative oder geringfügig positive Zahlungsüberschüsse erwirtschaften.³⁹⁵ Wachstumschancen bzw. -potentiale, die sich erst zu einem späteren Zeitpunkt in den Cashflows niederschlagen, würden sonst höchstwahrscheinlich nicht oder zumindest nicht hinreichend berücksichtigt, was eine systematische Unterbewertung zur Folge hätte. Auch das Institut der Wirtschaftsprüfer räumt im Zusammenhang mit längerfristigen Investitions- oder Produktlebenszyklen eine Verlängerung der Detailplanungsphase ein.³⁹⁶

Allerdings ist zur Festlegung des Planungshorizontes nicht nur die Phase des Lebenszyklus entscheidend.³⁹⁷ Ergänzend sind dabei Überlegungen hinsichtlich der langfristigen Entwicklungstendenzen einer Branche anzustellen, bei denen vor allem die Stabilität der Produktlebenszyklen zu beurteilen ist. Das Lebenszykluskonzept weist von daher zugleich eine Branchen- bzw. Marktorientierung auf, was in Abbildung 13 gleichermaßen durch eine Linksverschiebung angedeutet wird.

Im Falle junger Wachstumsunternehmen, deren Märkte sich zum Teil durch eine geringe Stabilität bzw. hohe Volatilität auszeichnen können, stellt das Lebenszykluskonzept den Bewertenden vor ein Dilemma.³⁹⁸ Denn während eine instabile, unsichere Marktsituation tendenziell einen kürzeren Planungshorizont bedingt, wird bei jungen Wachstumsunternehmen hingegen die Erfordernis zur Verlängerung des Planungszeitraumes hervorgeho-

S.211. Zur Kritik an der „Untätigkeit“ des IDW vgl. insbesondere FISCHER-WINKELMANN (2006), S.161 sowie TINZ (2010), S.136, 170, 234.

³⁹²Vgl. dazu Kapitel 4 auf Seite 111ff..

³⁹³Vgl. HERTER (1994), S.53.

³⁹⁴Vgl. exemplarisch RAPPAPORT (1981), S.141.

³⁹⁵Vgl. dazu und zum folgenden HAYN (2003), S.274; BALDEWEG (2006), S.94f.; BITZ (1978), S.184f..

³⁹⁶Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.77. Kritisch hierzu vgl. WOLLNY (2010), S.203.

³⁹⁷Vgl. dazu und zum folgenden HACHMEISTER (1995), S.87.

³⁹⁸Vgl. dazu und zum folgenden STELLBRINK (2005), S.50.

ben. Darüber hinaus dürfte sich auch die Phasenidentifikation samt Einordnung des zu bewertenden Unternehmens als schwierig erweisen.³⁹⁹ Für die endgültige Festlegung des Planungshorizontes wird erneut die Bedeutung des Gleichgewichtszustandes hervorgehoben.⁴⁰⁰

Gleichsam unternehmensbezogen stellt sich eine weitere Alternative dar, wonach der Bewertende einfach den Horizont **vorhandener Planungs- bzw. Budgetrechnungen** des Unternehmens übernehmen sollte.⁴⁰¹ Zweifellos handelt es sich hierbei um einen äußerst pragmatischen Vorschlag, der augenscheinlich nahe liegt und allein deshalb eine hohe Popularität genießt.⁴⁰² Befürworter dieses Ansatzes gehen davon aus, dass der Zeitrahmen der bestehenden Unternehmensplanung das verfügbare Datenmaterial vollständig ausschöpft und ohnehin unter Berücksichtigung aller relevanten unternehmensinternen und -externen Einflussgrößen festgelegt wird.⁴⁰³ Eine Ausdehnung der Detailplanungsphase sei vor diesem Hintergrund speziell für den (externen) Bewertenden, der insgesamt kaum mehr zu leisten vermag als der (interne) Unternehmensplaner, in der Regel nicht möglich, weshalb der Planungszeitraum des Unternehmens zugleich den maßgeblichen Planungshorizont determiniert.

Dieser Argumentation kann jedoch nicht gefolgt werden. So ist es möglich, dass der Bewertende z. B. über bestimmte Qualifikationen, Branchenexpertise, etc. verfügt, die ihm einen Wissens- bzw. Kenntnisvorsprung gegenüber der Unternehmensleitung verschaffen, womit eine Verlängerung der Planungs- bzw. Prognosereichweite begründet werden kann. Ferner verbietet sich für den Bewertenden eine unreflektierte Übernahme gegebener Unternehmensdaten, was den Planungshorizont miteinschließt.⁴⁰⁴ Als besonders problematisch entpuppen sich jedoch die recht optimistischen Annahmen hinsichtlich Umfang und Güte vorhandener Planungsrechnungen, die der realen Planungssituation in vielen Unternehmen nahezu diametral entgegenstehen dürften.⁴⁰⁵ Der Planungshorizont sollte folglich nicht allein aus den vorhandenen Planungsrechnungen übernommen werden.⁴⁰⁶

Entgegen der unternehmensinternen basierten Ansätze wird für bestimmte Branchen auch eine Ausrichtung der Detailplanungsphase an der Länge bzw. Phase des **Konjunkturzyklus** oder des **branchenspezifischen Zyklus** vorgeschlagen.⁴⁰⁷ So verweist man bei-

³⁹⁹Vgl. BALLWIESER (1990), S.122ff..

⁴⁰⁰Vgl. TINZ (2010), S.165f..

⁴⁰¹Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.71; HAYN (2003), S.185; BAUR (2004), S.88. Vgl. darüber hinaus WOLLNY (2010), S.212f., der auf die Rechtsprechung zu diesem Ansatz hinweist.

⁴⁰²Vgl. KLEBER (1989), S.265.

⁴⁰³Vgl. dazu und zum folgenden STELLBRINK (2005), S.52, 54.

⁴⁰⁴Vgl. KNOLL (2010), S.615ff..

⁴⁰⁵Vgl. zu den Defiziten realer Planungsrechnungen BERTL/FATTINGER (2010), S.99; KRANEBITTER (2007), S.167; WOLLNY (2010), S.218f. sowie speziell auf kleine und mittelständische Unternehmen bzw. Personengesellschaften bezogen FISCHER-WINKELMANN/BUSCH (2009), S.720f. bzw. FRANKEN/KOELEN (2012), S.819.

⁴⁰⁶Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.44.

⁴⁰⁷Vgl. u. a. HAYN (2003), S.270 sowie bereits TEICHMANN (1975b), S.257.

spielsweise für die Automobilzulieferindustrie auf den Modellwechselzyklus der Hersteller, der nahezu gleichbleibende Zeitspannen umfasst und sich u. a. anhand der Auftragsbücher erkennen und planen lässt.⁴⁰⁸ Allgemein zielt der hier skizzierte Ansatz auf zyklische Unternehmen ab, deren Ergebnisentwicklungen in der Regel vom gesamtwirtschaftlichen Konjunkturzyklus abhängen und von daher im Zeitablauf schwanken.⁴⁰⁹ Die konkrete Empfehlung lautet, dass die Detailplanungsphase möglichst einen vollständigen Konjunkturzyklus umfassen sollte, um bei der Festlegung des Planungshorizontes nicht fälschlicherweise ein Boom- oder Depressionsjahr für die Berechnung eines nachhaltigen Ergebnisses zu Grunde zu legen und somit zu einer stark verzerrten Bewertung zu gelangen.⁴¹⁰

Grundsätzlich ist dieser Empfehlung zwar zuzustimmen, ihre Umsetzung erweist sich allerdings in zweierlei Hinsicht als problematisch. Denn sowohl die Bestimmung der (künftigen) Länge, wie auch die Identifizierung der gegenwärtigen Phase innerhalb eines Zyklus, dürfte in vielen Fällen eine sehr zeitaufwendige und zugleich kaum lösbare Aufgabe darstellen.⁴¹¹ Ob das Ende der Detailplanungsphase nun z. B. auf den Anfang, das Ende oder in die Mitte eines solchen Zyklus fällt, ist klarerweise schwer auszumachen.⁴¹² Andererseits muss der Bewertende selbst bei Abdeckung eines vollständigen Konjunkturzyklus beachten, dass für die Fortführungsphase ein nachhaltiges bzw. normalisiertes Ergebnis zu bestimmen ist.⁴¹³ Das normalisierte Ergebnis fußt wiederum auf dem Konzept des Gleichgewichtszustandes,⁴¹⁴ weshalb die Orientierung am Konjunkturzyklus offenbar nur einen zusätzlichen Anhaltspunkt für die Festlegung des Planungshorizontes bietet. Der Ansatz kann folglich nicht als eigenständige Lösung angesehen werden.

Die **Competitive Advantage Period** stellt ein weiteres Konzept dar, in das vorrangig marktbezogene Überlegungen einfließen.⁴¹⁵ Grundsätzlich umfasst die Competitive Advantage Period den Zeitraum, in der das Unternehmen, z. B. aufgrund seiner Kostenstruktur oder besonderer Produktvorteile, einen Wettbewerbsvorteil innerhalb seines

⁴⁰⁸Vgl. POHL/THIELEN (2010), S.25 bzw. WOLLNY (2010), S.210.

⁴⁰⁹Typische Beispiele für zyklische Unternehmen finden sich insbesondere in der Stahlindustrie, der Ölindustrie sowie der Papierherstellerindustrie. Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.755 sowie DAMODARAN (2010), S.417f., der überdies auf die zunehmenden Schwierigkeiten bei der Erkennung zyklischer Unternehmen infolge des fortwährenden „Strukturwandels“ aufmerksam macht.

⁴¹⁰Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.760; DAMODARAN (2010), S.420, 426; ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.44; HAYN (2003), S.270 ähnlich auch MEITNER (2012), S.593 bzw. WOLLNY (2010), S.210, der jedoch von einem Saisonzyklus, genau genommen also einer unterjährigen Größe, spricht.

⁴¹¹Vgl. DAMODARAN (2010), S.421f..

⁴¹²Vgl. ARNOLD/NORTH (2011), S.86.

⁴¹³Im Zuge einer Normalisierung ist zudem darauf zu achten, dass sich diese keinesfalls nur auf die Bewertungsgröße beschränken darf. Vielmehr gilt es hierbei ebenfalls Rentabilitäten, Verschuldungsgrade, Kapitalkosten, etc. zu berücksichtigen. Vgl. DAMODARAN (2010), S.422, 425ff.. Zur Kritik an der Wertermittlung anhand normalisierter Größen bei zyklischen Unternehmen vgl. ARNOLD/NORTH (2011), S.86ff. sowie SAUR et al. (2011), S.1020.

⁴¹⁴Vgl. WOLLNY (2010), S.210.

⁴¹⁵Vgl. grundlegend dazu und zum folgenden MAUBOUSSIN/JOHNSON (1997), S.67ff.; HERTER (1994), S.53f.; KREYER (2009), S.193ff..

Marktes hat und in der Lage ist sog. Überrenditen zu erwirtschaften. Die Verzinsung durchgeführter Erweiterungs- bzw. Nettoinvestitionen liegt dabei über den Kapitalkosten des Unternehmens, wodurch es zu (Unternehmens-)Wertsteigerungen kommt.⁴¹⁶

In zugangsfreien Märkten und unter der Annahme vollständiger Konkurrenz wird diese Situation allerdings nicht dauerhaft fortbestehen. So werden, vereinfachend dargestellt, die aktuellen Wettbewerber bestrebt sein ihre Nachteile aufzuholen, wie darüber hinaus auch neue Konkurrenten den Markteintritt aufgrund lockender Überrenditen erwägen. Im Zeitablauf kommt es dann zu einem „Abschmelzen“ der Wettbewerbsvorteile bzw. Überrenditen, was sich anhand der Konvergenzprozesse langfristiger Rentabilitätsverläufe für viele Unternehmen bzw. Märkte auch empirisch belegen lässt.⁴¹⁷ Der Ansatz zielt nun darauf ab, die Länge der Detailplanungsphase an der Competitive Advantage Period auszurichten.⁴¹⁸

Wie schon beim Konzept des Gleichgewichtszustandes ist hierbei jedoch allenfalls eine „retrograde“ Festlegung des Planungszeitraumes möglich. So muss der Bewertende über den eigentlich zu bestimmenden Horizont hinaus planen, um das vollständige „Abschmelzen“ der Überrenditen planungstechnisch „abzuwarten“ und dann rückwirkend den Planungshorizont festzulegen.⁴¹⁹ Des weiteren existieren in der Realität einzelne Unternehmen, wie z. B. Coca Cola oder Wal-Mart, deren Überrenditen aufgrund einer starken Marke oder anderer Einflussfaktoren (z. B. Branchenstruktur, etc.) kaum bzw. nicht konvergieren.⁴²⁰ Eine Bestimmung des Planungshorizontes, bei der man sich ausschließlich an der Competitive Advantage Period orientiert, wäre in einem solchen Fall schlicht nicht möglich.

Aus rein theoretischer Sicht bleibt zudem fragwürdig, warum nicht zu einem späteren Zeitpunkt neue Strategien ergriffen werden sollten, die zu neuen Wettbewerbsvorteilen bzw. Überrenditen führen.⁴²¹ Die Fähigkeit eines Unternehmens sich den zuvor beschriebenen Konvergenzprozessen zu widersetzen, schränkt möglicherweise die Anwendbarkeit des hier diskutierten Ansatzes ein. Darüber hinaus können Überrenditen auf gesamter Unternehmensebene für einen gewissen Zeitraum fortbestehen, obwohl die Verzinsung der Erweiterungsinvestitionen nur noch den Kapitalkosten entspricht.⁴²² Die Bestimmung der Competitive Advantage Period und mithin der Länge der Detailplanungsphase kann sich bei solchen Konstellationen leicht als fehleranfällig erweisen. Schließlich muss der Bewertende im Rahmen dieses Ansatzes ebenfalls auf das Konzept des Gleichgewichtszustandes

⁴¹⁶Vgl. DAMODARAN (2012), S.308; BAUSCH/PAPE (2005), S.481.

⁴¹⁷Exemplarisch sei hier auf die „Pionierarbeiten“ von Mueller verwiesen: Vgl. MUELLER (1977), S.369ff.; MUELLER (1986). Eine umfangreiche Übersicht diesbezüglicher Studien liefern u. a. KREYER (2009), S.117f. sowie HENSELMANN/WEILER (2007), S.356ff..

⁴¹⁸Vgl. MAUBOUSSIN/JOHNSON (1997), S.69; PALEPU/HEALY (2008), S.8-12; HERTER (1994), S.54; BAUR (2004), S.94; CASSIA/PLATI/VISMARA (2007), S.91.

⁴¹⁹Vgl. WOLLNY (2010), S.210 sowie grundsätzlich zum Dilemma der Horizonterweiterung bereits TEICHMANN (1975b), S.259f..

⁴²⁰Vgl. PALEPU/HEALY (2008), S.8-10.

⁴²¹Vgl. HERTER (1994), S.70.

⁴²²Vgl. KOLLER/GOEDHART/WESELS (2010), S.221f..

zurückgreifen, sofern die Rentenformel angewendet werden soll.⁴²³

Wie die Ausführungen zu den unterschiedlichen Konzepten innerhalb dieses Abschnittes gezeigt haben, sind für eine sachgerechte Abgrenzung der Fortführungsphase in aller Regel (ergänzende) Überlegungen in Bezug auf den Eintrittszeitpunkt eines Gleichgewichtszustandes anzustellen.⁴²⁴ Der Bewertende sollte folglich von einer autonomen Verwendung eines der übrigen Ansätze absehen.

⁴²³Vgl. KREYER (2009), S.195; CASSIA/VISMARA (2009), S.139.

⁴²⁴Vgl. dazu auch HAYN (2003), S.271, 274.

2.3.3.3 Die Phasendifferenzierung in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung

Empirische Erhebungen zur Unternehmensbewertung befassen sich in erster Linie mit der Anwendungshäufigkeit der verschiedenen Verfahren, die zur Wertermittlung herangezogen werden,⁴²⁵ kaum hingegen mit den dabei zugrundegelegten Planungsrechnungen oder speziell mit der Anwendung und Ausgestaltung der Phasenmethode. Gleichwohl gibt es einzelne Untersuchungen, die genau diese Aspekte der Unternehmensbewertung aufgreifen und anhand derer im Folgenden ein Eindruck davon gewonnen werden soll, ob und wie eine Phasendifferenzierung innerhalb der nationalen Bewertungspraxis samt der dazugehörigen Rechtsprechung umgesetzt wird. Im Wesentlichen sind hierbei zwei Größen von Interesse:

- die **Anzahl verwendeter Phasen** bei der Aufstellung des Bewertungskalküls
- und die **Länge der einzelnen Phasen** bzw. insbesondere der **Detailplanungsphase**.

Einen ersten Anhaltspunkt liefern in diesem Zusammenhang die Empfehlungen, welche in den Verlautbarungen der verschiedenen Institute bzw. „Standard Setter“ zu finden sind, die sich mit der praktischen Durchführung von Unternehmensbewertungen auseinandersetzen.⁴²⁶ Als federführende Instanz innerhalb der Bundesrepublik schlägt das IDW aktuell eine Zuteilung des gesamten Planungszeitraumes vor, wobei die Detailplanungsphase eine Zeitspanne von drei bis fünf Jahren umfassen sollte.⁴²⁷ Abweichungen hiervon werden unter Berücksichtigung unternehmensspezifischer Gegebenheiten ausdrücklich eingeräumt.⁴²⁸ Die für die österreichische Bewertungspraxis zuständige Kammer der Wirtschaftstreuhänder gibt in ihrem Fachgutachten (KFS BW1) gleichlautende Empfehlungen ab.⁴²⁹ Der anglo-amerikanische Sprachraum ist hingegen durch eine Vielzahl verschiedener Organisationen gekennzeichnet, deren jeweilige (Bewertungs-)Standards vor allem durch ihre enorme Methodenfreiheit und ein bisweilen äußerst geringes Spezifikationsniveau auffallen.⁴³⁰ Konkrete oder gar übereinstimmende Gestaltungshinweise bezüglich einer Phasendifferenzierung, lassen sich hier überhaupt nicht ausmachen.

⁴²⁵Vgl. PEEMÖLLER/BÖMELBURG/DENKMANN (1994), S.741ff.; BRÖSEL/HAUTTMANN (2007a), S.223ff. bzw. BRÖSEL/HAUTTMANN (2007b), S.293ff.; DEMIRAKOS/STRONG/WALKER (2004), S.221ff.; IMAM/BARKER/CLUBB (2008), S.503ff..

⁴²⁶Für eine umfangreiche Übersicht zu den verschiedenen nationalen und internationalen Organisationen vgl. HAYN/LAAS (2012), S.133ff..

⁴²⁷Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.77.

⁴²⁸Vgl. ebenda, Tz.76.

⁴²⁹Vgl. FACHSENAT FÜR BETRIEBSWIRTSCHAFT UND ORGANISATION (2006), Tz.54f..

⁴³⁰Vgl. dazu und zum folgenden HAYN/LAAS (2012), S.135ff.. Auf den Methodenpluralismus weist auch Barthel hin. Vgl. BARTHEL (2010a), S.449.

Im Rahmen empirischer Erhebungen zu diesem Thema ist zunächst auf die umfassende Untersuchung von *Homburg et al.* zu verweisen,⁴³¹ in der nach eigenen Angaben erstmals die Planung im Rahmen von Unternehmensbewertungen eine zentrale Rolle spielt. Von den ursprünglich befragten 400 deutschen Unternehmen, die allesamt börsennotiert sind, ergab sich ein Rücklauf von 138 auswertbaren Fragebögen, was einer Quote von rund 35% entspricht. Die Studie bestätigt zum einen die Dominanz des Zwei-Phasenmodells.⁴³² Insgesamt gaben hier 60% der Unternehmen an, den Planungszeitraum in zwei Abschnitte zu unterteilen, gefolgt von vergleichsweise gering erscheinenden 25%, die mindestens eine dreistufige Differenzierung vornehmen. Die Länge der Detailplanungsphase umfasst dabei mehrheitlich drei bis fünf Jahre (83%), wobei nur 7% für fünf oder mehr Jahre detailliert planen.

Zu einem ähnlichen Ergebnis gelangen auch *Henselmann* und *Barth*, die im Rahmen ihrer Erhebung 600 Fragebögen an Unternehmen aus den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Steuer-, Rechts- und/oder Unternehmensberatung sowie Investmentbanking versendet haben.⁴³³ Letztlich nahmen 87 Unternehmen an der Studie teil, was einer Rücklaufquote von rund 15% entspricht. Eine Aussage zur Anzahl der verwendeten Phasen musste hierbei nicht getroffen werden. Jedoch gaben 65% der teilnehmenden Unternehmen an, einen Detailplanungszeitraum von drei bis fünf Jahren zu verwenden, was ebenfalls einer deutlichen Mehrheit gleichkommt.⁴³⁴

Im Gegensatz zu den beiden bisher angeführten Studien, basieren die folgenden Erhebungen zur Phasendifferenzierung nicht auf Unternehmensbefragungen, sondern ausschließlich auf gerichtlichen Gutachten bzw. Urteilen aus der Rechtsprechung.

So untersucht *Schrenker* 80 gutachterliche Stellungnahmen aus den Jahren 2002 bis 2010, die im Zuge von Spruchverfahren zur gerichtlichen Überprüfung der Wertermittlung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen gem. §327a Aktiengesetz (sog. Squeeze-Out-Gutachten) angefertigt wurden.⁴³⁵ Das Zwei-Phasenmodell kam dabei in 73 Fällen (~91%) zur Anwendung, wobei in rund 57 Gutachten (71%) ein Detailplanungszeitraum zwischen drei und fünf Jahren zu Grunde gelegt wurde.⁴³⁶

Ein vergleichbares Bild liefern *Hachmeister et al.* in ihrer Studie aus dem Jahre 2009, die 122 sog. Squeeze-Out-Gutachten umfasst.⁴³⁷ Hiervon beinhalten 115 eine Ertragswertermittlung, die bekanntermaßen eine Planungsrechnung voraussetzt, wobei in 106 Fällen (~92%) ein Zwei-Phasenmodell zur Anwendung gelangte.⁴³⁸ Ferner wurden die Vorgaben

⁴³¹Vgl. HOMBURG/LORENZ/SIEVERS (2011), S.119ff..

⁴³²Vgl. dazu und zum folgenden LORENZ (2009), S.18f. bzw. HOMBURG/LORENZ/SIEVERS (2011), S.123ff..

⁴³³Vgl. HENSELMANN/BARTH (2009), S.13ff..

⁴³⁴Vgl. ebenda, S.86.

⁴³⁵Vgl. SCHRENKER (2011), S.484ff..

⁴³⁶Vgl. ebenda, S.487f..

⁴³⁷Vgl. HACHMEISTER/KÜHNLE/LAMPENIUS (2009), S.1234. Ob es sich zum Teil um dieselben Gutachten wie bei *Schrenker* handelt, geht aus den Publikationen nicht hervor.

⁴³⁸Vgl. ebenda, S.1236f..

des IDW zur Länge des Detailplanungszeitraumes bei rund 83% aller ertragswertbasierten Gutachten umgesetzt. Vor dem Hintergrund, dass bei derartigen Spruchverfahren in aller Regel Wirtschaftsprüfungsgesellschaften gutachterlich tätig werden, mögen die Ergebnisse beider Studien indes nicht verwundern.

Schließlich unterstreicht jedoch auch die Rechtsprechungspraxis deutscher Gerichte die bisherigen Befunde. Basierend auf insgesamt 36 Urteilen aus den Jahren 2002 bis 2008, stellen beispielsweise *Drukarczyk* und *Schüler* fest, dass regelmäßig ein Zwei-Phasenmodell zugrunde gelegt wird.⁴³⁹ Die Länge der Detailplanungsphase umfasst dabei zumeist 5 Jahre, bei einem Durchschnittswert von 4,2 Jahren.

Eine zweite Untersuchung aus dem Jahre 2011 von *Hachmeister et al.* beruht auf insgesamt 71 Gerichtsurteilen.⁴⁴⁰ In allen 39 Fällen, aus denen überhaupt eindeutige Aussagen zur Strukturierung des Planungshorizontes hervorgehen, wird dabei auf das Zwei-Phasenmodell verwiesen.⁴⁴¹ Darüber hinaus liegt analog zur Studie von *Drukarczyk* und *Schüler* der Modus in Bezug auf den Planungshorizont bei 5 Jahren und der Durchschnitt bei 4 Jahren, wobei rund 80% der relevanten Urteile einen Zeitraum zwischen drei und fünf Jahren vorsehen.

Zusammenfassend ist an dieser Stelle festzuhalten, dass sich die nationale Bewertungspraxis, sowohl auf Unternehmensebene als auch im juristischen Kontext, offenbar mehrheitlich an den Verlautbarungen des IDW ausrichtet. Der zweistufigen Differenzierung des gesamten Planungszeitraumes sowie der Begrenzung der Detailplanungsphase auf eine Zeitspanne von drei bis zu fünf Jahren ist demnach eine hohe empirische Relevanz zuzuschreiben.

2.3.3.4 Kritische Anmerkungen zur Phasendifferenzierung

Im Schrifttum ist die Phasenmethode in der Unternehmensbewertung keinesfalls unumstritten. Einzelne Autoren bringen in diesem Zusammenhang wiederholt kritische Argumente hervor, derer sich im Folgenden kurz angenommen werden soll.

Als elementare Kritik sei zunächst der Vorwurf der mangelnden theoretischen Fundierung aufgegriffen, die laut *Barthel* insbesondere aus der Falsifizierung der Erwartungsnutzentheorie herrührt bzw. sich mit deren Ablösung durch die Similarity Theorie begründet.⁴⁴² Demnach führt die Anwendung (phasenorientierter) Zukunftserfolgswerte zu einer systematischen Unterschätzung von Unternehmenswerten, weil man ausschließlich den zu-

⁴³⁹Vgl. dazu und zum folgenden DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.234ff..

⁴⁴⁰Vgl. HACHMEISTER/RUTHARDT/LAMPENIUS (2011), S.519ff.. Zum Teil handelt es sich hierbei um dieselben Urteile, auf die sich auch *Drukarczyk* und *Schüler* beziehen.

⁴⁴¹Vgl. ebenda, S.522f..

⁴⁴²Vgl. dazu und zum folgenden insbesondere BARTHEL (2010c), S.1201; BARTHEL (2010b), S.2236; BARTHEL (2009), S.1030; BARTHEL (2007), S.587ff.. Für eine kritische Stellungnahme zu den Ausführungen *Barthels* vgl. PAWELZIK (2012b), S.1884.

künftigen Nutzen fokussiert, der zudem einseitig monetär ausgelegt wird und ohnehin mit einem unlösbaren Prognoseproblem behaftet ist. Die vorgebrachte Kritik richtet sich jedoch prinzipiell gegen die Zukunftsorientierung, welche ohne weitere Differenzierung mit der Phasenmethode gleichgesetzt wird.⁴⁴³ In Abgrenzung zur zukunftsorientierten Unternehmensbewertung liegt der Ursprung der Phasenmethode hingegen in der Entscheidungstheorie bzw. speziell der (internen) Unternehmensplanung in zeitlich offenen Entscheidungsfeldern, in der sie zum Zwecke der Strukturierung sowie Entlastung bei der Planungsarbeit praktisch kaum wegzudenken ist und überdies auch eine hinreichende theoretische Fundierung erfahren hat.⁴⁴⁴

Grundlegend ähnlich argumentieren auch *Fischer-Winkelmann* und *Kramer*, die die Phasenmethode als logischen Nonsens bezeichnen und sich dabei auf *Popper* stützen.⁴⁴⁵ Dieser habe in seinen Arbeiten bereits bewiesen, dass über den Sicherheitsgrad von Prognosen generell keinerlei vernünftige Aussagen gemacht werden können. Eine Phasendifferenzierung wäre vor diesem Hintergrund unnötig, zumal sie den Sicherheitsgrad per se nicht beeinflusst. *Egger* verweist in diesem Zusammenhang hingegen auf *Knapp*, der die Aussage Poppers relativiert, indem er eine Unterscheidung zwischen lang- und kurzfristigen Prognosen trifft.⁴⁴⁶ Letztere ließen sich, sofern sie auf gegenwärtigem Wissen basieren, durchaus logisch ableiten. Die Frage der Fristigkeit einer Prognose, hänge wiederum wesentlich von der Art des Unternehmens ab bzw. der Branche, in der es tätig ist. Im Ergebnis kann die Phasenmethode aufgrund der vorgetragenen Argumentation nicht grundsätzlich abgelehnt werden.

Bereits seit langem wird darüber hinaus die subjektive Einteilung der Phasenlängen kritisiert, durch die sich bisweilen der Verdacht einer gewissen Willkür bzw. Manipulationsanfälligkeit einstellt.⁴⁴⁷ Einschränkend ist hier zunächst anzumerken, dass dies allenfalls im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen problematisch ist. Demgegenüber wird z. B. innerhalb der Beratungsfunktion die generelle Subjektivität der Wertermittlung, die sich gleichermaßen auf die Phaseneinteilung erstreckt, besonders betont. Unter der Voraussetzung das die integrierte Planungsrechnung für einen sehr langen Zeitraum aufgestellt wird, kann sich die Phasenmethode allerdings auch im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung empfehlen.⁴⁴⁸ So ist damit gegebenenfalls eine bessere Verprobung der Planannahmen erzielbar, was der Absicherung des Bewertungsergebnisses zu Gute kommt.

Unmittelbar hieran lehnt sich die Kritik *Olbrichs* an, der generell die Abhängigkeit der Planung von den subjektiven Einschätzungen des Bewertenden bemängelt, die ungeachtet

⁴⁴³Vgl. BARTHEL (2010c), S.1202.

⁴⁴⁴Vgl. KLEIN/SCHOLL (2011), S.202f.; TEICHMANN (1975b), S.266; BITZ (1978), S.175ff..

⁴⁴⁵Vgl. dazu und zum folgenden FISCHER-WINKELMANN/KRAMER (2010), S.33f.; EGGER (2010), S.170f..

⁴⁴⁶Vgl. dazu und zum folgenden KNAPP (1978), S.22f., 69ff..

⁴⁴⁷Vgl. KLEBER (1989), S.259, 263; BARTHEL (2010c), S.1201f..

⁴⁴⁸Vgl. dazu und zum folgenden WOLLNY (2010), S.211f..

jeglicher Differenzierung des Planungs- und Prognosezeitraumes bestünde.⁴⁴⁹ Selbst bei Anwendung der Phasenmethode beruhten die Planungsergebnisse bekanntlich auf den Erwartungen des Planenden und somit auf mehr oder minder willkürlichen Annahmen. Da infolge einer zeitlichen Unterteilung der Planung keine höhere Genauigkeit zu erwarten sei, wäre ein einphasiges Modell vorzuziehen. Die Argumentation vernachlässigt allerdings den bereits zuvor skizzierten Aspekt der (erhöhten) Transparenz im Zuge einer detaillierten Planungsrechnung. So besteht beim einphasigen Modell die Gefahr, dass der Bewertungsadressat die zugrundeliegenden Annahmen aufgrund der hohen Informationsdichte kaum erkennen kann. Zudem erschwert die alleinige Verwendung der ewigen Rente eindeutig die Nachvollziehbarkeit der einzelnen Bewertungs- und Rechenschritte.⁴⁵⁰

Schließlich weist *Barthel* darauf hin, dass gem. §305 Abs. 3 Aktiengesetz die Verwendung der Phasenmethode ohnehin *contra legem* sei.⁴⁵¹ Dem Gesetzestext nach greift im Zuge der Barabfindung von Aktionären das „Prinzip der Gegenwartsorientierung“, was laut *Barthel* zugleich einen allgemeinen Bewertungsgrundsatz darstellt. Der Zukunftserfolgswertansatz berücksichtige hingegen in Verbindung mit der Phasenmethode nur die künftigen Unternehmensverhältnisse und sei insofern schlicht gesetzeswidrig. Fragwürdig bleibt vor diesem Hintergrund allerdings, warum ausgerechnet die Rechtsprechung in überwiegender Mehrheit an der differenzierten Vorgehensweise festhält und somit streng genommen *contra legem* urteilt. Die Antwort hierauf vermag klarerweise auch *Barthel* nicht zu geben.

Bei allen, teils berechtigten Bedenken gegen die Phasenmethode, stellt sich letztlich die Frage nach geeigneten Alternativen. Angesichts des bestehenden Prognoseproblems beim Zukunftserfolgswertansatz käme grundsätzlich die rigorose Abkehr von derlei zukunftsbezogenen Konzepten in Frage.⁴⁵² Dies wäre jedoch zwangsläufig mit einer Rückkehr zu vergangenheits- bzw. gegenwartsbezogenen Verfahren, wie z. B. dem Substanzwertansatz, verbunden, die sich im Laufe der Zeit als konzeptionell ungeeignet für eine entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung erwiesen haben.⁴⁵³ Auch der von *Barthel*, unter Berufung auf die International Valuation Standards (IVS), eingebrachte Vorschlag mehrere unterschiedliche Verfahren zur Wertbestimmung heranzuziehen, um eine Wertbandbreite statt eines Punktwertes zu ermitteln, stellt letztendlich keine überzeugende Alternative dar.⁴⁵⁴ So wird in den aktuellen IVS, in denen dem *asset approach* ohnehin nur eine nachrangige Bedeutung beigemessen wird, neben dem *market approach* gleichermaßen der sog. *income approach* propagiert.⁴⁵⁵ Der *income approach* entspricht wiederum dem Zukunftserfolgswertansatz und ist damit gleichermaßen vom Prognoseproblem „betroffen“.

⁴⁴⁹Vgl. dazu und zum folgenden OLBRICH (1981), S.45.

⁴⁵⁰Vgl. WOLLNY (2010), S.211.

⁴⁵¹Vgl. dazu und zum folgenden BARTHEL (2010c), S.1199; BARTHEL (2010a), S.450f..

⁴⁵²Vgl. PROKOP (2003), S.67ff..

⁴⁵³Vgl. zur Kritik am Substanzwertverfahren SIEBEN (1993), Sp.4327f.; MANDL/RABEL (2012), S.84f..

⁴⁵⁴Vgl. BARTHEL (2010c), S.1203; BARTHEL (2010a), S.449. Kritisch hierzu vgl. PAWELZIK (2012b), S.1884.

⁴⁵⁵Vgl. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL (2011), Tz.C13ff..

Der Fortführungswert in der Unternehmensbewertung
Ansätze zur Operationalisierung des
Gleichgewichtszustandes

Drefke, S.

2016, XIV, 222 S. 28 Abb., 7 Abb. in Farbe., Softcover

ISBN: 978-3-658-15475-2