

## II. Das Beispiel Unternehmensbewertung

### 1. Die Grundlagen der Unternehmensbewertung

#### 1.1 Zu den Funktionen und ihren Werten

Besondere Aufmerksamkeit schenkt diese Arbeit der Bewertung von Unternehmen und damit den Bewertungskonzeptionen einzelner berufsständischer Organisationen Europas. Im Umkehrschluss wird zeitgleich Abstand von Bewertungskonzepten genommen, die ihren Schwerpunkt im Steuerrecht oder in der Rechnungslegung finden.

Die auf den Arbeiten GOSSENS<sup>1</sup> und MENGERS<sup>2</sup> beruhenden Ergebnisse der *subjektiven Wertlehre* zeigten bereits im 19. Jahrhundert, dass sich der Wert eines Guts allein aus seinem Grenznutzen bestimmen lässt.<sup>3</sup> Der prägnante Sinnspruch MOXTERS „Bewerten heißt vergleichen“<sup>4</sup> verweist auf die Grundausrichtung jeder Bewertung, die im Grunde genommen zu jeder Zeit auf einem Vergleich des zu untersuchenden Guts mit potentiellen Alternativen beruht. Der Wert eines Guts wird dabei über die Relation dreier Faktoren beschrieben, die sich in einer sogenannten Subjekt-Objekt-Objekt-Beziehung wiederfinden.<sup>5</sup> Jener Wert verdeutlicht, mit welchem Nutzen das Bewertungssubjekt aus dem jeweiligen Bewertungsobjekt mit Blick auf das vorhandene Vergleichsobjekt zu rechnen hat.<sup>6</sup> Das herangezogene Vergleichsobjekt dient bei diesem Vorhaben als Bewertungsmaßstab. Unter diesen Voraussetzungen kann die Wertfindung zwangsläufig nur eine Richtung zulassen. Nur eine Bewertung mit subjektbezogener Ausrichtung kann zulässig sein, da sich einerseits der dem Bewertungssubjekt gewährte Nutzen aus seinem individuellen Zielerfüllungsgrad ergibt und sich andererseits das als Maßstab herangezogene Vergleichsobjekt aus dem individu-

---

1 Vgl. GOSSEN, Gesetze des Verkehrs (1854).

2 Vgl. MENDER, Volkswirtschaftslehre (1871).

3 Auf den Beginn der Österreichischen Schule mit MENDER basierend auf seiner frühen Schrift „Grundsätze der Volkswirtschaftslehre“ verweist HOPPE, Österreichische Schule (1996), S. 65. Für den Einfluss der Österreichischen Schule als Grundlage der modernen Nationalökonomie siehe ebenda, S. 73 f.

4 MOXTER, Grundsätze (1983), S. 123.

5 Siehe hierzu SIEBEN, Erfolgseinheiten (1968), S. 285.

6 Vgl., auch im Folgenden, BUSSE VON COLBE, Zukunftserfolg (1957), S. 17 f., ENGELS, Bewertungslehre (1962), S. 1, 12, 17 f., MATSCHKE, Kompromiß (1969), S. 57 f., MÜNSTERMANN, Wert und Bewertung (1970) S. 11, MATSCHKE, Gesamtwert (1972), S. 147, SIEBEN, Entscheidungswert (1976), S. 497, MOXTER, Grundsätze (1983), S. 123, MATSCHKE, Mehrdimensionale Entscheidungswerte (1993), S. 3.

ellen Entscheidungsfeld des Bewertungssubjekts ableiten lässt. Wenn also im Zentrum der Bewertung ein Unternehmen steht, so ergibt sich sein Wert folglich aus dem Nutzen, der dem Bewertungssubjekt daraus im Hinblick auf sein Vergleichsobjekt zufließen wird.<sup>7</sup> Je nach Zweck beziehungsweise Aufgabenstellung kann ein Bewertungsobjekt für ein Bewertungssubjekt verschiedene Werte annehmen, wodurch eine grundlegende Differenzierung von Werten essentiell wird.<sup>8</sup> Diese Auffassung teilt die *funktionale Wertlehre*, nach der Unternehmenswerte einer bestimmten Zweckausrichtung<sup>9</sup> unterliegen und damit in Abhängigkeit zur jeweiligen Funktion stehen, die sie zu erfüllen haben. Eine aufgabenbezogene Wertermittlung setzt aus Sicht dieser Theorie eine präzise Aufgabenanalyse voraus, die wiederum nur im Falle genauer Aufgabendifferenzierung möglich ist.<sup>10</sup>

Auf dieser Grundüberlegung fußend schlägt die funktionale Wertlehre die Brücke zwischen objektiver und subjektiver Unternehmensbewertung<sup>11</sup> und differenziert in ihrem abschließenden Funktionenkatalog zwischen drei Haupt- und diversen Nebenfunktionen<sup>12</sup>, die sich unter dem Gesichtspunkt der Änderung von Eigentumsverhältnissen<sup>13</sup> am Bewertungsobjekt voneinander unterscheiden lassen. Zu den Hauptfunktionen zählen namentlich Entscheidungs-, Vermittlungs- sowie Argumentationsfunktion:

7 Vgl. SIEBEN, Beratungsfunktion (1977), S. 62 f., SIEBEN/ZAPF, Grundlage unternehmerischer Entscheidungen (1981), S. 1-3.

8 Vgl. RICHTER, Bewertung von Minderheitsanteilen (1942), S. 106.

9 Vgl. MOXTER, Grundsätze (1976), S. 5-8. In diesem Zusammenhang spricht MOXTER von dem „Zweckadäquanzprinzip“ der Unternehmensbewertung, vgl. ebenda, S. 16 f. Siehe hierzu auch SIEBEN, Entscheidungswert in der Funktionenlehre (1976), S. 494.

10 Vgl. MOXTER, Sieben Todsünden (1977), S. 253.

11 Zu dem Konflikt zwischen subjektiver und objektiver Unternehmensbewertung, dem Verhältnis beider Ausrichtungen zur funktionalen Unternehmensbewertungslehre sowie der Datierung des Durchbruchs der subjektiven Bewertungslehre auf das Jahr 1966 mit der Veröffentlichung der Arbeit MÜNSTERMANNs „Wert und Bewertung der Unternehmung“ siehe MATSCHKE, Arbitriumwert (1979), S. 5 ff. Siehe zudem auch COENENBERG/SIEBEN, Unternehmensbewertung (1976), Sp. 4061-4079, SIEBEN/SCHILDBACH, Entwicklung der Lehre (1979), S. 455-461, OLBRICH, Unternehmungskultur (1999), S. 7, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 22-25.

12 Zu den Nebenfunktionen zählen beispielsweise die Informationsfunktion, Steuerbemessungsfunktion oder die Vertragsgestaltungsfunktion. Zu den Nebenfunktionen siehe beispielsweise MATSCHKE, Arbitriumwert (1979), S. 17 f., SIEBEN, Funktionen der Bewertung (1983), S. 539, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 66 f. Nebenfunktionen bleiben in den weiteren Ausführungen außer Betracht, da sie nicht auf die Änderung von Eigentumsverhältnissen ausgerichtet sind.

13 Vgl. SIEBEN, Entscheidungswert (1976), S. 492-496, BÖRNER, Unternehmensbewertung (1988), S. 111-116, BRÖSEL, Nebenfunktionen (2006), S. 128-141, BRÖSEL, Unternehmenswert (2009), S. 416 f.

Ziel der *Entscheidungsfunktion* ist es nach SIEBEN, „für eine an einer bestimmten Disposition über die zu bewertende Unternehmung interessierte Partei die Grenze ihrer Konzessionsbereitschaft zu ermitteln“<sup>14</sup>. Die spezielle Wertgröße, die im Rahmen dieser Hauptfunktion berechnet wird, findet ihre Bezeichnung im Begriff *Entscheidungswert* wieder und zielt darauf ab, dem Entscheidungsträger – dem Bewertungssubjekt – die Grundlage für einen rationalen Beschluss zu bereiten.<sup>15</sup> Unter der Prämisse eines vorgegebenen Entscheidungsfelds und auch Zielsystems zeigt der Entscheidungswert „einem Entscheidungssubjekt [...] an, unter welcher Bedingung oder unter welchem Komplex von Bedingungen die Durchführung einer bestimmten vorgesehenen Handlung das ohne diese Handlung erreichbare Niveau der Zielerfüllung gerade noch nicht mindert“<sup>16</sup>. Somit bezieht sich der Entscheidungswert auf sämtliche konfliktlösungsrelevante Sachverhalte widerstreitender Parteien und verdeutlicht, welche dieser Sachverhalte oder deren Verknüpfung untereinander im äußersten Fall noch bei einer Einigung akzeptiert werden könnten, ohne das Entscheidungssubjekt schlechter zu stellen.<sup>17</sup>

Insgesamt prägen den Entscheidungswert vier wesentliche Eigenschaften: Als Resultat der Entscheidungsfunktion stellt er zunächst eine kritische Größe dar (Merkmal des Grenzwerts).<sup>18</sup> Diese kritische Größe richtet sich an ein bestimmtes Subjekt sowie dessen individuelles Zielsystem (Merkmal der Subjekt- und Zielsystembezogenheit) und gilt ausschließlich für das zu einem bestimmten Entscheidungszeitpunkt relevante Entscheidungsfeld und die hieraus ableitbaren Handlungsoptionen (Merkmal der Entscheidungsfeldbezogenheit). Daraus folgt, dass der Bewerter zur Ermittlung des Entscheidungswerts ein Bild über sämtliche Intentionen sowie über jegliche Eventualitäten zu modellieren hat. Auch wenn Bewertungsobjekte für ihre Interessenten identisch sind, können heterogene Erwartungshaltungen in Verbindung mit ungleichen Interessen unterschiedliche Entscheidungswerte erzeugen.<sup>19</sup> Für verschiedene Bewer-

---

14 SIEBEN, Entscheidungswert (1976), S. 492.

15 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 24-27. Für die Definition des Entscheidungswertbegriffs siehe ebenda, S. 27. Siehe ferner auch HELBLING, 25 Grundsätze (2002), S. 735 f.

16 MATSCHKE, Gesamtwert (1972), S. 147. Siehe zudem auch MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 26 f., sowie SIEBEN/SCHILDBACH, Bewertung ganzer Unternehmungen (1979), S. 455.

17 Vgl. SIEBEN/LÖCHERBACH/MATSCHKE, Bewertungstheorie (1974), Sp. 845-849 und ferner auch MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 53, sowie JAENSCH, Einfaches Modell (1966), S. 660, HERING, Das allgemeine Zustands-Grenzpreismodell (2000) S. 362 f.

18 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Gesamtwert (1972), S. 147, MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 26, MATSCHKE, Wertarten nach ihrer Aufgabenstellung (2008), S. 861 f., sowie COENENBERG, Sicht der Hochschule (1981), S. 223, OLBRICH, IFRS und Unternehmensbewertung (2009), S. 527 ff.

19 Vgl., auch im Folgenden, SIEBEN, Entscheidungswert (1976), S. 497.

tungsinteressenten ergeben sich überdies selbst bei übereinstimmenden Zielinhalten und Zielrealisationserwartungen verschiedene Werte, da unterschiedliche Gewich-tungen, Risikoeinstellungen als auch Abweichungen zeitlicher Verteilungen zu In-kongruenzen führen.

In der Position des unparteiischen Schiedsgutachters sieht sich der Bewerter im Rah-men der *Vermittlungsfunktion*, in der er im besten Fall einen Interessenausgleich zwi-schen Konfliktparteien herbeiführt oder zumindest einen solchen erleichtert.<sup>20</sup> Vo-raussetzung für dieses Unterfangen ist, dass das Resultat der Vermittlungsfunktion – *Arbitrium-, Schiedsspruch- oder Vermittlungswert* genannt – für sämtliche Konflikt-parteien einen akzeptablen Wert darstellt.<sup>21</sup> Als akzeptabel erweist sich ein Wert im-mer dann, wenn er allen Parteien zugemutet werden kann und zeitgleich die jeweili-gen Interessenlagen gewahrt bleiben. Die Ermittlung von Arbitriumwerten setzt somit eine Überschneidung der Konzessionsgrenzen präsumtiver Käufer und Verkäufer voraus. Innerhalb des Einigungsbereichs kann der gesuchte Wert zudem so lokalisiert werden, dass der Unterschiedsbetrag zwischen den jeweiligen Entscheidungswerten der Parteien nach Maßgabe eines Gerechtigkeitspostulats zugeordnet wird.<sup>22</sup> Auf-grund der Tatsache, dass jede der Konfliktparteien ihren Wert als individuellen Ent-scheidungswert ermittelt, werden einerseits bestehende Interdependenzen zwischen Entscheidungs- und Vermittlungsfunktion deutlich sowie andererseits die grundle-gende Verschiedenheit zwischen Wert und Preis.<sup>23</sup> Sofern also ein Einigungsbereich zwischen den Verhandlungspartnern existiert, ergibt sich der Preis als Einigungsgrö-ße, die zwischen den jeweiligen Konzessionsgrenzen liegt. Somit offenbart dieser Preis den gesuchten Arbitriumwert, auf den sich die Bewertungsinteressenten im Zu-ge der Verhandlungen festlegen können.

Die Verhandlungsposition einer bestimmten Partei im Verhandlungsprozess zu stär-ken und infolgedessen die Position der Gegenseite gezielt zu schwächen, stellt die

20 Vgl. MATSCHKE, Schiedsspruchwert (1971), S. 508, SIEBEN, Entscheidungswert (1976), S. 493, MATSCHKE, Arbitriumwert (1979), S. 18 f., MATSCHKE, Anlässe und Konzeptionen (2008), S. 861 f. Als Beispiele für die Vermittlungsfunktion und den dazugehörigen Schiedswert können neutrale Gutachten oder die Expertise des Wirtschaftsprüfers vor Gericht genannt werden. HELBLING, 25 Grundsätze (2002), S. 735, weist im Zuge dessen darauf hin, dass die Schieds-wertermittlung eine weitgehend „objektive“ Betrachtungsweise des Bewertenden erfordert.

21 Vgl. MATSCHKE, Schiedsspruchwert (1971), S. 508, SIEBEN, Entscheidungswert (1976), S. 493, MATSCHKE, Arbitriumwert (1979), S. 18 f., MATSCHKE, Bewertung ertragsschwacher Unter-nehmungen (1984), S. 562, MATSCHKE, Wertarten nach ihrer Aufgabenstellung (2008), S. 861 f.

22 Die Zuteilung des mutmaßlichen Vorteils kann auf zweierlei Art erfolgen: zur absolut gleichen sowie relativ gleichen Teilung des mutmaßlichen Vorteils im Zuge der Arbitriumwertermittlung, siehe MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 495, MATSCHKE, Schiedsspruch-wert (1971), S. 511 und darüber hinaus SIEBEN, Entscheidungswert (1976), S. 500 ff.

23 Vgl. JAENSCH, Wert und Preis (1966), S. 20.

Mission der dritten Hauptfunktion – der *Argumentationsfunktion* – dar.<sup>24</sup> Hieraus resultierende *Argumentationswerte* verstehen sich als Mittel zum Zweck, den vorgesehenen Eigentumsübergang zu Konditionen erfolgen zu lassen, die möglichst nah an den Entscheidungswert der Gegenpartei reichen und dementsprechend weit abgeschieden zur eigenen Konzessionsgrenze liegen.<sup>25</sup> Argumentationswerte sollten während des Verhandlungsprozesses die Gestalt scheinbarer Entscheidungs- oder Arbitriumwerte annehmen, da ihnen nur so das Unterfangen gelingen kann, die Gegenseite zur Zustimmung zu bewegen.

## 1.2 Systematisierung der Konfliktsituationen

Um dezidiert beurteilen zu können, ob eine geplante Unternehmenstransaktion, die im Zusammenhang mit einer Änderung von Eigentumsverhältnissen steht, wirtschaftliche Vorteile für das Bewertungssubjekt verspricht, bedarf es zunächst der Systematisierung der Konfliktsituation.<sup>26</sup> Denn die Lösung eines Bewertungsproblems erfordert eine präzise Analyse der Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck, der wiederum auf ganz genau festgelegten Ausgangssituationen basiert. Erst dann wird die Zweckabhängigkeit der avisierten Vorgehensweise intersubjektiv überprüfbar. Um die hier untersuchten Bewertungsproblematiken in den weiteren Ausführungen nachvollziehen zu können, soll zunächst der Kanon von Konfliktsituationen erläutert werden, welche die funktionale Wertlehre generell unterscheidet. Hierzu zählen die Konfliktsituationen vom Typ Kauf/Verkauf und der Fusion beziehungsweise Spaltung, jungierte und disjungierte Konfliktsituationen sowie dominierte und nicht dominierte, eindimensionale und mehrdimensionale sowie limitierte und nicht limitierte Konfliktsituationen.

---

24 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Argumentationswert (1976), S. 518-521, MATSCHKE, Argumentationsfunktion (1977), S. 91, SIEBEN/SCHILDBACH, Entwicklung der Lehre (1979), S. 457, MATSCHKE, Dominierte Konfliktsituationen (1981), S. 116, HERING/BRÖSEL, Blinder Passagier (2004), S. 939-942, MATSCHKE, Wertarten nach ihrer Aufgabenstellung (2008), S. 862, sowie für die Ermittlung von Argumentationswerten WAGENHOFER, Bestimmung von Argumentationspreisen (1988).

25 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Argumentationswert (1976), S. 521. Siehe darüber hinaus auch BRÖSEL, Argumentationsfunktion (2004), S. 518, OLBRICH/HARES/PAULY, Erbschaftsteuerreform (2010), S. 1252, OLBRICH, Unternehmungsnachfolge (2014), S. 146.

26 Vgl. SIEBEN/LUTZ, Sonderfragen (1983), S. 1989, SIEBEN/LUTZ, Abfindungsklauseln (1985), S. 209 f., KUßMAUL, Spezieller Anwendungsfall I (1996), S. 267 f., MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 22 f., HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 6.

*Konfliktsituationen vom Typ Kauf/Verkauf* zeichnen sich als Bewertungsanlässe aus, bei denen die widerstreitenden Parteien ihre Eigentumsverhältnisse dergestalt ändern wollen, dass eine der Parteien (Verkäufer) ihr Eigentum an dem Bewertungsobjekt aufgibt und dafür im Gegenzug von der anderen Partei (Käufer) eine Entschädigung – meist in Form einer monetären Größe – erhält.<sup>27</sup> Anders verhält sich die Situation der Eigentümer im Falle von *Fusion* und *Spaltung*, da in diesen Konfliktfällen grundsätzlich kein Wechsel der Eigentümer resultiert. Vom *Typ der Fusion*<sup>28</sup> wird dann gesprochen, wenn die konfligierenden Seiten zu einer neuen wirtschaftlichen Einheit verschmelzen und die Eigentümer der zu vereinigten Ergebniseinheiten zu den gemeinsamen Eigentümern der neuen Einheit werden.<sup>29</sup> Als Pendant dazu ist die *Unternehmensspaltung* zu verstehen, die sich als ein Umstrukturierungsvorgang charakterisiert, bei dem entweder Betriebsteile – in Form von Vermögen und Verbindlichkeiten – eines Ursprungsunternehmens oder lediglich einzelne Güter auf mindestens ein existierendes oder neu zu gründendes Unternehmen übertragen werden.<sup>30</sup> Die Eigentümer des Unternehmens in seiner Urform sind dann am Eigentum an den aus der Spaltung hervorgehenden Unternehmen beteiligt.

Gemäß dem Fall, dass einzelne Parameter von Konfliktsituationen vom Typ Kauf/Verkauf oder vom Typ Fusion/Spaltung Auswirkungen auf weitere Konfliktsituationen vom Typ Kauf/Verkauf oder vom Typ der Fusion/Spaltung haben, ist von einer *verbundenen* oder *jungierten Konfliktsituation* auszugehen.<sup>31</sup> Die Realität zeigt, dass solch ein Bild an Verflechtungen sehr häufig vorzufinden ist und sich Entschei-

27 Vgl. MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 31, BALLWIESER/LEUTHIER, Steuerberatung I (1986), S. 546, BRÖSEL, Objektiv (2003), S. 131, BRÖSEL/DECHANT, Bewertung von Telekommunikationsunternehmungen (2003), S. 136.

28 Der Terminus Fusion kann grundsätzlich unterschiedlich weit ausgelegt werden. Hiernach handelt es sich um eine Fusion im weiteren Sinne, wenn Unternehmen, die bis vor der Fusion rechtlich selbstständig waren (auch Fusion zur Neugründung genannt), nach der Fusion zu einer neuen wirtschaftlichen Einheit verschmelzen. Vgl. beispielsweise MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 31 ff., BALLWIESER/LEUTHIER, Steuerberatung I (1986), S. 546, MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 14 f., BRÖSEL, Medienrechtsbewertung (2002), S. 52, BRÖSEL, Objektiv (2003), S. 131, HERING, Fusion (2004), S. 148-165, OLBRICH, Unternehmensbewertung bei Scheidung (2005), S. 412, MATSCHKE, Anlässe und Konzeptionen (2008), S. 852, OLBRICH/HEINZ, Entscheidungswert eines Aktienkäufers (2009), S. 547. Gemäß dem Fall, dass eines der in die Fusion eingebundenen Unternehmen seine rechtliche Selbstständigkeit aufgeben muss, liegt eine Fusion im engeren Sinne (auch Fusion zur Übernahme genannt) vor. Für Fusion im engeren Sinne siehe WÖHE, Ausgewählte Probleme (1983), S. 70.

29 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 31. Zur kaufmännischen Auslegung der Fusion siehe zudem SCHMALENBACH, Finanzierungen (1928), S. 118-125.

30 Siehe hierzu, auch im Folgenden, TEICHMANN, Spaltung (1980), S. 85, KUBMAUL/ZABEL, Unternehmensumstrukturierungen (2004), S. 486, BYSIKIEWICZ/MATSCHKE/FREBEL, Unternehmensbewertung bei der Spaltung (2008), S. 97.

31 Vgl. MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 35 f.

dungssituationen nicht lediglich auf eine Konfliktsituation beziehen, da mindestens einer der Entscheidungsträger meist zeitgleich in Verbindung mit weiteren Diskursen des Kaufs, Verkaufs, der Fusion oder der Spaltung steht.<sup>32</sup> Derartige Verstrickungen erfordern daher die Berücksichtigung von Wechselwirkungen, die zwischen den einzelnen Konfliktsituationen bestehen. Separate Analysen einzelner Verhandlungen würden indes zu Fehlschlüssen mit kontraproduktiver Wirkung bei der Entscheidungswertermittlung führen, da auftretende Rückkopplungen nicht einkalkuliert wären. *Unverbundene* oder *disjunctierte Konfliktsituationen* beschreiben im Gegensatz hierzu Situationen, in welchen Parteien ohne eine Verbindung zu weiteren Konfliktsituationen an Verhandlungen beteiligt sind und somit keine Interdependenzen bestehen.<sup>33</sup>

Unter dem Aspekt der Machtrelation zwischen den Parteien lassen sich ebenfalls Konfliktzustände einteilen. Das Kriterium Macht bezieht sich auf die Durchsetzbarkeit der Änderung von Eigentumsverhältnissen im Rahmen der Verhandlung und unterscheidet Konfliktsituationen dahingehend, ob eine der Parteien die Eigentumsänderung unabhängig von der anderen Partei oder den anderen Parteien zu erzeugen vermag.<sup>34</sup> Sofern keine der im Widerstreit stehenden Seiten eine Änderung der Eigentumsverhältnisse ohne Berücksichtigung des Willens der Gegenseite hervorzurufen vermag, liegt eine *nicht dominierte Konfliktsituation* vor. Lösungen im Rahmen dieser Gegebenheiten können daher nur im Zuge der Verhandlung selbst gefunden werden und zwar unter der Prämisse, dass sämtliche Verhandlungspartner einen positiven Nutzen daraus ziehen oder sich zumindest nicht schlechter stellen. Es steht ihnen damit jederzeit frei, sich aus dem Widerstreit zu lösen. Damit eine Änderung der Eigentumsverhältnisse in diesen Konstellationen überhaupt möglich wird, bedarf es eines Arrangements beider Seiten, das für alle Beteiligten Vorteile verspricht oder zumindest jeden Nachteil vermeidet.<sup>35</sup> Dementgegen stehen *dominierte Konfliktsituationen*, innerhalb welcher eine Konfliktpartei Änderungen von Eigentumsverhältnissen durch Zwang erzeugen kann. Folglich beherrscht diese Partei aufgrund ihrer stärkeren Position die Verhandlung und vermag es auch, gegen den Willen der ihr gegenüberstehenden Partei eine Änderung der Eigentumsverhältnisse zu realisieren.<sup>36</sup>

---

32 Zur Häufigkeit verbundener Konfliktsituationen siehe BRÖSEL/HAUTTMANN, Einsatz von Unternehmensbewertungsverfahren (2007), S. 229 f.

33 Vgl. HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 17.

34 Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 93.

35 Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 93. Zur Findung einer Einigungslösung siehe weiterhin MATSCHKE, Arbitriumwert (1979), S. 31 f., BÖRNER, Unternehmensbewertung (1980), S. 112, BALLWIESER/LEUTHIER, Steuerberatung I (1986), S. 546, MATSCHKE, Anlässe und Konzeptionen (2008), S. 853.

36 Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 93, zur einseitigen Erzwingbarkeit der Eigentumsverhältnisse, welche in einem Rechtsstaat auf gesetzlicher Grundlage Legitimität erfährt, siehe zudem auch MATSCHKE, Arbitriumwert (1979), S. 33 ff. Weiterhin seien



Die Dimensionalität einer Konfliktsituation, wie sie im Zuge der Systematisierung ebenfalls auftritt, steht für die Anzahl konfliktlösungsrelevanter Zustände, die für eine Übereinkunft der Verhandlungspartner ausschlaggebend ist.<sup>37</sup> Tritt der Fall ein, in dem sich die Parteien über mehrere konfliktlösungsrelevante Sachverhalte einigen müssen, so wird von einer *mehrdimensionalen* Konfliktsituation gesprochen. Hierzu zählen beispielsweise Umstände wie die Fortführung eines Unternehmens oder die Übernahme des Personalbestands.<sup>38</sup> Hingegen ist von *eindimensionalen* Konfliktsituationen immer dann die Rede, wenn lediglich ein einziger Tatbestand von Bedeutung ist, sprich beispielsweise das Entgelt bei Kauf oder Verkauf des Unternehmens oder die Beteiligungsquote bei der Fusion.<sup>39</sup>

Zu guter Letzt lassen sich Anlässe zur Unternehmensbewertung auch in *limitierte* und *nicht limitierte* Konfliktsituationen unterteilen.<sup>40</sup> Hierbei geht es um die Möglichkeit, das zu bewertende Objekt hinsichtlich seines Umfangs ex ante genau bestimmen zu können.<sup>41</sup> Zum Beispiel weisen OLBRICH und HEINZ darauf hin, dass „ein zunächst eigeninitiativer Erwerb einer bestimmten Anteilshöhe im Anschluss einen verpflichtenden Erwerb weiterer Anteile nach sich [ziehen kann].“<sup>42</sup> Die Autoren stellen die hier aufgeführte Konfliktsituation in Zusammenhang mit dem durch das WpÜG eingeführten Pflichtangebot dar, dem sich ein präsumtiver Aktienkäufer gegenüber sieht.<sup>43</sup> Hiernach ergibt sich bei Überschreiten der Kontrollgrenze von 30 % der Stimmrechte ein Pflichtangebot, sodass aus einer ehemals nicht dominierten Kon-

---

aufgeführt SIEBEN/SCHILDBACH, Entwicklung der Lehre (1979), S. 456 f., BÖRNER, Unternehmensbewertung (1980), S. 113, MATSCHKE, Dominierte Konfliktsituationen (1981), S. 117, BALLWIESER/LEUTHIER, Steuerberatung I (1986), S. 546, MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 14, OLBRICH, Unternehmenskultur (1999), S. 10 f., HERING/OLBRICH, Bewertung von Mehrstimmrechten (2001), S. 23, BRÖSEL, Medienrechtsbewertung (2002), S. 53 f., BRÖSEL, Objektiv (2003) S. 132, BRÖSEL/DECHANT, Bewertung von Telekommunikationsunternehmen (2003), S. 137 f., OLBRICH, Unternehmensbewertung bei Scheidung (2005), S. 413, MATSCHKE, Wertarten nach der Art der Ermittlung (2008), S. 853, OLBRICH/HEINZ, Entscheidungswert eines Aktienverkäufers (2009), S. 547 f., DRUKARCZYK/SCHÜLER, Unternehmensbewertung (2016), S. 3.

37 Vgl. MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 38 ff., OLBRICH, Unternehmenskultur (1999), S. 11 f., OLBRICH/HEINZ, Entscheidungswert eines Aktienverkäufers (2009), S. 547.

38 Vgl. hierfür MATSCHKE, Mehrdimensionale Entscheidungswerte (1993), S. 20 ff., HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 17 ff.

39 Vgl. OLBRICH, Unternehmenskultur (1999), S. 11 f., OLBRICH/HEINZ, Entscheidungswert eines Aktienverkäufers (2009), S. 547.

40 Vgl. OLBRICH/HEINZ, Entscheidungswert eines Aktienverkäufers (2009), S. 548.

41 Vgl. OLBRICH/RAPP, Wandlung (2011), S. 479.

42 OLBRICH/HEINZ, Entscheidungswert eines Aktienverkäufers (2009), S. 545.

43 Vgl., auch im Folgenden, OLBRICH/HEINZ, Entscheidungswert eines Aktienverkäufers (2009), S. 548, sowie ferner auch MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 107.



fliktsituation des Typs Kauf/Verkauf eine dominierte Konfliktsituation wird. Das Wirtschaftssubjekt unterliegt im Rahmen des hier beschriebenen Tatbestands sodann dem Zwang, jedes Ergebnis des Pflichtangebots anzunehmen und nicht mehr länger die Anzahl der Aktien selbst bestimmen zu können, die es erwirbt. Als *limitiert* erweist sich eine Konfliktsituation folglich immer dann, wenn sich der Aktienerwerber unterhalb der Kontrollgrenze bewegt, das Bewertungsobjekt für ihn daher klar abgrenzbar ist und er nur die Anzahl an Aktien erwirbt, die er auch tatsächlich erwerben möchte.<sup>44</sup> Bei Überschreitung des Schwellenwerts und des damit einhergehenden Zwangs zur Abgabe eines Pflichtangebots handelt es sich um eine *nicht limitierte* Konfliktsituation. Das Wirtschaftssubjekt muss sämtliche angebotenen Aktien übernehmen, wobei es sich in der Ungewissheit über das tatsächlich bestehende Angebot verhaftet sieht. Nicht limitierte Tatbestände dieser Art erweisen sich zudem dann auch als dominierte Konfliktsituation, da der Aktienerwerber kein Pflichtangebot in Höhe einer avisierten Höhe zu fixieren vermag.

## 1.3 Methoden der Unternehmensbewertung

### 1.3.1 Entscheidungswert

Wenngleich die Bewertungstheorie verschiedene Berechnungsweisen kennt, eignet sich längst nicht jede gleichermaßen zur Ermittlung der Hauptfunktionswerte, da der Zweck beziehungsweise die jeweilige Aufgabenstellung die Methode bestimmt.<sup>45</sup> Bevor sich der Unternehmensbewerter nun entscheidet, muss er einen Katalog unterschiedlichster Annahmen in Augenschein nehmen und ganz genau analysieren, welche der Methoden zur Lösung der Konfliktsituation am ehesten geeignet ist. Zugleich hat er zu prüfen, inwiefern der Gebrauch einer zweckmäßigeren Methode Verbesserungen in Bezug auf die Wertermittlung verspricht, um schließlich andere Vorgehensweisen vernachlässigen zu können. Einen groben Überblick darüber, welche Methoden sich grundsätzlich zur Ermittlung von Entscheidungswerten eignen, gibt die nachfolgende Abbildung 1.

---

44 Siehe, auch im Folgenden, OLBRICH/HEINZ, Entscheidungswert eines Aktienverkäufers (2009), S. 547 f.

45 Vgl., auch im Folgenden, statt vieler MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 122. Für einen Überblick zur Einordnung der Verfahren in die jeweiligen Kategorien vgl. ebenda, S. 123.

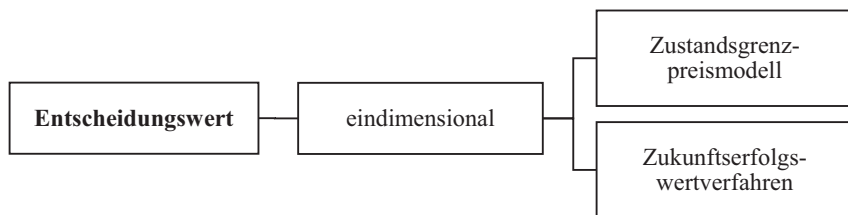


Abb. 1: Methoden zur Entscheidungswernermittlung.<sup>46</sup>

Zur Ermittlung des eindimensionalen Entscheidungswerts kommen grundsätzlich das Zukunftserfolgswertverfahren als Partialmodell und das Zustands-Grenzpreismodell als Totalmodell in Frage.

Greift der Bewerter auf das *Zukunftserfolgswertverfahren* zurück, wird das zu bewertende Unternehmen ausschließlich mit dem Grenzobjekt des Entscheidungsfelds verglichen. Dabei ist mit dem Zukunftserfolgswert der Ertrags- beziehungsweise Barwert künftiger Einzahlungsüberschüsse gemeint.<sup>47</sup> Wie bei allen anderen Barwertberechnungen stellt sich ebenso beim ZEW-Verfahren die Frage, welcher Zinssatz zur Diskontierung der Zählergröße verwendet werden soll. Da der Unternehmensbewerter in praxi auf unvollkommenen und unvollständigen Märkten agiert, ist der Grenzzinssatz nicht als exogenes Datum vorgegeben. Der Zinssatz stammt vielmehr aus den Zahlungsreihen einzelner Grenzobjekte, welche in der optimalen Investitions- und Finanzierungslösung gerade noch realisiert werden können.<sup>48</sup> Die Grenzzinssätze lassen sich im Rahmen des unvollkommenen Marktes oftmals nur modellendogen mit Hilfe eines Totalmodells bestimmen, was somit dazu führt, dass die zur Diskontierung notwendigen Zinsen erst nach der Lösung des Totalmodells zur Verfügung stehen. Wird das Totalmodell jedoch gelöst, ist der zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit notwendige Entscheidungswert bekannt und die Lösung des Partialmodells damit nicht länger erforderlich. Dieses Dilemma der Lenkpreistheorie<sup>49</sup> sollte allerdings

46 In Anlehnung an HERING, Unternehmensbewertung (2014).

47 Für den Terminus Zukunftserfolgswert siehe BERLINER, Vergütung (1913), S. 9 ff., MIRRE, Gemeiner Wert (1913), S. 157 f., SCHMALENBACH, Schätzungstechnik (1917/1918), S. 1 ff., LIEBERMANN, Ertragswert (1923), S. 55, MELLEROWICZ, Wert der Unternehmung (1952), S. 122 ff., RICHTER, Minderheitsanteile (1942), S. 107 f., BUSSE VON COLBE, Zukunftserfolg (1957), S. 11 f., JAENSCH, Wert und Preis (1966), S. 23 ff., SCHMALENBACH, Beteiligungsfinanzierung (1966), S. 36 ff., MÜNSTERMANN, Wert und Bewertung (1970), S. 79 ff.

48 Angemerkt sei hier, dass die Partialbetrachtung nicht vor jeder Schwierigkeit gefeit ist, wie etwa in Situationen, in denen das Grenzobjekt beim Übergang von Basis- zu Bewertungsprogramm wechselt. Vgl. HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 53 ff.

49 Dezidierte Ausführungen zum Dilemma der Lenkpreistheorie finden sich in HIRSCHLEIFER, Optimal Investment (1958), S. 340, HAX, Investitions- und Finanzplanung (1964), S. 441, SIEBEN/SCHILDBACH, Entwicklung der Lehre (1979), S. 461, MATSCHKE, Mehrdimensionale Ent-

nicht dazu verleiten, das Partialmodell grundsätzlich zu negieren, da es in der Praxis meistens „die einzig gangbare Alternative“<sup>50</sup> zur Entscheidungswertermittlung darstellt.

Im Unterschied zum ZEW-Verfahren wird beim *Zustands-Grenzpreismodell* (ZGPM) ein Nutzenvergleich zwischen Basis- und Bewertungsprogramm durchgeführt. HERING<sup>51</sup> hat, aufbauend auf dem grundlegenden Konzept nach JAENSCH<sup>52</sup> und MATSCHKE<sup>53</sup>, ein allgemeines Zustands-Grenzpreismodell formuliert, welches die Ermittlung eines Basis- und Bewertungsprogramms auf der Grundlage der mehrperiodigen Simultanplanungsansätze von HAX<sup>54</sup> und WEINGARTNER<sup>55</sup> erfasst. Hierbei werden die Vorteile der Ansätze von JAENSCH<sup>56</sup> und MATSCHKE<sup>57</sup> mit denen des gemischt-ganzzahligen Totalmodells von LAUX/FRANKE<sup>58</sup> vereint und die jeweiligen Nachteile hingegen vermieden.<sup>59</sup> Zur Entscheidungswertermittlung anhand des ZGPM sind zwei Schritte zu durchlaufen. Schritt Nummer eins umfasst zunächst die Berechnung des Basisprogramms und damit desjenigen Investitions- und Finanzierungsprogramms, welches den Zielfunktionsbeitrag unter unveränderten Eigentumsbedingungen im Hinblick auf das Bewertungsobjekt maximiert.<sup>60</sup> Schritt Nummer zwei des ZGPM sieht sodann vor, die Änderung des Eigentums zu fingieren und das Bewertungsobjekt in das Investitions- und Finanzierungsprogramm zu integrieren oder zu entfernen.<sup>61</sup> Wiederum durch Zielfunktion und Nebenbedingungen – formuliert als Optimierungsproblem – wird dasjenige Ausmaß der Einigungsbedingung

---

scheidungswerte (1993), Sp. 2588 f., HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 46, HERING, Investitionstheorie (2015), S. 4 und 144-150.

50 HERING, Investitionstheorie (2015), S. 142.

51 Vgl. hierzu ausführlich HERING, Konzeptionen der Unternehmensbewertung (2000), S. 363-370, HERING, Investition (2000), S. 437 ff., HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 47-52.

52 Vgl. JAENSCH, Wert und Preis (1966), JAENSCH, Einfaches Modell (1966).

53 Vgl. hierzu ausführlich MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 387 ff.

54 Vgl. HAX, Investitions- und Finanzplanung (1964).

55 Vgl. WEINGARTNER, Mathematical Programming (1963).

56 Vgl. hierzu ausführlich JAENSCH, Einfaches Modell (1966).

57 Vgl. MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 253-257, 387 ff.

58 Vgl. LAUX/FRANKE, Problem der Bewertung (1969).

59 Vgl. – auch zu den Vor- und Nachteilen – HERING, Konzeptionen der Unternehmensbewertung (2000), S. 437 f., HERING, Das allgemeine Zustands-Grenzpreismodell (2000), S. 363 f., HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 47 f.

60 Vgl. etwa MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 209.

61 Vgl., auch im Folgenden, HERING, Konzeptionen der Unternehmensbewertung (2000), S. 363, HERING, Investition (2000), S. 437 f., HERING/TOLL, Totalmodell (2013), S. 175 ff., MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 210.

berechnet, mit dem der Zielfunktionsbeitrag aus dem ersten Schritt mindestens wieder erreicht wird. Dieser Wert entspricht der äußersten Grenze der Konzessionsbereitschaft<sup>62</sup> und somit dem Entscheidungswert.

Das theoretisch richtige Totalmodell ZGPM stellt allerdings sowohl an die Datenbeschaffung als auch deren Verarbeitung oftmals unerfüllbar hohe Anforderungen, so dass eine zentrale Simultanplanung mittels des ZGPM in praxi regelmäßig ausscheidet.<sup>63</sup> Um dem Informationsbeschaffungs- und Verarbeitungsaufwand von Totalmodellen zu entgehen, empfiehlt sich daher die Verwendung des Partialmodells Zukunftserfolgswertverfahren<sup>64</sup>, das dem Bewertungssubjekt unter speziellen Bedingungen eine dezentrale Entscheidungswertermittlung ermöglicht.

### 1.3.2 Arbitriumwert

Stellt die Entscheidungsfunktion die äußerste Grenze der Konzessionsbereitschaft einer Partei im Rahmen einer speziellen Konfliktsituation dar, nimmt der Arbitriumwert den Platz eines Kompromissvorschlags im Rahmen der Bewertung ein.<sup>65</sup> Als potentielle Einigungslösung soll der Arbitriumwert<sup>66</sup> vermittelnd zwischen den Konfliktparteien wirken und einen Interessenausgleich herbeiführen.<sup>67</sup> Die Arbitriumwertermittlung setzt die Kenntnis der jeweiligen Entscheidungswerte der Konfliktparteien voraus, sodass zwischen diesen Konzessionsgrenzen (Verhandlungsspielraum) ein Kompromiss gefunden werden kann. In realen Verhandlungssituationen werden die Parteien ihre individuellen Entscheidungswerte jedoch nicht freiwillig preisgeben.<sup>68</sup> Sie werden vielmehr versuchen, diese geheim zu halten, um die Konfliktlösung als Arbitriumwert möglichst weit weg von der eigenen Konzessionsgrenze zu bewe-

---

62 Aus Sicht des potentiellen Käufers entspricht dies der Preisobergrenze und aus Sicht des potentiellen Verkäufers der Preisuntergrenze, vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 210.

63 Zur kritischen Würdigung von Totalmodellen siehe etwa HERING, Investitionstheorie (2015), S. 141 f.

64 Zu dem komplexitätsreduzierenden Charakter des Modells siehe OLBRICH, Kauf der Mantelgesellschaft (2001), S. 1327 f., MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 44, 253.

65 Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 483.

66 Die Arbitriumwertermittlung erfordert die Unterscheidung zwischen dominierten und nicht dominierten Konfliktsituationen. Trotz der in der Praxis häufig vorzufindenden dominierten Konfliktsituation, die eine spezielle Arbitriumwertermittlung verlangt, führen die berufsständischen Regelwerke lediglich Verfahren im Rahmen nicht dominierter Konfliktsituationen auf.

67 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Arbitriumwert (1979), S. 18 f.

gen. Entscheidend für die Einigung innerhalb nicht dominierter Konfliktsituationen sind letztendlich das jeweilige Verhandlungsgescheh und die Verhandlungsmacht der Parteien.<sup>69</sup> Sie sind verantwortlich dafür, wo der Arbitriumwert innerhalb der Entscheidungswertbandbreite liegen wird.<sup>70</sup> Unabhängig hiervon werden im Schrifttum diverse Verfahrensvorschläge zur Arbitriumwertermittlung präsentiert; einen Überblick gibt Abbildung 2. Es handelt sich hierbei um eine Auswahl traditioneller (Kombinations-)Verfahren, die zwar aufgrund ihrer vermeintlich unparteiischen Wertberechnung zu einem gerechten Kompromiss zwischen den Parteien führen sollen, sich aber aufgrund ihres fehlenden Parteienbezugs, ihrer ausbleibenden Orientierung am Entscheidungswert und dem damit fortbleibenden Einbezug subjektiver Vorstellungen verhandelnder Parteien grundsätzlich nur zur Berechnung von Argumentationswerten eignen.<sup>71</sup> Die Verfahren gelten heute aus diesen Gründen als überholt; dennoch sollen sie im Folgenden kursorisch als methodische Beispiele zur Arbitriumwertberechnung aufgeführt werden, da sie noch immer im Schrifttum vertreten sind.

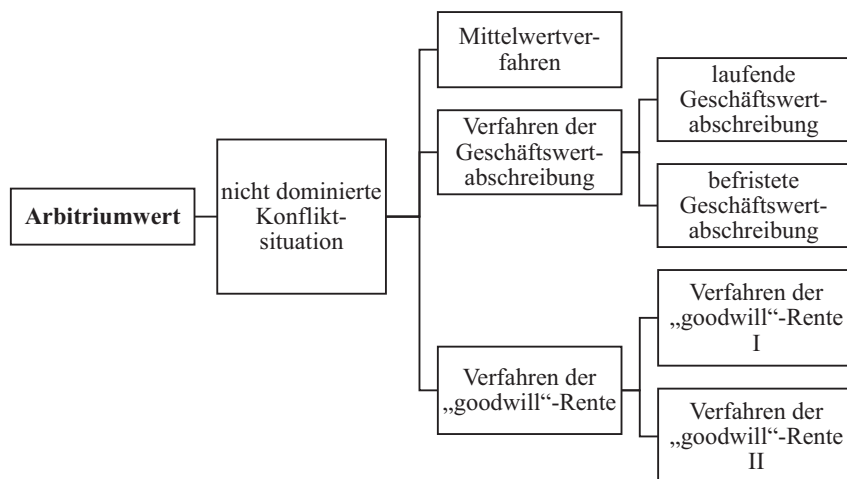


Abb. 2: Methoden zur vermeintlichen Arbitriumwertermittlung im Schrifttum.<sup>72</sup>

69 Zu Verhandlungsgescheh beziehungsweise -macht siehe zudem MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 625, 628.

70 Für die Notwendigkeit zur Berücksichtigung parteispezifischer Momente im Rahmen der Arbitriumwertermittlung siehe MATSCHKE, Schiedsspruchwert (1971), S. 513.

71 Es handelt sich bei diesen Verfahren um Kombinationsverfahren, die Einzel- und Gesamtwertverfahren miteinander kombinieren. Siehe hierzu ferner MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 497.

72 In Anlehnung an MATSCHKE, Arbitriumwert (1979).

Das *Mittelwertverfahren*<sup>73</sup> – auch unter dem Namen Praktikermethode<sup>74</sup> bekannt – leitet den Unternehmenswert als arithmetisches Mittel aus der Kombination von Ertrags- und Substanzwert des Unternehmens ab.<sup>75</sup> Der Unternehmenswert lässt sich anhand nachfolgender Gleichung berechnen:

$$UW = \frac{EW + SW}{2} .$$

In dem Verfahren wird die Möglichkeit gesehen, das Unternehmerrisiko einkalkulieren zu können. So war es SCHMALENBACH, der den Ertragswert als theoretisch richtigen Wert zwar anerkannte, jedoch auf die Notwendigkeit seiner Korrektur hinwies, da dieser nicht gefeit von Unsicherheit sei.<sup>76</sup> SCHMALENBACH unterteilt die Unsicherheit in *spezielles* Unternehmerrisiko (Risiko, das auch ohne Konkurrenten besteht) und *allgemeines* Unternehmerrisiko (Konkurrenzrisiko).<sup>77</sup> Während er das spezielle Risiko über eine Anhebung der Kapitalisierungsgröße berücksichtigt, nimmt er das allgemeine Risiko über die Annäherung des Ertragswerts zum Substanzwert auf.<sup>78</sup> Begründet wird diese Vorgehensweise mit der Annahme, dass die Differenz zwischen Ertrags- und Substanzwert als Anhaltspunkt für Markteintrittsentscheidungen konkurrierender Akteure zu sehen sei. Demgemäß sei die potentielle Konkurrenz umso größer, je größer der Differenzwert sei.<sup>79</sup> Aufgrund der Ungewissheit darüber, wie groß der Unterschied zwischen dem geschätzten Ertragswert und dem Ertragswert unter der Rücksichtnahme des Konkurrenzrisikos ist, wird die Halbierung als geeignete Vorgehensweise begründet. Der Unternehmenswert ließe sich unter diesen Bedingungen daher als ein von der Konkurrenzgefährdung bereinigter Wert über das arithmetische Mittel aus der Summe von Substanz- und Ertragswert berechnen.<sup>80</sup>

73 Siehe eingehend SCHMALENBACH, *Beteiligungsfinanzierung* (1966), S. 62-70.

74 Die Bezeichnung „Praktiker-Methode“ steht im Zusammenhang mit der weiten Verbreitung des Verfahrens in der Praxis, welches in der Vergangenheit insbesondere aufgrund seiner einfachen Handhabung Akzeptanz fand. Siehe hierfür JAENSCH, *Wert und Preis* (1966), S. 76.

75 Vgl., auch im Folgenden, JACOB, *Ermittlung des Gesamtwertes* (1960), S. 133-139. Zum Mittelwertverfahren als Instrument des Ausgleichs divergierender Interessen von Käufer- und Verkäuferseite siehe bereits MORAL, *Unternehmungen* (1920).

76 Vgl. SCHMALENBACH, *Beteiligungsfinanzierung* (1966), S. 59 f.

77 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE/BRÖSEL, *Unternehmensbewertung* (2013), S. 508.

78 Vgl., auch im Folgenden, SCHMALENBACH, *Beteiligungsfinanzierung* (1966), S. 62-70.

79 Vgl., auch im Folgenden, SCHMALENBACH, *Beteiligungsfinanzierung* (1966), S. 66 f. Siehe zudem auch JAENSCH, *Wert und Preis* (1966), S. 76 f., MÜNSTERMANN, *Wert und Bewertung* (1970), S. 113 f., MATSCHKE/BRÖSEL, *Unternehmensbewertung* (2013), S. 507 f.

80 Das Mittelwertverfahren steht jedoch aufgrund der Gefahr der mehrfachen Berücksichtigung von Risiko unter Kritik. Siehe hierzu beispielsweise MÜNSTERMANN, *Wert und Bewertung* (1966), S. 115 ff.

Die *Verfahren der Geschäftswertabschreibung* unterliegen ebenfalls der Intention, potentielle Konkurrenz bei der Wertberechnung miteinzukalkulieren. Zudem beabsichtigen sie, die „Verflüchtigung der durch den übernommenen Geschäftswert verkörperten erfolgswirksamen Elemente“<sup>81</sup> sowie die Wahrung adjunktiver Vermögensanteile zu berücksichtigen.<sup>82</sup> Der Unternehmenswert ergibt sich nach diesen Verfahrensvarianten „als Differenz zwischen kapitalisierten Gewinnen (Ertragswert) im Sinne eines Überschusses der Erträge über alle Aufwendungen mit Ausnahme derjenigen, die zur Erhaltung der nichtbilanzierungsfähigen adjunktiven Vermögensteile erforderlich sind, und (also abzüglich) der befristet oder unbefristet (laufend) abgezinsten Geschäftswertabschreibung als Erhaltungsaufwand des adjunktiven Vermögens.“<sup>83</sup> Während die laufende Geschäftswertabschreibung eine Schmälerung des Geschäftswerts unterstellt, geht die befristete Geschäftswertabschreibung davon aus, dass die Abschreibungsdauer des Geschäftswerts einen festen Zeitraum unterliegt.<sup>84, 85</sup>

Die *Verfahren der „goodwill“-Renten* berechnen den gesuchten Unternehmenswert als Summe aus Substanzwert und „goodwill“-Rente (Überrendite, Übergewinn).<sup>86</sup> Das Verfahren unterliegt der Annahme, dass zukünftige Erfolgsüberschüsse, die die „goodwill“-Rente bereits berücksichtigen, nicht auf Dauer eine konstante Höhe besitzen.<sup>87</sup> Aufgrund des Konkurrenzrisikos sei davon auszugehen, dass sie im Zeitablauf auf ein sogenanntes Normalniveau abschmelzen. Die Berechnung des Normalge-

---

81 ENGELEITER, Unternehmensbewertung (1970), S. 41.

82 Vgl., auch im Folgenden, JACOB, Ermittlung des Gesamtwertes (1960), S. 134 f., MÜNSTERMANN, Wert und Bewertung (1970), S. 119.

83 MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 529.

84 Zur Abschreibungsdauer des Geschäfts- oder Firmenwerts nach den Änderungen durch das BilRUG vgl. etwa LANGE/MÜLLER, Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (2016), S. 543.

85 Nach JACOB, Ermittlung des Gesamtwertes (1960), S. 135 f., kommen das Verfahren der laufenden Geschäftswertabschreibung und die Mittelwertmethode immer dann zum gleichen Ergebnis, wenn der Kapitalisierungszinsfuß und der Abschreibungssatz des Geschäftswerts übereinstimmen. Wird der Geschäftswert allerdings höher/niedriger abgeschrieben, so resultiere daraus ein entsprechend niedrigerer/höherer Wert als bei der Mittelwertmethode. Zu gleichen Ergebnissen kommen die Methode GREF und das Mittelwertverfahren grundsätzlich dann, wenn der Geschäftswert schon zu Jahresanfang komplett abgeschrieben wurde, vgl. ebenda, S. 136 f.

86 MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 50 f., sprechen diesbezüglich von der Addition des Substanzwerts der Unternehmung (im Sinne eines Teilreproduktionswerts) plus „goodwill“-Renten (hierunter fallen beispielsweise Differentialgewinne, Überrenditen sowie Übergewinne), die hinter der Grundkonzeption der „goodwill“-Verfahren stecken und damit keine homogenen Ergebnisarten darstellen. Siehe zudem auch MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 149 f.

87 Vgl. BUSSE VON COLBE, Zukunftserfolg (1957), S. 117.



winns ergibt sich aus der Multiplikation der sogenannten „landesüblichen“ Verzinsung mit dem Substanzwert des Unternehmens.<sup>88</sup>

Nach dem *Verfahren der „goodwill“-Rente I* (Methode der verkürzten „goodwill“-Rentendauer ohne die Berücksichtigung von Zinsen und Zinseszinsen) wird der Unternehmenswert über die Summierung von Substanzwert (SW) und dem Produkt aus „goodwill“-Rente (GR) und einer bestimmten Anzahl von Jahren (T) berechnet:

$$UW = SW + T \cdot GR.$$

Die Anzahl der Jahre steht wiederum in Abhängigkeit zur veranschlagten „Abschmelzung“ der Übergewinne.

Das *Verfahren der „goodwill“-Rente II* (Methode der verkürzten „goodwill“-Rentendauer mit Zinsen und Zinseszinsen, U.E.C.-Verfahren) geht von einer festen Anzahl von Jahren aus, sodass „goodwill“-Renten nur entsprechend dieser Jahreszahl in die Berechnung mitaufgenommen werden:<sup>89</sup> Der Unternehmenswert errechnet sich aus nachfolgender Gleichung, wobei  $v^T$  für den Abzinsungsfaktor steht und  $i^*$  die landesübliche Verzinsung symbolisiert:

$$UW = SW + (1 - v^T) \cdot (EW - SW) \text{ mit } v^T = \frac{1}{(1+i^*)^T}.$$

### 1.3.3 Argumentationswert

Der Argumentationswert als Ergebnis der Argumentationsfunktion dient als Instrument zur Beeinflussung des Verhandlungspartners. Ziel des Argumentierenden ist es, durch den Einsatz dieser Werte zu einer für ihn möglichst günstigen Konfliktlösung zu gelangen, die folglich weit weg vom eigenen Entscheidungswert liegt.<sup>90</sup> Argumen-

88 Vgl. hierfür MÜNSTERMANN, Wert und Bewertung (1966), S. 125-128. Die Berechnung des Normalgewinns geht hier von der Mehrheitsmeinung aus, die die Basis der nachfolgenden Ausführungen bilden soll. Zur Mehr- und Minderheitsmeinung bei der Berechnung des Normalgewinns siehe eingehend MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 513, und die dort angegebene Literatur.

89 Vgl. hierfür MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 515 f. Für Vorschläge zur Festlegung des relevanten Zeitraums siehe KÄFER, Bewertung (1946), S. 81, MATSCHKE, Entscheidungswert (1975), S. 152. Kritische Stellungnahme zu den Verfahren der „goodwill“-Renten mit besonderem Fokus auf die Variante II nimmt das Kapitel IV, das neben der theoretischen Fundierung auch die praktische Tauglichkeit der Verfahren diskutiert.

90 Zum Argumentationswert in Verhandlungsprozessen vgl., auch im Folgenden, eingehend MATSCHKE, Argumentationsfunktion (1976).

tationswerte sind parteiische Werte und werden, um die Gegenseite zu gewinnen, als vermeintliche Entscheidungswerte beziehungsweise als scheinbar unparteiische Arbitriumwerte in die Verhandlung eingebracht. Die Ermittlung von Argumentationswerten ist vom bewertungstheoretischen Sachverstand sowie vom Verhandlungsgeschick der jeweiligen Partei abhängig. Die Diskussionsebene, auf der die Verhandlung erfolgt, ist wiederum an die jeweilige bewertungstheoretische Schule seiner Teilnehmer gebunden. Sofern beide Seiten eine bestimmte Bewertungstheorie vertreten, muss davon ausgegangen werden, dass sich die Diskussion um Argumentationswerte auf der Ebene der Parameter (beispielsweise Nettozahlungsströme, Diskontierungszins) vollzieht. Gehören die verhandelnden Parteien unterschiedlichen theoretischen Schulen an (Investitionstheorie, Kapitalmarkttheorie), erfolgt die Diskussion auf der Ebene der Verfahren (beispielsweise Ertragswertverfahren oder DCF-Verfahren). Eine Übersicht präsentiert die Abbildung 3<sup>91,92</sup>

Das Ziel *einzelwertorientierter Vergleichsverfahren* ist es, den gesuchten Unternehmenswert in Form eines Marktpreises zu ermitteln, der sich auf Basis realisierter Preise für Unternehmensanteile ableiten lässt. Prinzipiell zählen zu dieser konzeptionellen Ausrichtung – wie aus Abbildung 3 ersichtlich – die Methode des korrigierten Börsenwerts, die Methode des börsennotierten Vergleichsunternehmens sowie die Methode des Börsengangs.<sup>93</sup>

---

91 In Anlehnung an MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 123. Eine Zusammenschau bevorzugter Verfahren, die sich zur Ermittlung von Argumentationswerten im Rahmen der Bewertung von Kreditinstituten eignen, bieten WASCHBUSCH/KNOLL, Bewertung von Banken (2013), Rn. 12-37.

92 Zur Beliebtheit dieser Verfahren in der Praxis vgl. etwa BARTHEL, Theoretische Fundierung (1996), S. 1701, BANCEL/MITTOO, Survey of European Experts (2014), S. 107 f. Zur Beliebtheit dieser Verfahren in der angelsächsischen Welt äußert sich zudem OLBRICH, Bedeutung des Börsenkurses (2000), S. 454, der den Grund ihrer Popularität in der Sicherstellung scheinbar objektiver Werte erkennt.

93 Vgl. eingehend OLBRICH, Bedeutung des Börsenkurses (2000), S. 455, BUCHNER/ENGLERT, Unternehmensvergleich (1994), S. 1573, sowie OLBRICH/FREY, Marktpreise (2017). Zu Vergleichsverfahren siehe zudem auch MANDL/RABEL, Methoden (2015), S. 80-85.

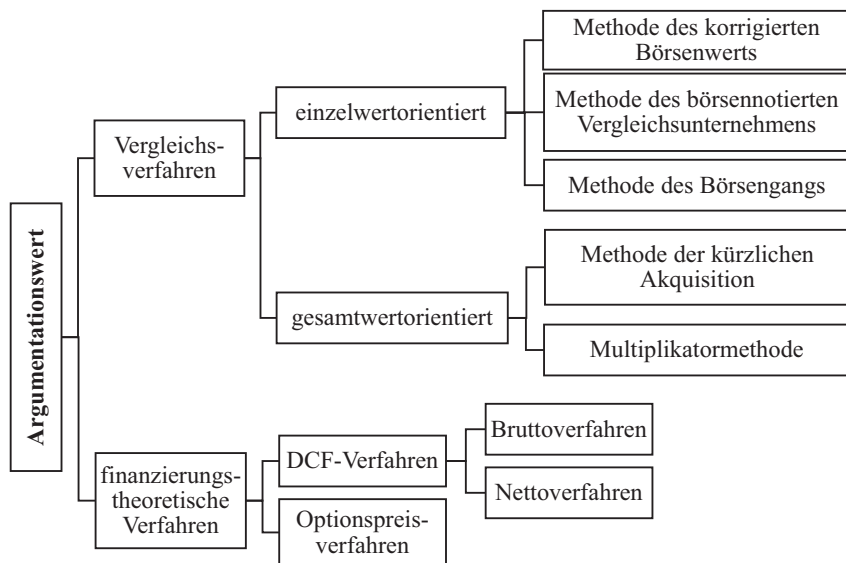


Abb. 3: Methoden zur Argumentationswertermittlung.

Die *Methode des korrigierten Börsenwerts* ist die gängigste der drei Variationen. Der gesuchte Marktpreis des Bewertungsobjekts  $W_{BO}$  wird über die Marktkapitalisierung des zu bewertenden Objekts berechnet.<sup>94</sup> Der Wert des Bewertungsobjekts stellt unter diesen Annahmen das Ergebnis aus der Multiplikation der Anzahl emittierter Aktien  $AA_{BO}$  und dem Börsenkurs  $AK_{BO}$  dar, der um einen Kontrollzuschlag beziehungsweise Paketzuschlag  $PZ_{BO}$  korrigiert wird:

$$W_{BO} = AA_{BO} \cdot AK_{BO} + PZ_{BO}.$$

Um Kursschwankungen zu neutralisieren, kann sich die Berechnung auf einen Durchschnittskurs der Vergangenheit stützen und dieser anstelle eines stichtagspezifischen Börsenkurses herangezogen werden. Kontrollzuschläge, wie sie im Rahmen der Wertermittlung als Korrekturinstrument genutzt werden, stellen Börsenwertaufschläge dar, die aus der Möglichkeit zur Einwirkung auf die Politik des jeweiligen Unternehmens resultieren.<sup>95</sup> Eine einzelne Aktie repräsentiert lediglich einen Divi-

<sup>94</sup> Vgl. OLBRICH, Bedeutung des Börsenkurses (2000), S. 455. Bei MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 259-263, überrascht, dass die Autoren Vergleichsverfahren nicht im Kontext der Argumentationsfunktion vorstellen, sondern sie der Entscheidungsfunktion der Bewertung subsumieren.

<sup>95</sup> Vgl., auch im Folgenden, OLBRICH, Bedeutung des Börsenkurses (2000), S. 455.

dendenanspruch des präsumtiven Käufers gegenüber dem Unternehmen, wohingegen der Besitz eines Großteils von Aktien des in Rede stehenden Unternehmens neben dem Dividendenanspruch gleichfalls Einfluss auf die Unternehmenspolitik ermöglicht. Um die Gesellschaft lenken zu können, hat der präsumtive Käufer demgemäß einen Aufpreis zu leisten, der entweder in Form eines Kursaufschlags auf ein Aktienpaket auftritt oder seinen Ausdruck in steigenden Aktienkursen aufgrund des fortschreitenden Erwerbs von Unternehmensanteilen findet.

Eine andere Ausprägung marktwertorientierter Vergleichsverfahren findet sich in der *Methode des börsennotierten Vergleichsunternehmens*. Wie die Namensgebung bereits vermuten lässt, erfährt die Methode Anwendung bei Bewertungsobjekten, die keine Börsennotierung aufweisen. Folglich soll der Unternehmenswert unter Zuhilfenahme des Börsenkurses vergleichbarer Unternehmen ermittelt werden.<sup>96</sup> Die jeweiligen Börsenkurswerte – das heißt das Produkt aus emittierten Aktien und Börsenkurs – dienen dabei als Marktpreise. Bevor die Berechnung des Werts durchgeführt wird, erfolgt zunächst eine detaillierte Analyse wirtschaftlicher, rechtlicher sowie finanzieller Gegebenheiten des betrachteten Unternehmens. Unmittelbar danach folgt die Auswahl eines potentiellen Vergleichsunternehmens, wobei neben der Branche qualitative und quantitative Einflussgrößen als Indikatoren fungieren.<sup>97</sup> Sofern der Bewertungsgutachter ein vergleichbares Unternehmen ausfindig machen konnte, folgt die Bildung einer Verhältniszahl, indem der Marktpreis des Unternehmens in Relation zu einer bestimmten Kennzahl wie beispielsweise Dividendenzahlungen oder Periodengewinngrößen des Vergleichsunternehmens gesetzt wird. Das Produkt aus der Bezugsgröße des Akquisitionsobjekts und der Relation aus Börsenkurswert und Vergleichsgröße des Vergleichsunternehmens (Multiplikator) ergibt einen vorläufigen Unternehmenswert, der um einen Fungibilitätsab- sowie um einen Kontrollzuschlag zu korrigieren ist.<sup>98</sup> Aufgrund des Umstands, dass Multiplikatoren sowohl für sämtliche Vergleichsunternehmen als auch für bestimmte Bezugsgrößen berechnet werden können, ergibt sich in aller Regel eine Vielzahl denkbarer Unternehmenswerte, auf die der Bewerter zurückgreifen kann. Für welchen Unternehmenswert er sich schlussendlich entscheidet, liegt allein in seinem Ermessen.

---

96 Vgl., auch im Folgenden, MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 259 f.

97 Einen detaillierten Überblick über qualitative und quantitative Indikatoren bieten beispielsweise OLBRICH, Bedeutung des Börsenkurses (2000), S. 456, MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 260.

98 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 679. Zur Begründung des Fungibilitätszuschlags siehe beispielsweise BARTHEL, Fungibilitätszuschläge (2003). OLBRICH, Bedeutung des Börsenkurses (2000), diskutiert börsenwertgestützte Methoden kritisch und spricht ihnen die Fähigkeit ab, einen subjektbezogenen beziehungsweise ökonomisch sinnvollen Wert berechnen zu können.

Wenngleich die *Methode des Börsengangs* Überschneidungen zur Vorgehensweise der Methode des börsennotierten Vergleichsunternehmens aufweist, findet sich ein wesentlicher Unterschied in der Ermittlung des Börsenwerts.<sup>99</sup> Denn im Gegensatz zur Letztgenannten, die ihre Bewertungsgrundlage in Durchschnitts- oder Stichtagspreisen der Aktien börsennotierter Gesellschaften findet, erfolgt die Wertermittlung nach der Methode des Börsengangs auf Basis des Emissionspreises der Aktien. Auch hier sind entsprechende Kontrollzuschläge sowie Fungibilitätsabschläge zu berücksichtigen.

Gesamtbewertungsorientierte Vergleichsverfahren sehen das zu bewertende Unternehmen als eine Bewertungseinheit an. Hierzu zählen die Methode der kürzlichen Akquisition und die Multiplikatormethode. Wie auch bei den einzelbewertungsorientierten Verfahren wird der gesuchte Unternehmenswert im Sinne eines Marktpreises berechnet.

Nach der *Methode der kürzlichen Akquisition* hat der Unternehmensbewerter ein Unternehmen ausfindig zu machen, welches einen Eigentümerwechsel in Gänze bereits durchlief und damit als Vergleichsobjekt in Frage kommt. Ausschlaggebend ist demnach nicht der Preis für einzelne Unternehmensanteile, sondern das Entgelt für den Unternehmensverkauf als Ganzes. Korrekturen, wie sie in bisherigen Berechnungsmethoden vorgenommen wurden (Kontroll-, Fungibilitätszuschlag), erübrigen sich unter diesen Annahmen.

Erfolgt die Wertfindung hingegen nach der *Multiplikatormethode*<sup>100</sup>, so erfolgt die Berechnung des Unternehmenswerts über die Multiplikation einer unternehmensspezifischen Bezugsgröße mit einem sogenannten Branchenmultiplikator.<sup>101</sup> Da die Multiplikatoren sich auf unterschiedlichste Größen in Abhängigkeit zur untersuchten Branche beziehen dürfen, führen sie zu beachtlichen Spielräumen bei der Unternehmenswertermittlung. Vorzugsweise finden im Rahmen der Wertermittlung Gewinn-, „cash flow“- oder Umsatzgrößen Anwendung.<sup>102</sup> Der Rückgriff auf Börsenkurse oder

---

99 Vgl., auch im Folgenden, OLBRICH, Bedeutung des Börsenkurses (2000), S. 456 f., MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 686.

100 Kurios ist, dass die Einsatzfähigkeit von Multiplikatoren in Teilen von Theorie und Praxis falsch eingeschätzt wird und sie tatsächlich Einzug finden in die Ermittlung von Entscheidungswerten. Vgl. hierzu beispielsweise SCHÜLER, Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren (2014), S. 1146.

101 Siehe, auch im Folgenden, MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 265 f. Hinsichtlich des Rückgriffs auf Vergleichsunternehmen („peer group“) siehe SCHÜLER, Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren (2014), S. 1146.

102 Sämtliche dieser Größen stammen aus dem Zahlenwerk der Finanzberichterstattung. Siehe hierzu etwa DRUKARCZYK/SCHÜLER, Unternehmensbewertung (2016), S. 419 f., die auf die Vergleichbarkeit als primäre Eigenschaft der Multiplikatormethode verweisen.

realisierte Transaktionspreise ist nicht zwingend erforderlich. Vielmehr stehen Indikatoren der monetären Ertragskraft im Vordergrund.<sup>103</sup> Anlässlich des Umstands, dass eine Vielzahl denkbarer Multiplikatoren im Rahmen eines Bewertungsauftrags Einsatz finden können, ergeben sich dann völlig voneinander abweichende Ergebnisse aus den einzelnen Berechnungen.

Der Argumentationswertermittlung gehören überdies *finanzierungstheoretische Methoden* an, in das sich die *DCF-Verfahren* („discounted cash flow“) reihen (vgl. Abbildung 4).

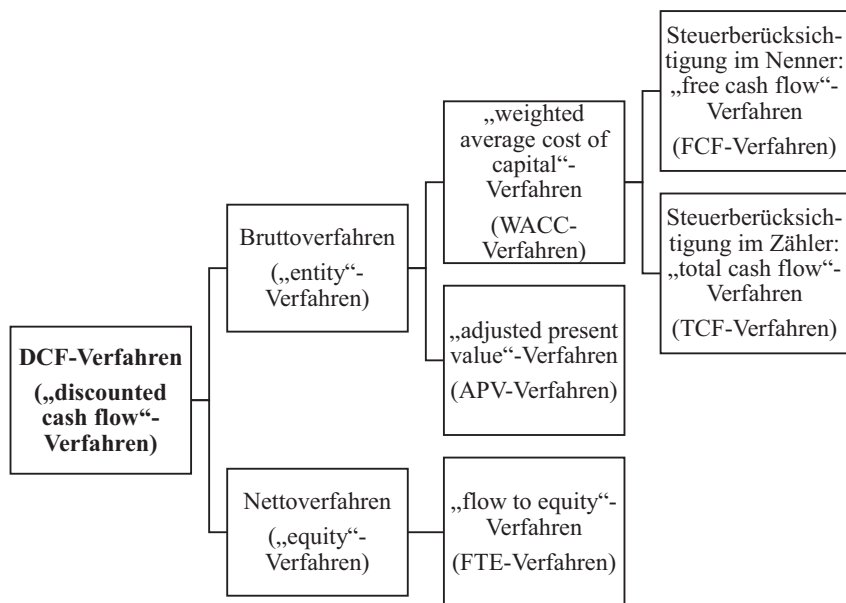


Abb. 4: Modifikationen der DCF-Verfahren.<sup>104</sup>

Die in der Praxis häufig vorzufindenden DCF-Verfahren finden ihren bewertungstheoretischen Ursprung in der US-amerikanischen Bewertungslehre.<sup>105</sup> Zwar orientieren

<sup>103</sup> Wie empirische Studien zum Einsatz betriebswirtschaftlicher Kennzahlen belegen, zählen zu den gängigsten Indikatoren im deutschsprachigen Raum primär die Größen EBIT(DA), EBT, Umsatz und Jahresüberschuss. Siehe hierfür HENSELMANN/BARTH, Bewertungspraxis (2009), S. 12. Siehe weiterhin auch BARTHEL, Grundlagen und Varianten (1996), S. 1460 f.

<sup>104</sup> In Anlehnung an HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 263-271.

<sup>105</sup> Vgl., auch im Folgenden, BEHRINGER, Mittel- und Kleinbetriebe (2012), S. 154-168, MANDL/RABEL, Methoden (2015), S. 68-80.

sich beide Verfahrensausrichtungen – brutto und netto – an der Doktrin, Überschussgrößen auf einen Gegenwartswert diskontieren zu wollen, allerdings erweist sich das jeweilige Vorgehen als grundsätzlich verschieden.

Deckungsgleich in ihrer Zielvorstellung, den Marktwert des Eigenkapitals als Differenz der Marktwerte von Gesamtkapital und Fremdkapital zu berechnen, lassen sich sowohl beide WACC-Modifikationen als auch das APV-Verfahren in die Gefilde der *Bruttoverfahren* („entity“-Verfahren) einordnen.

Der Grundstein aller kapitalmarkttheoretischen Modelle baut auf der Verbindung der Ansätze von MODIGLIANI und MILLER sowie dem „capital asset pricing model“ (CAPM) auf.<sup>106</sup> Nach MODIGLIANI und MILLER besitzt die Kapitalstruktur von Unternehmen einer Risikoklasse keinen Einfluss auf ihren Gesamtkapitalwert. Getreu dieser Irrelevanzthese<sup>107</sup> ist der Gesamtkapitalwert eines unverschuldeten Unternehmens deckungsgleich mit dem eines verschuldeten Unternehmens.<sup>108</sup> Der Gesamtkapitalmarktwert ergibt sich hiernach als Summe aus Eigen- und Fremdkapitalmarktwert. Sofern Unternehmen ein identisches Investitionsrisiko und identische Zahlungsströme besitzen, ihr alleiniges Unterscheidungsmerkmal also in ihrem jeweiligen Finanzierungsrisiko zu finden ist, so weisen sie alle unter der Annahme einer Marktgleichgewichtssituation einen identischen Marktwert des Gesamtkapitals auf. Über die Kapitalisierung der relevanten „cash flows“ anhand eines entsprechenden Zinsfußes kann folglich der gesuchte Marktwert des Gesamtkapitals berechnet werden. Unter dieser Fiktion bleibt somit auch der risikoadäquate Zinsfuß zur Kapitalisierung unabhängig von der Kapitalstruktur.

Auf diesen Grundzügen baut der WACC-Ansatz („weighted average cost of capital“) auf, der nunmehr von einer Mischfinanzierung des Unternehmens ausgeht – somit eine Verschuldung des Unternehmens unterstellt – und entweder in der Fassung sogenannter „free cash flows“ oder „total cash flows“ auftritt.<sup>109</sup> Zur Diskontierung der

---

106 Vgl. MODIGLIANI/MILLER, Cost of Capital (1958), MODIGLIANI/MILLER, Taxes and the Cost (1963).

107 Zur Irrelevanzthese siehe grundlegend MODIGLIANI/MILLER, Cost of Capital (1958). Hiernach besteht keine Relevanz der Kapitalstruktur für den Unternehmensgesamtwert.

108 Vgl., auch im Folgenden, HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 227-230.

109 Die im Rahmen der DCF-Verfahren hergeleiteten Überschussgrößen auf Basis von Jahresabschlussdaten sollen in Form von Zahlungsüberschüssen frei zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Im Gegensatz zu Verfahren der Investitionstheorie müssen sie jedoch nicht einer tatsächlichen Ausschüttung entsprechen. Für die Beziehungen der verschiedenen „cash flow“-Bezeichnungen siehe eingehend MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 712 f. Für die Berechnungswege der „free cash flows“ und „total cash flows“ siehe beispielsweise MANDL/RABEL, Methoden (2015), S. 74 ff. Zur Berechnungsvielfalt und zu den damit einhergehenden Gestaltungsmöglichkeiten, die sich bei der Auslegung der „cash flows“ ergeben, siehe



Überschussgröße rekuriert der WACC-Ansatz auf die gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten  $k$ , die sich aus den tatsächlich gezahlten Fremdkapitalkosten  $i$  einerseits und den sogenannten „Renditeerwartungen“ der Eigentümer  $r^f$  andererseits berechnen lassen. Demgemäß ergeben sich die durchschnittlichen Kapitalkosten wie folgt:<sup>110</sup>

$$\text{WACC} = k^f = i \cdot \frac{\text{FK}}{\text{GK}^f} + r^f \cdot \frac{\text{EK}}{\text{GK}^f} = k^e.$$

Sobald jedoch die Annahme einer steuerfreien Welt fallengelassen und ein Gewinnsteuersatz eingeführt wird, gilt die Übereinstimmung des Gesamtkapitalmarktwerts eines unverschuldeten mit dem eines verschuldeten Unternehmens selbstredend nicht mehr länger. Zur Steuerberücksichtigung kennt der WACC-Ansatz zwei Wege: Ersterer sieht vor, die Steuerersparnisse durch die Abzugsfähigkeit der Zinsen des Fremdkapitals im Nenner – zwecks Finanzierungsneutralität der „free cash flows“ – aufzugreifen.<sup>111</sup> Hierbei entsprechen die zu diskontierenden Überschussgrößen denen eines Unternehmens, das unverschuldet und damit vollständig aus Eigenmitteln finanziert ist.<sup>112</sup> Da die zu diskontierenden Überschussgrößen zu der Bedienung der Fremd- und auch Eigenkapitalgeber zur Verfügung stehen, wird ein sogenannter Mischzinsfuß unterstellt, der in Form eines gewogenen Kapitalkostensatzes auftritt.<sup>113</sup> Zusammengesetzt aus den risikoäquivalenten Renditeforderungen der Eigen- und Fremdkapitalgeber – welche mit den jeweiligen Fremd- und Eigenkapitalquoten zu Marktwerten zu gewichten sind – ist es seine Aufgabe, die steuerlichen Finanzierungsvorteile zu korrigieren.<sup>114</sup>

---

zudem GÜNTHER, Unternehmenswertorientiertes Controlling (1997), S. 112-118, HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 218 f. und 265-269.

110 Nach diesem Berechnungsweg ergibt sich für die Eigenkapitalrendite bei Verschuldung  $r^f$  ein lineares Wachstum, welches mit steigendem Verschuldungsgrad einhergeht. Zudem gilt die Annahme, dass der Gewinnsteuersatz  $s$  kleiner ist als der Kapitalisierungszinsfuß  $k^e$  eines unverschuldeten Unternehmens. Die Eigenkapitalrendite unter der Verschuldungsannahme ist mit der geforderten Rendite eines unverschuldeten Unternehmens gleich, sodass  $r^e = k^e$  gilt.

111 Vgl. MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 38 f., HAESLER/HÖRMANN/KROS, Unternehmensbewertung (2007), S. 47.

112 Vgl. BAETGE ET AL., Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (2012), S. 359, sowie auch BALLWIESER/HACHMEISTER, Unternehmensbewertung (2016), S. 166-172.

113 Vgl. MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 39.

114 Vgl. BALLWIESER, Aktuelle Aspekte (1995), S. 121, BAETGE ET AL., Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (2012), S. 359.

$$UW^{FCF} = EK^{FCF} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{\left[ 1 + \left( i \cdot (1-s) \cdot \frac{FK}{GK^f} + r_s^f \cdot \frac{EK}{GK^f} \right) \right]^t} - FK.$$

Bei genauer Betrachtung der formalen Darstellungen des WACC-Ansatzes zeichnet sich ein Zirkelschluss ab: Schon bei der Ermittlung der gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten sind der Marktwert des Unternehmens und damit der Marktwert des Eigenkapitals notwendig.<sup>115</sup> Zudem muss bei der Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes  $r$  der eigentlich noch zu ermittelnde Verschuldungsgrad, der sich aus der Relation von Fremdkapital- und Eigenkapitalmarktwert ergibt, bekannt sein. Das Zirkularitätsproblem<sup>116</sup> besteht darüber hinaus ebenso im „total cash flow“-Ansatz.<sup>117</sup> Der zweite Weg des WACC-Ansatzes berücksichtigt die Steuer im Zuge der Überschussgrößenermittlung.<sup>118</sup> Der sogenannte „total cash flow“ stellt damit einen um die Steuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen erhöhten „free cash flow“ dar. Eine Berücksichtigung der Steuerersparnis bei der Berechnung der gewogenen Kapitalkosten ist unter diesen Umständen somit nicht mehr erforderlich. Auf Basis der Abzinsung mittels gewogener Kapitalkosten  $k^f$  erfolgt dann die Berechnung des Gesamtkapitalmarktwerts, der, vermindert um den Marktwert des Fremdkapitals, zum gesuchten

115 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 712 ff. Die Interdependenz des Eigenkapitals und des Kapitalkostensatzes drückt sich dabei folgendermaßen aus:  $k_s^f = i \cdot (1-s) \cdot \frac{FK}{GK^f} + r_s^f \cdot \frac{EK}{GK^f}$ . Für weitere Ausformungen – beispielsweise unter der Annahme einer ewigen Rente – siehe MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 714, 718 f.

116 Zur Zirkularitätsproblematik sei hier beispielsweise auf die Ausführungen von HERING, Unternehmensbewertung mit DCF-Verfahren (2004), S. 512, HERING/BRÖSEL, Blinder Passagier (2004), S. 938, BAETGE ET AL., Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (2012), S. 360, verwiesen. Befürworter der WACC-Ansätze, wozu im Grunde genommen sämtliche der hier untersuchten berufsständischen Empfehlungen gehören, raten zur Schätzung des Eigenkapitalkostensatzes auf den konzeptionellen Grundlagen des CAPM, was – wie Kapitel IV zeigen wird – freilich nicht ohne Kritik und ohne Konsequenz für die Bewertungsadressaten bleiben kann.

117 GÜNTHER, Unternehmenswertorientiertes Controlling (1997), S. 112 ff., führt 14 voneinander abweichende Definitionen für „free cash flows“ auf, die auf die bestehende Unsicherheit bei der Berechnung dieser Größe aufmerksam machen. Werden in berufsständischen Empfehlungen Begriffe wie beispielsweise EBIT(DA), Ertrag oder (Bilanz-)Gewinn ohne jede Differenzierung zueinander eingesetzt, kann dies die Problematik intensivieren. Zur Variation des Ergebnisses in Abhängigkeit zur verwendeten Größe siehe beispielsweise OTTE/CASTNER, Value-Investieren (2011), S. 182 ff.

118 Vgl., auch im Folgenden, MANDL/RABEL, Unternehmensbewertung (1997), S. 365, BAETGE ET AL., Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (2012), S. 360, DRUKARCZYK, DCF-Methoden und Ertragswertmethode (1995), S. 330, HACHMEISTER, Maß der Unternehmenswertsteigerung (2000), S. 109.

Marktwert des Eigenkapitals und damit zum Unternehmenswert führt.<sup>119</sup> Folgende Gleichung stellt den Zusammenhang dar:

$$UW^{TCF} = EK^{TCF} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t + s \cdot i \cdot FK}{\left[ 1 + \left( i \cdot \frac{FK}{GK^f} + r_s^f \cdot \frac{EK}{GK^f} \right)^t \right]} - FK.$$

Auch der *APV-Ansatz* („adjusted present value“) erfährt seine spezifische Modifikation in Form steuerangepasster Gesamtkapitalmarktwerte.<sup>120</sup> Anders als bei den zuvor geschilderten Verfahrensweisen werden nach dieser dritten Systematik steuerliche Aspekte jeweils einzeln erfasst. Der APV-Ansatz lässt sich damit wie folgt abbilden:

$$UW^{APV} = EK^{APV} = \frac{FCF}{r_s^e} + \frac{s \cdot i \cdot FK}{i} - FK = \frac{FCF}{r_s^e} + s \cdot FK - FK.$$

Der Unternehmenswert berechnet sich also aus dem hypothetisch freien „cash flow“ vor Zinsen und nach Abzug von Steuern. Dieser „free cash flow“ unterliegt der Vorstellung absoluter Eigenfinanzierung des Unternehmens, wobei diese Finanzierungsform gleichfalls auf die Eigenkapitalkosten übertragen wird. Wie die Gleichung zeigt, ergibt sich die gesuchte Größe aus dem Marktwert des vorgeblich schuldfreien Unternehmens zuzüglich Steuervorteile sowie abzüglich des Fremdkapitalmarktwerts, der unter dieser Verfahrensvariante gemäß der Beziehung  $GK = EK + FK$  als eine Art Korrekturfaktor in der Berechnung aufzugreifen ist. Kritisch zu sehen ist jedoch, dass mit Blick auf den unterstellten Prämissenrahmen und der damit erschaffenen realitätsfernen Idealwelt des APV-Ansatzes der fremdkapitalinduzierte Steuervorteil schlussendlich zu einem Anstieg des Barwerts des Unternehmens und damit zu einer totalen Fremdfinanzierung führen würde.<sup>121</sup>

Einen direkten Weg zur Unternehmenswertermittlung schlägt die *Nettovariation FTE-Verfahren* („flow to equity“) vor. Zur Ermittlung der Überschussgröße „flow to equity“, die dem Unternehmenseigner direkt zukommt, geht das Verfahren von folgendem Berechnungsweg aus:<sup>122</sup>

119 Für den gewogenen Kapitalkostensatz gilt weiterhin der Ausdruck  $k^f = i \cdot \frac{FK}{GK^f} + r_s^f \cdot \frac{EK}{GK^f}$ . Für weitere Ausgestaltungen der TCF-Variante, beispielsweise im Falle einer ewigen Rente, siehe etwa MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 719 f.

120 Vgl., auch im Folgenden, HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 263 ff. Siehe zudem auch DRUKARCZYK, DCF-Methoden und Ertragswertmethode (1995), S. 331 f.

121 Zur Unmöglichkeit der vollständigen Übertragung ihrer Modellwelt auf die Realität siehe eingehend MODIGLIANI/MILLER, Taxes and the Cost (1963), S. 442.

122 Verwiesen sei für diesen Zusammenhang sowie die Berechnung relevanter „cash flows“ gemäß einem Zweiphasenmodell auf MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 725 f.

$$FTE_t = FCF_t - i \cdot FK_t \cdot (1 - s),$$

sodass sich unter Zuhilfenahme der FTE der gesuchte Unternehmenswert unter Annahme ewiger Rente wie folgt veranschlagen lässt:

$$UW^{FTE} = EK^{FTE} = \frac{FTE}{r_s^f}.$$

Festzuhalten bleibt jedoch, dass auch der Berechnungsweg über die Nettovariation nicht gänzlich ohne Schwierigkeiten erfolgen kann. Denn sobald das Unternehmen einer freien und ungebundenen Finanzierungspolitik nachgeht, ist aus theoretischer Sicht neben einer oszillierenden Kapitalstruktur gleichfalls von individuellen Renditeforderungen der Unternehmenseigner je betrachteter Periode auszugehen. Aufgrund dieser Tatsache schleicht sich somit die Zirkularitätsproblematik – wie es bereits im Falle der WACC-Ansätze geschildert wurde – unvermeidlich ein.<sup>123</sup> Eine weitere Schwachstelle findet sich, wenn die Stellschraube Finanzierungspolitik in eine andere Richtung dreht und die Fixierung einer Zielkapitalstruktur im Vordergrund steht. Denn um diese Intention gewährleisten zu können, ist es zwingend notwendig, den Marktwert des Fremdkapitals in jeder Periode anzugleichen, was wiederum Kenntnisse hinsichtlich Steuer- und Zinszahlungen voraussetzt.<sup>124</sup> Das Schrifttum wirft auch diesem Ansatz aufgrund genannter Erschwernisse Unzulänglichkeiten in seiner theoretischen Fundierung vor, die „Zweifel an der Praktikabilität und dem Sinngehalt des Verfahrens erregen.“<sup>125</sup>

Eine weitere Ausrichtung, die der finanzierungstheoretischen Strömung angehört, sind *Optionspreisverfahren*. Basierend auf den Bedingungen neoklassischer Gleichgewichtstheorie, greifen sie auf einzelne Elemente der Neoklassik zurück und unterstellen einen vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt unter vollständigem Wettbewerb.<sup>126</sup> Der gesuchte Wert ergibt sich unter dem Einsatz von Optionspreisverfahren aus einem Grundwert, dem ein Optionswert hinzugerechnet wird.<sup>127</sup> Wäh-

---

sowie auch HERING/VINCENTI, Wertorientiertes Controlling (2004), S. 350, HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 269 ff.

123 Vgl. HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 265-269.

124 Zur Beseitigung der Nachteile kapitalmarkttheoretischer Verfahren siehe unter anderem etwa SCHWETZLER/DARIJTSCHUK, Zirkularitätsproblem (1999), CASEY, Neue Aspekte (2004).

125 HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 270.

126 Vgl. HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 289.

127 Vgl., auch im Folgenden, OLBRICH, Elektronisches Geschäft (2002), S. 693 f., der neben weiteren Methoden auch das Sachoptionsverfahren im Hinblick auf seine Eignung zur Wertberechnung von Unternehmen des elektronischen Geschäfts untersucht. Für die Bewertung von Optionsgeschäften siehe SCHREDELSEKER, Finanzwirtschaft (2013), S. 110-118. Für Optionen als

rend ersterer aus den zukünftigen Zahlungsströmen resultiert, und beispielsweise unter Anwendung einer DCF-Methode errechnet werden kann, kommen für die Bestimmung des Optionswerts als modelltheoretische Verfahren unter anderem BLACK/SCHOLES<sup>128</sup> oder COX/ROSS/RUBINSTEIN<sup>129</sup> in Betracht. Ihr wesentliches Unterscheidungsmerkmal fußt insbesondere in der Verteilungsannahme, nach der der Aktienkurs schwankt, wobei das Modell nach BLACK/SCHOLES eine Normalverteilung unterstellt, die unabhängige Zuwächse besitzt (Wiener-Prozess), und COX/ROSS/RUBINSTEIN von einer Binominalverteilung ausgehen. Wie auch die DCF-Verfahren lassen sich Optionspreismodelle aufgrund ihrer wirklichkeitsfernen Annahmen nicht auf reale Situationen übertragen, wodurch sie sich ebenfalls als untauglich zur Entscheidungswertermittlung erweisen.<sup>130</sup> Zudem führt auch das breite Spektrum an Verteilungsannahmen, die im Rahmen der Optionspreistheorie getroffen werden können, dazu, dass Optionspreisverfahren ihren Einsatz bei der Ermittlung von Argumentationswerten – insbesondere für die Verkäuferseite – finden.

---

derivatives Finanzinstrument siehe BIEG/KUßMAUL/WASCHBUSCH, Finanzierung (2016), S. 295-308.

128 BLACK/SCHOLES, Options and Corporate Liabilities (1973).

129 COX/ROSS/RUBINSTEIN, Simplified Approach (1979).

130 Vgl., auch im Folgenden, HERING, Konzeptionen der Unternehmensbewertung (2000), S. 447-551, HERING, Unternehmensbewertung (2013), S. 261 f.

## 2. Der Wirtschaftsprüfer als Unternehmensbewerter

### 2.1 Entscheidungsfunktion

Der Zweck, auf den die Entscheidungsfunktion abstellt, liegt darin, dem Bewertungs-subjekt eine Basis zu schaffen, die es ihm erlaubt, eine rationale Entscheidung treffen zu können. Demgemäß ist es die Aufgabe des Bewerter, einen Entscheidungswert im Sinne seiner individuellen Konzessionsgrenze zu berechnen. Mit der Bestimmung des Anlasses, zu dem die Unternehmensbewertung durchgeführt wird, ergibt sich die Tätigkeit, in der der Wirtschaftsprüfer den Bewertungsauftrag wahrnimmt.<sup>131</sup> Diese Aufschlüsselung ist Folge der Erkenntnis der funktionalen Bewertungslehre, die davon ausgeht, dass zur Wertfindung die jeweilige Zwecksetzung herangezogen werden müsse, da von der Existenz des *einen* und für jedermann gültigen Unternehmenswerts nicht auszugehen sei.<sup>132</sup> Wirtschaftsprüfer, die einen Bewertungsauftrag annehmen, können daher aus Sicht der funktionalen Wertlehre in dreierlei Funktionen tätig sein: Gemäß den drei Hauptfunktionen (Entscheidung, Vermittlung, Argumentation) treten sie entweder als Entscheidungsunterstützer einer Partei, als Vermittler zwischen zwei oder mehreren Parteien auf oder sie sind in der Argumentationsfunktion tätig und verfolgen damit das Ziel, die Position einer Verhandlungspartei zu stärken. Vor dem Hintergrund der Problemstellung dieser Schrift, die sich mit der Vereinheitlichung der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers befasst, sollen nachfolgend seine Funktionen auf dem Feld der Unternehmensbewertung dezidiert erläutert werden.

In der Rolle des Entscheidungsunterstützers tritt der Wirtschaftsprüfer immer dann auf, wenn ein Wert zu ermitteln ist, der aus Sicht des Bewertungssubjekts den Ausgangspunkt für eine zukünftige Entscheidung bildet.<sup>133</sup> Unter dieser Zielvorgabe eruiert der Wirtschaftsprüfer für ein spezielles Entscheidungs-subjekt – dieses kann sowohl Käufer als auch Verkäufer sein – und auf der Grundlage der speziellen Entscheidungs- und Konfliktsituation einen auf das Bewertungs-subjekt zugeschnittenen Wert, der die elementare Grundlage für seine rationale Entscheidung bilden soll. Die Ermittlung individueller Entscheidungswerte stellt jeden Entscheidungsunterstützer vor die Herausforderung, in Besitz sämtlicher Informationen der Bewertungsinteres-

---

131 Vgl. NÖLLE, Grundlagen (2009), S. 28.

132 Siehe hierfür die Ausführungen unter dem Abschnitt II.1. So weist bereits SCHMALENBACH, Kostenrechnung (1963), S. 141, darauf hin, dass [j]ede Bewertung [...] vom verfolgten Rechnungszweck [abhängt]“ und „[d]er ‚richtige‘ oder ‚wahre‘ Wert [...] keine absolute Größe, sondern nur eine relative Größe [ist], die durch die Wertungsrichtung bestimmt wird.“ Für das individuelle Entscheidungsfeld siehe eingehend HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 27-32.

133 Vgl., auch im Folgenden, SIEBEN ET AL., Grundlage unternehmerischer Entscheidungen (1976), S. 99 f., MATSCHKE, Wertarten nach ihrer Aufgabenstellung (2008), S. 861, PEEMÖLLER, Werttheorien (2015), S. 8 f.

senten zu sein. Im Einzelnen bedeutet dies, dass er über die Zielplaninformationen<sup>134</sup> des Entscheidungssubjekts verfügen und über sämtliche Tatbestände, die dieses Entscheidungsfeld definieren, Bescheid wissen muss. Um das Spielfeld an Optionen in seiner Gänze nun vollständig erfassen und eindeutig abstecken zu können, hat der Berater zudem auch sämtliche Alternativplanungen des Bewertungssubjekts in seine Berechnung mitaufzunehmen. Voraussetzung einer restlosen Ergebnisdefinition ist einerseits die präzise Festlegung, *was* aus Sicht des Subjekts als relevanter Sachverhalt angesehen wird. Von wesentlicher Bedeutung ist andererseits, *wie* – im Sinne einer Messvorschrift – von dem betrachteten Sachverhalt Maß genommen werden soll. Des Weiteren sind Voraussetzungen hinsichtlich zeitlicher sowie sachlicher und räumlicher Natur Teil der Ergebnisdefinition, die genau festlegen, *wann* und *wo* Handlungsalternativen zu messen sind.<sup>135</sup> In Folge der Entscheidungsfeldermittlung ordnet der Wirtschaftsprüfer jeder identifizierten Alternative einen bestimmten Nutzwert zu, der sich anhand subjektiver und damit individueller Vorlieben des Bewertungsinteressenten bestimmen lässt. Diese subjektiven Vorlieben werden unter den Begriff Präferenzen zusammengeführt, die unter Verwendung verschiedener Merkmale (Art, Höhe, Zeit und Sicherheit) übersetzen, mit welchem Nachdruck sie aus Sicht des Bewertungssubjekts vorgezogen beziehungsweise verfolgt werden.<sup>136</sup> Das Resultat der Informationsverdichtung aus subjektspezifischem Entscheidungsfeld und Zielplan ist somit ein Wert, der der individuellen Entscheidungssituation des Bewertungsadressaten angemessen ist. Vor diesem Hintergrund qualifizieren sich Entscheidungsfeld- und Zielbezogenheit als Grundsätze der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung.<sup>137</sup>

---

134 SIEBEN beispielsweise verwendet ganz bewusst den Begriff „Zielplan“, um damit unmissverständlich kenntlich zu machen, dass sich jedes Ausmaß an Zielvorstellungen der Entscheidungssubjekte lediglich aus Plandaten zusammensetzt. Seine Argumentation gründet er in der Notwendigkeit, dass Bewertungsinteressenten bereits zum gegenwärtigen Zeitpunkt Annahmen über künftige Zielvorstellungen zu treffen haben. Vgl. SIEBEN, *Erfolgseinheiten* (1968), S. 12, und die dort angegebene Literatur.

135 COENEBERG/SIEBEN, *Unternehmensbewertung* (1976), Sp. 4066, sprechen in diesem Zusammenhang davon, dass die Erstellung eines lückenlosen Bildes den Einbezug jeglicher „Kombinations- und Diversifikationseffekte“ erfordere.

136 Das Schrifttum differenziert an dieser Stelle zwischen homogener und heterogener Ergebnisdefinition dahingehend, dass erstere die Artenpräferenz außen vor lässt, wohingegen letztere dieses Merkmal einer weiteren Untergliederung unterzieht. Es unterteilt gemäß der Fallsituationen, dass Merkmale autark Eingang in die Formulierung finden beziehungsweise fest miteinander verknüpft sind – in Präferenzen niederer und höherer Ordnung. Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, *Unternehmensbewertung* (2013), S. 141. Für den Grad der Zielerfüllung, der auch Nutzwert genannt wird, siehe zudem auch SIEBEN/LÖCHERBACH/MATSCHKE, *Bewertungstheorie* (1974), Sp. 841-845.

137 Vgl. COENENBERG, *Sicht der Hochschule* (1981), S. 223, der zudem aufführt, dass die Entscheidungsfeldbezogenheit die Gestaltungsmöglichkeiten und sämtliche Alternativen des Entscheidungsträgers beinhalte, wohingegen die Zielsystembezogenheit sowohl Ziele als auch Risikopräferenzen berücksichtige.



## 2.2 Vermittlungsfunktion

Verlangt der Bewertungsanlass die Ermittlung eines Arbitriumwerts, so hat der Wirtschaftsprüfer – gemäß der zweiten Hauptfunktion – als Vermittler beziehungsweise als Schiedsgutachter tätig zu werden. In genannter Dienstpflicht agiert er zwischen zwei oder mehreren Konfliktparteien, um einen Wert ausfindig zu machen, der einen Interessenausgleich zwischen den Parteien anstrebt.<sup>138</sup> Den Interessen beider Seiten soll hierdurch Rechnung getragen werden. Über die Erstellung eines Gutachtens und der damit einhergehenden Versachlichung der Diskurse zwischen den Seiten liegt ein für beide Parteien adäquater<sup>139</sup> Einigungswert im Blickpunkt des Wirtschaftsprüfers, der als eine Art Arrangement zwischen den Fronten zu verstehen ist.

Die im Widerstreit stehenden Seiten profitieren von der Erstellung unparteiischer Gutachten insofern, als sie im Laufe darauffolgender Argumentationen ihre subjektiven Preisgrenzen nicht offenlegen müssen.<sup>140</sup> Jedoch, und dies ist die Voraussetzung des vorgeschlagenen Arbitriumwerts, muss dieser für jede der Parteien zufriedenstellend sein.<sup>141</sup> Denn damit im Falle von Entscheidungsfreiheit – im Sinne nicht dominierter Konfliktsituationen – der Einsatz eines Unternehmenswerts als Arbitriumwert gelingen kann, bedarf es der Existenz und Identifikation eines Einigungsbereichs, der sich aus den individuellen Grenzen der Konzessionsbereitschaft beider Parteien ergibt. Die subjektiven Entscheidungswerte sind für den Gutachter jedoch unbekannt. Es ist nicht davon auszugehen, dass die beteiligten Parteien ihre persönlichen Konzessionsgrenzen preisgeben.<sup>142</sup> Dadurch verbleibt für ihn nur die Möglichkeit, intersubjektiv nachvollziehbare Mutmaßungen darüber anzustellen, in welchen Sphären potentielle Entscheidungswerte liegen könnten. Die nachfolgende Abbildung 5 verdeutlicht den Zusammenhang. Sie zeigt die Lokalisierung des Einigungsbereichs auf und reflektiert damit die zentrale Bedeutung der Entscheidungswerte im Rahmen der Vermittlungsfunktion. Sie zeigt, dass ohne Entscheidungswerte das Abstecken von Verhandlungsspielräumen nicht möglich ist.

---

138 Vgl., auch im Folgenden, SIEBEN ET AL., *Grundlage unternehmerischer Entscheidungen* (1976), S. 99 f., COENENBERG, *Sicht der Hochschule* (1981), S. 223.

139 Als adäquat erweist sich der Arbitriumwert dann, wenn er einen Kompromiss darstellt und die Interessen der im Widerstreit stehenden Parteien zu wahren versucht. Zudem muss der Einigungswert den Parteien zugemutet werden können, das heißt er muss mit dem rationalen Verhalten der Akteure vereinbar sein und darf somit die Grenzen der Konzessionsbereitschaft nicht anfechten (Merkmal der Rationalität des Handelns), siehe hierfür MATSCHKE, *Kompromiß* (1969), S. 57 ff., HEUDORFER, *Körperschaftsteuer* (1962), S. 37 f.

140 Vgl. SIEBEN ET AL., *Grundlage unternehmerischer Entscheidungen* (1976), S. 99 f.

141 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, *Kompromiß* (1969), S. 57 f., MATSCHKE, *Arbitriumwert* (1979), S. 47 ff.

142 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE/BRÖSEL, *Unternehmensbewertung* (2013), S. 134, 479 ff.

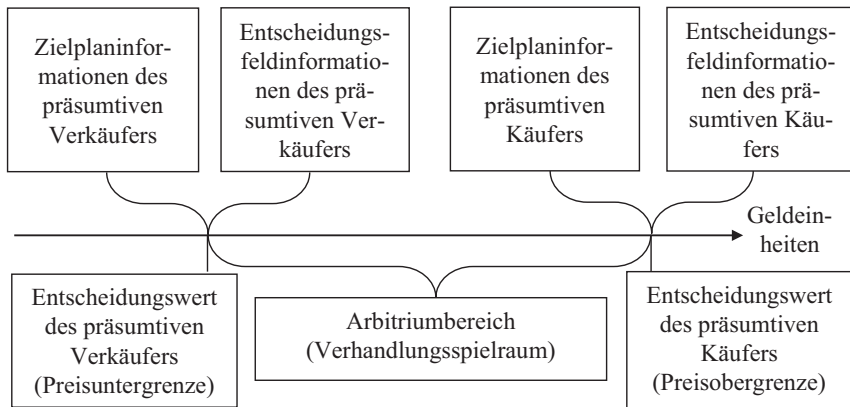


Abb. 5: Der Arbitriumbereich bei Entscheidungsfreiheit.<sup>143</sup>

Gelingt es dem Wirtschaftsprüfer, den gesuchten Bereich ausfindig zu machen, so kann er durchaus in die Bredouille kommen, nicht nur auf eine einzige Konfliktlösung zu stoßen, sondern möglicherweise vor einer Vielzahl an Lösungen zu stehen.<sup>144</sup> Unter diesen Voraussetzungen hat er sich unter Rücksichtnahme der parteienbezogenen Angemessenheit für eine allseits passable Lösungsvariante zu entscheiden oder präsentiert den Parteien mehrere denkbare Lösungsalternativen.

Denkbar ist zudem auch die Situation, in der etwa ein bindendes (Preis-)Angebot im Raum steht und sich ein beidseitiges Einverständnis hierauf ergibt, sodass der Gutachter die Notwendigkeit zur Datenerhebung – im Sinne der Ermittlung eines Verhandlungsbereichs – ganz einfach umgehen könnte.<sup>145</sup> Arbitriumwerte erscheinen – wie das Exempel zeigt – somit theoretisch auch in Gestalt von Argumentationswerten und zwar immer genau dann, wenn sich die Parteien der eigenen Konzessionsgrenze bewusst sind und das (Preis-)Angebot die konzeptionellen Eigenschaften eines Arbitriumwerts erfüllen kann.<sup>146</sup>

<sup>143</sup> Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 480.

<sup>144</sup> Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Schiedsspruchwert (1971), S. 519, MATSCHKE, Arbitriumwert (1979), S. 112. Als ein kaum greifbares Prinzip der Schiedsgutachterfunktion eines Wirtschaftsprüfers beschreibt COENENBERG den Grundsatz des Gerechtigkeitspostulats, siehe hierfür COENENBERG, Sicht der Hochschule (1981), S. 223.

<sup>145</sup> Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 550.

<sup>146</sup> Mit den konzeptionellen Eigenschaften sind die beiden signifikanten Merkmale der Rationalität des Handelns und der parteienbezogenen Angemessenheit gemeint.

So unkompliziert die Arbitriumwertermittlung gemäß den zuvor geschilderten Bedingungen erscheinen mag, so schwieriger gestaltet sich die Handhabe im Falle dominierter Konfliktsituationen. Denn unter Achtung des Dominanzaspekts haben sich die Verhandlungspartner dem vorgeschlagenen Arbitriumwert auch gegen ihren Willen zu beugen, sodass folglich die Ausgangslage des Gutachters nicht mehr länger vergleichbar mit Umständen fehlender Übermacht ist.<sup>147</sup> Ferner ergibt sich unter diesen Konditionen die „Konsequenz, daß der Unparteiische auch dann einen Arbitriumwert vorzuschlagen hat, wenn unter gleichberechtigten Parteien keine Einigung möglich gewesen wäre, weil eine alle Parteien zufriedenstellende Konfliktlösung nicht existiert.“<sup>148</sup> Extremsituationen solcher Art können im ungünstigsten Fall dazu führen, dass der Schiedsgutachter ohne Verhandlungsspielraum in die Vermittlung gehen muss.<sup>149</sup> Logisch folgend würde er sich damit von der bis dato unterstellten Rationalität des Handelns abwenden und der dominierten Partei stattdessen Lösungen zumuten, die aus ihrer Sicht zu keiner Zeit rational wären. Um der Bedrängnis ausbleiben der Interessenwahrung zu entgehen, obliegt es ihm, sein Merkmal der Rationalität zu modifizieren.<sup>150</sup> Demgemäß trägt der Wirtschaftsprüfer alle Konfliktlösungen zusammen, die für die zu schützende Seite mit rationalem Handeln kompatibel sind. Eine allgemeingültige Antwort zur Fragestellung, welcher der Parteien nun die Schutzwürdigkeit zugesprochen wird, bleibt an dieser Stelle aus, da sie sich unter anderem aus den für die jeweiligen Fälle geltenden Rechtsvorschriften ergibt und somit nicht universal festgeschrieben ist.

## 2.3 Argumentationsfunktion

Ziel des Wirtschaftsprüfers in der Argumentationsfunktion ist es, eine oder mehrere Verhandlungsparteien in eine bestimmte Richtung zu lenken. Er präsentiert hierfür nicht nur einen einzigen Wert, sondern legt seine Funktion vielmehr darauf aus, eine ganze Menge an Begründungen in die Verhandlung miteinzubringen.<sup>151</sup> Getarnt als

147 BRÖSEL/KARAMI, Börsenkurs in der Rechtsprechung (2011), führen diesen Aspekt beispielhaft im sogenannten „Stollwerck-Beschluss“ aus, indem sie die Vorgehensweise des BGH zur Abfindungsbemessung von Minderheitsaktionären kritisch unter dem Gesichtspunkt subjektiver Entscheidungswerte durchleuchten.

148 MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 482, und auch im Folgenden, ebenda, S. 482.

149 Vgl. SIEBEN, Funktionen der Bewertung (1983), S. 541.

150 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Arbitriumwert (1979), S. 309, 316-333, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 481 f.

151 Wenngleich der Argumentationswert der in der Praxis am häufigsten anzutreffende Wert ist, besitzt er dennoch die geringste theoretische Durchdringung. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmens-

potentielle Entscheidungswerte oder in Form von Arbitriumwerten bringt er sie in den Verhandlungsprozess ein.<sup>152</sup> Die Erhebung unterschiedlichster Argumentationen formiert er entweder in eine Richtung, die die Verhandlungsposition des Bewertungs-subjekts zu festigen beziehungsweise zu verbessern versucht (konstruktive Argumentationsstrategie).<sup>153</sup> Oder er stellt sie in eine Richtung auf, die – konträr zur vorherigen Ausrichtung – versucht, das Standbein der Gegenpartei zu schwächen, um sie schlussendlich kapitulieren zu lassen (destruktive Argumentationsstrategie).<sup>154</sup> Unter diesen Gesichtspunkten fällt der Argumentationswert, der also eine Verhaltensänderung oder eine Veränderung von Sichtweisen anstrebt, in das Areal eines Verhandlungsführers, der die Werte ganz bewusst der Gegenseite offenlegt und sie als Teil eines strategischen Schachzugs konsequent in den Verhandlungsprozess mitaufnimmt.<sup>155</sup> Da Argumentationswerte darauf abzielen, subjektive Ansichten zu stärken und die Gegenseite zu beeinflussen, lassen sie sich konsequenterweise als parteiisch charakterisieren.<sup>156</sup>

Argumentationswerte weiß der Unternehmensbewerter grundsätzlich auch für die der Verhandlung vor- und nachgelagerten Unterredungen konfligierender Seiten einzusetzen.<sup>157</sup> Handelt es sich um erstere, so ist von einem mehrstufigen Entscheidungsprozess auszugehen, was für den Wertermittler im Grunde genommen bedeutet, Werte ausfindig zu machen, die entweder gegenüber einem übergeordneten Entscheidungsträger oder im Rahmen eines Entscheidungskollegiums ihre Bestimmung erfahren.<sup>158</sup> Der Unternehmensbewerter erhofft sich mittels eingebrachter Werte eine bestimmte Handlungsweise zu erzeugen, wenngleich nachgelagerte Unterredungen als Rechtfertigungen für bereits erfolgte Maßnahmen (Kauf oder Verkauf eines Unternehmens) zu verstehen sind.

---

bewertung (2013), S. 610, sehen die Komplexität der Beeinflussung als wesentlichen Grund hierfür. Inwiefern nun die Praxis in Form berufsständischer Empfehlungen Argumentationswerte würdigt, ist Bestandteil des Kapitels IV dieser Arbeit.

152 Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 611.

153 Vgl. MATSCHKE, Argumentationswert (1979), S. 518 f.

154 Vgl. hierzu MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 609, sowie auch BARTHEL, Argumentationsfunktion (2005), S. 36. Weiterhin besitzen Argumentationswerte zudem auch in dominierten Konfliktsituationen eine nicht von der Hand zu weisende Relevanz, da sie durchaus in der Lage sein können, die Tauglichkeit von Bewertungsgutachten zu hinterfragen und sie jeder Glaubwürdigkeit zu berauben. Siehe hierfür ebenso BARTHEL, Problem der Scheingenaugkeit (2010), sowie die Erwiderung von FREY/RAPP, Problem der Scheingenaugkeit (2011).

155 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 609 f.

156 Vgl. MATSCHKE, Argumentationswert (1979), S. 519.

157 Vgl. COENENBERG/SIEBEN, Unternehmensbewertung (1976), Sp. 4076, MATSCHKE, Argumentationsfunktion (1977), S. 91-95.

158 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Argumentationsfunktion (1977), S. 93-99, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 611 ff.

Das Optimum des Einsatzes von Argumentationswerten steht in Abhängigkeit zur Distanz zwischen den jeweiligen Konzessionsgrenzen einerseits und dem Verhandlungsergebnis andererseits.<sup>159</sup> Je weiter Argumentationswerte das Verhandlungsergebnis zum Entscheidungswert des Auftraggebers entfernen, umso näher wird das Ergebnis wiederum an den Entscheidungswert der Gegenseite reichen. Diesbezüglich spielt es keine Rolle, welche der Argumentationsstrategien primär verfolgt wird. Jede Strategie setzt die Kenntnis der Konzessionsgrenze der eigenen Partei voraus sowie eine grobe Vorstellung darüber, wo der Entscheidungswert der Gegenseite zu verorten ist und welche Form das Verhandlungsergebnis final annehmen soll.<sup>160</sup> Gemäß der Annahme, dass die Verhandlungsseiten jeweils nur ihre eigenen Grenzwerte kennen, kann folglich davon ausgegangen werden, dass „sie bei gegebenem Preis lediglich ihren individuellen Transaktionsgewinn bestimmen“<sup>161</sup> können und Argumentationswerte damit nicht als „Instrumente der Übervorteilung“<sup>162</sup> zu verstehen sind. Wie und auf welche Weise der Wirtschaftsprüfer die Positionen seiner Mandanten verstärkt, orientiert sich an insgesamt zwei Marschrouten: Erste sieht vor, die Gegenseite zu einem Arrangement zu bewegen beziehungsweise die Zusage für ein bereits im Voraus avisiertes Ergebnis zu erhalten.<sup>163</sup> Die zweite Wegstrecke weist hingegen Verästelungen auf, die den Einsatz zusammengetragener Informationen in unterschiedlichen Richtungen sieht. Hiernach können sie entweder gezielt zur Schwächung der Gegenseite eingesetzt sowie zur Abfertigung von Verhandlungsangeboten verwendet werden. Oder aber sie erfahren ihre Bedeutung in der Transformation des ursprünglichen Verhandlungsziels hin zu einem möglicherweise weitaus günstigeren Resultat.

---

159 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Argumentationswert (1976), S. 520.

160 Zu den Grundsätzen, die in Verbindung mit dem Argumentationswert stehen, siehe insbesondere COENENBERG, Sicht der Hochschule (1981), S. 225.

161 GORNY, Verhandlungsprozesse (2002), S. 13.

162 MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 611.

163 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE, Argumentationsfunktion (1977), S. 93-99, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 611 f. Für eine graphische Darstellung der Einsatzfelder von Argumentationswerten siehe ebenda, S. 613.

### 3. Die Triebfedern der Vereinheitlichung

Die funktionale Bewertungstheorie formuliert die Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers in seiner Rolle als Unternehmensbewerter grundsätzlich zweckabhängig (Entscheidung, Vermittlung, Argumentation). Erst nach der Festlegung seiner Funktion folgt die Wahl der methodischen Berechnungswege. Im Zentrum einer jeden Unternehmensbewertung befindet sich folglich das Zweckadäquanzprinzip, das neben der Aufgabenanalyse ebenso die Abhängigkeit des Unternehmenswerts von der spezifischen Aufgabenstellung nachdrücklich betont.<sup>164</sup> Da die zweckabhängige Bewertung stets die Rücksichtnahme auf die Aufgabenstellung der Bewertung, die individuellen Vorstellungen und Planungen des Bewertungssubjekts (Zielsystem, Entscheidungsfeld) zum jeweiligen Bewertungszeitpunkt voraussetzt, kann es konsequenterweise nicht nur ein (allgemeines) Verfahren zur Wertermittlung geben. Nimmt der Wirtschaftsprüfer einen Auftrag zur Unternehmenswertermittlung an, hat er davon auszugehen, dass nicht nur für jedes Bewertungssubjekt ein ganz bestimmter Wert existiert, sondern auch mit jeder Aufgabenstellung ein spezieller Wert einhergeht. Folglich kann er eben nicht *das* Verfahren zur Berechnung *des* Unternehmenswerts einsetzen. Verfahren können demnach entweder zweckmäßig oder unzweckmäßig sein. Im Hinblick auf die Problemstellung zur Vereinheitlichung der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers als Unternehmensbewerter und der Individualität der Wertberechnung muss folglich festgehalten werden, dass eine Vereinheitlichung auf technischer Ebene das Zweckadäquanzprinzip nicht verletzen darf.

Neben der Ausrichtung am Zweck stellt die Unternehmensbewertung auch aufgrund der durch die Berufsstände angeratenen Vorgehensweisen zur Berechnung des Unternehmenswerts eine grundsätzlich heterogene Disziplin dar. Anfang der 1960er Jahre, als die Diskussion um die Vereinheitlichung der Bewertung von Unternehmen begann, war man von der Ausrichtung am Zweck jedoch noch weit entfernt.<sup>165</sup> Insbesondere Praktiker stützten sich zu dieser Zeit auf die Erkenntnis, dass der Wirtschaftsprüfer zunehmenden wirtschaftlichen Verflechtungen unterlag, wodurch der Wunsch seinen Ursprung fand, zu einer einheitlichen Unternehmensbewertung zu gelangen. Der Aufgabe zur Formulierung eines gemeinsamen Wegs nahm sich in Europa erstmalig die „Union Européenne des Experts Comptables, Economiques et Fi-

---

<sup>164</sup> Vgl. statt vieler MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 23 und auch im Folgenden, ebenda, S. 23.

<sup>165</sup> Für das frühe differenzierte Wertverständnis, das mit der Österreichischen Schule und MENDER als ihrem Begründer zur zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts in das deutschsprachige Schrifttum einzog, siehe etwa HOPPE, Österreichische Schule (1996), S. 65. Zur Nutzenorientierung als ausschlaggebendes Kriterium zur Wertbestimmung vgl. auch SCHMALENBACH, Finanzierungen (1937), S. 29, sowie zur Genese der deutschen Unternehmensbewertung siehe eingehend QUILL, Interessengeleitete Unternehmensbewertung (2016), S. 93-170.

nanciers“ (U.E.C.) an.<sup>166</sup> In den frühen 1960er Jahren publizierte die Kommission ihre erste Schrift und machte es sich selbst zur Aufgabe, „Grundsätze herauszustellen, die bei der Bewertung einer Unternehmung für die in Frage kommenden unterschiedlichen Fälle zu beachten sind und gestützt darauf Richtlinien auszuarbeiten, die zu einer einheitlicheren und zugleich objektiveren Bewertungspraxis verhelfen sollen“<sup>167</sup>. Die Intention zur Veröffentlichung einer europäischen Schrift ergab sich als Reaktion auf die zunehmende Verflechtung in den Bereichen Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung. Aufgrund bisher fehlender einheitlicher Vorgehensweisen wurde der gezielten Auseinandersetzung mit Fragestellungen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung ein besonderer Stellenwert zugesprochen. Praktiker beklagten die Existenz divergierender Auffassungen zur Bewertung von Unternehmen, die zu unterschiedlichen Werten in den Gutachten führten.<sup>168</sup> Ihrer Auffassung nach seien sie dafür verantwortlich, die betriebswirtschaftliche Aussagekraft erstellter Gutachten erheblich zu reduzieren. Der Berufsstand dürstete zu dieser Zeit nach „Grundsätzen und Richtlinien“<sup>169</sup>, mittels derer divergierenden Auffassungen zur Wertberechnung ein Ende gemacht werden sollte. Der Weg zur Ermittlung einheitlicher Unternehmenswerte sollte hierdurch geebnet werden.<sup>170</sup> Zur Untermauerung dieser Argumentation verwies man auf den praktischen Einsatz jener Werte, die „als Grundlage für gerichtliche oder außergerichtliche Entscheidungen [dienen]“<sup>171</sup> und damit „eine sehr große praktische Bedeutung“<sup>172</sup> besäßen. Der alleinige Fokus auf die praktische Zielsetzung blendete jedoch die unterschiedlichen Auffassungen der Wissenschaft aus, sodass das Regelwerk letztlich nur die Sichtweise des Berufsstands aufzeigte.<sup>173</sup>

Das Interesse zur Vereinheitlichung der Unternehmensbewertung besteht auch heute noch und hat an Aktualität nichts verloren. Praktiker beklagen heute ähnlich wie zu Zeiten der U.E.C. die zunehmende Komplexität aufgrund steigender Internationalität

---

166 Vgl. BARTKE, Bewertung von Unternehmungen (1962), S. 165. Unter Kapitel IV werden die Regelwerke der Kommission hinsichtlich ihrer Auffassungen zu Funktionen, Werten und Methoden näher betrachtet.

167 VIEL ET AL., UEC-Methode (1961), S. 10. Siehe ferner auch BARTKE, Bewertung von Unternehmungen (1962), S. 165, der von „allgemein verbindliche[n] Richtlinien für die Bewertung ganzer Unternehmungen“ spricht.

168 Vgl., auch im Folgenden, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 325.

169 BARTKE, Bewertung von Unternehmungen (1962), S. 165.

170 Vgl. ferner GROBFELD, Barabfindung (2004), S. 74 f., der die wachsende Bedeutung der Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung und ihre weitreichende Wirkung in das Bilanzrecht anspricht.

171 BARTKE, Bewertung von Unternehmungen (1962), S. 165.

172 BARTKE, Bewertung von Unternehmungen (1962), S. 166.

173 Vgl. BARTKE, Bewertung von Unternehmungen (1962), S. 165. Auf die Konsequenzen dieser einseitigen praktischen Ausrichtung gehen die Abschnitte IV.2 und IV.3 dezidiert ein.



und zunehmender Verflochtenheit der Finanzmärkte.<sup>174</sup> Mit dem Rückgriff auf eine Vielzahl nationaler Leitfäden, Grundsätze und Handbücher stünde ihrer Auffassung nach die Gefahr steigender Intransparenz in Verbindung. Ebenso schränke dies die Vergleichbarkeit der Bewertung erheblich ein.<sup>175</sup> Das Fehlen einer gebündelten Vorgabe oder eines einheitlichen Katalogs zur Bewertung wird aus diesen Gründen bemängelt und dient als Ausgangspunkt zur Forderung eines einheitlichen Konzepts.<sup>176</sup> Es scheint zunächst einleuchtend zu sein, dass mit zunehmender Zahl berufsständischer Empfehlungen die Bewertung – insbesondere für den Praktiker – nicht unbedingt vereinfacht wird. Denn neben dem Aufwand zur Beschaffung dieser Empfehlungen<sup>177</sup> kommen oftmals auch sprachliche Barrieren hinzu.<sup>178</sup> Vor dem Hintergrund dieser erschwerten Umstände ist zudem auch anzunehmen, dass nicht jedes Land zwingend denselben Entwicklungsstand bezüglich Wissenschaft und Forschung aufweist. Solche Defizite können somit durchaus den Nährboden für divergierende Auffassungen bilden, die letztendlich den Schutz beteiligter Akteure nicht mehr gewährleisten beziehungsweise ihn womöglich einseitig auslegen.

Neben den Befürwortern finden sich zudem auch Kritiker, die in dem Vereinheitlichungsgedanken das einseitige Bedürfnis der Praxis sehen, Bewertungsergebnisse anzugleichen, da es „das Geschäft [störe], wenn Bewertungsergebnisse stark differieren!“<sup>179</sup> Die Vorgabe deckungsgleicher Methoden sei der Wegbereiter einheitlicher

---

174 Vgl., auch im Folgenden, BIG4, KPMG Support (2013), IVSC, Proposal to Development (2013). Auf die sich ändernden Erwartungen an den hiesigen Berufsstand aufgrund von Globalisierung und Digitalisierung verweisen KLEIN/NAUMANN, Strategische Herausforderungen (2015), S. 563.

175 HELBLING, 25 Grundsätze (2002), S. 735, merkt an, dass keine Gewissheit darüber bestünde, „[o]b Ergebnisse der Unternehmensbewertungen früher besser oder schlechter waren als heute [...]. Jedenfalls ist heute die Volatilität der Werte, beeinflusst durch Wirtschaft und Politik, viel grösser [sic!] geworden.“

176 Vgl., auch im Folgenden, PWC, Point of View (2013), WHITEHOUSE, PwC Calls (2013).

177 Für den Raum Europa existiert bisher noch keine Datenbank, auf die entweder der Bewerter selbst, die Wissenschaft oder ferner die Öffentlichkeit zugreifen könnte, um Einsicht in Regelwerke europäischer Länder zu erhalten.

178 Wie die Analyse in Kapitel III zeigen wird, ist es derzeit noch nicht selbstverständlich, dass ein nationales Werk in unterschiedlichen Sprachen veröffentlicht wird. Oftmals tritt der Fall ein, dass der Bewerter der jeweiligen Sprache mächtig sein muss, um Regelwerke überhaupt verstehen und anwenden zu können. Andersherum besitzt aber jedes Land nicht nur einen unterschiedlich großen Wortschatz, der dazu befähigt, bestimmte Zusammenhänge auf eine ganz bestimmte Art und Weise auszudrücken, sondern auch Begriffe einzusetzen, die in anderen Sprachen womöglich unzureichend bis gar nicht übersetzt werden können. Aus diesem Grund wird in der Bestandsaufnahme in Kapitel III regelmäßig der landeseigene Wortlaut hinsichtlich angereicherter Ansätze und Verfahren verwendet und ein entsprechender Hinweis auf die im deutschen Sprachraum gleichenden Ansätze und Verfahren gegeben.

179 MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 325.

Ergebnisse, die Bewerter zudem vor Kritik Dritter schütze.<sup>180</sup> Hinsichtlich des Schutzgedankens weisen MOXTER und auch MATSCHKE darauf hin, dass dieser eben nicht nur auf der Seite des Bewerter bestünde, der Kunstfehler ausschließen möchte, sondern ebenso auf der Seite der übrigen Bewertungsinteressenten.<sup>181</sup> Ferner weist QUILL unter dem „modernen Objektivismustreit“ darauf hin, dass „die Geschäftsführungspraxis in Europa eine zunehmende Amerikanisierung [erführe]“<sup>182</sup>, was sich insbesondere in der Übernahme der „Modeströmung des ‚shareholder value‘“<sup>183</sup> zeige. Es sind Bezeichnungen wie „state of the art“ oder auch „best practice“, die die angelsächsische Bewertungslehre propagieren.<sup>184</sup> QUILL kommt über die Analyse einzelner Interessengruppen, worunter unter anderem die großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die internationale Unternehmensberatungsbranche sowie die Rechtsprechung fallen, zu dem Schluss, dass sich finanzierungstheoretische beziehungsweise marktwertorientierte Modelle durchgesetzt haben und die Praxis beherrschen.

Um den Bedürfnissen der Praktiker gerecht werden zu können, besteht somit durchaus der Verdacht zur Annahme, dass nationale berufsständische Empfehlungen bereits einen ähnlichen Weg gehen, der sich in der Adaption finanzierungstheoretischer beziehungsweise marktwertorientierter Verfahren konkretisiert.<sup>185</sup> Würde sich dieser Umstand bewahrheiten, bestünde dringender Grund zur Besorgnis, da diese einseitige Ausrichtung an einem fragwürdigen Konzept festhielte, das eben nicht zur Erfüllung aufgezeigter Intentionen beitrüge. Die Vereinheitlichung der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers im Allgemeinen und die sinnvolle Reduktion von Komplexität, die Bereitstellung einer Entscheidungsgrundlage sowie die Erfüllung des Schutzgedankens im Besonderen könnten unter diesen Umständen gefährdet sein.

---

180 Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 325.

181 Vgl. hierzu grundlegend MOXTER, Grundsätze (1976), S. 6 f., sowie auch MATSCHKE in SIEBEN, Podiumsdiskussion (1977), S. 264, der in diesem Zusammenhang auf die Zweckadäquanz bei der Formulierung von Grundsätzen in der Unternehmensbewertung hinweist.

182 QUILL, Interessengeleitete Unternehmensbewertung (2016), S. 314, und die dort angegebene Literatur.

183 QUILL, Interessengeleitete Unternehmensbewertung (2016), S. 315, und die dort angegebene Literatur.

184 Vgl. auch im Folgenden, QUILL, Interessengeleitete Unternehmensbewertung (2016), S. 197, 294 ff., 316. Für die zunehmende Verbreitung marktwertorientierter Unternehmensbewertung siehe eingehend ebenda, S. 173-179. Zur anwachsenden Beliebtheit von DCF-Verfahren siehe zudem auch BRÖSEL/HAUTTMANN, Empirische Analyse (2007).

185 Als Befürworter marktwertorientierter Bewertung bekennt sich beispielsweise BARTHEL, International Valuation Standards (2010). Zur Befürwortung der Vereinheitlichung und insbesondere auf Basis der „international valuation standards“ (IVS) siehe zudem auch ANGHEL, Universe (2012), AKIYAMA/SUZUKI, Implementation (2011). Kritisch beurteilt werden die IVS beispielsweise von MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 794. Die Verfasser stehen insbesondere dem marktwertorientierten Theoriegerüst ablehnend gegenüber.

Im Folgenden sollen daher Empfehlungen nationaler Berufsstände Deutschlands, Österreichs, Frankreichs, Italiens sowie Russlands und Großbritanniens sowohl hinsichtlich ihres Funktionen- und Wertkonzepts als auch ihrer Methoden untersucht werden. Vor dem Hintergrund zunehmender Vereinheitlichungsbestrebungen soll das Ziel dieser Bestandsaufnahme darin liegen, eine Datengrundlage zu schaffen, die den Status quo der Berufsstände darstellt und Rückschlüsse zu nationalen Gemeinsamkeiten und Unterschieden zulässt. Ferner soll sie aufzeigen, inwiefern bereits heute schon eine einheitliche Ausrichtung der Regelwerke besteht und auf welchem Forschungsstand sich die Konzeptionen befinden. Da sich auf internationaler Ebene gleichfalls Regelwerke finden lassen (IVS, EACVA/NACVA), die – ähnlich, wie die U.E.C. – länderübergreifend eine Vereinheitlichung der Bewertung verfolgen, erweist sich auch ihre Aufnahme als sinnvoll.<sup>186</sup> Ihre Analyse bildet einen Bestandteil des Kapitels IV. Vor dem Hintergrund der Formulierung einzelner Voraussetzungen, die eine einheitliche Taktvorgabe ermöglichen soll, erscheint ihre Aufnahme als vielversprechend; geben ihre jeweiligen Vereinheitlichungsstrategien und Konzeptionen doch Hinweise auf Erfolg und Misserfolg.

---

<sup>186</sup> Zum Zielvorhaben des IVSC, das in der Erzeugung globaler, regulatorischer Konvergenz besteht, vgl. IASPLUS, Positionspapier (2014), IASPLUS, IVSC-Konsultationen (2014). Ferner sei hier die Stellungnahme des IFRS Global Office von DELOITTE aufgeführt, die unter IASPLUS, Stellungnahme (2014), „die Rolle des IVSC in der Aus- und Weiterbildung sowie in der Koordination [sieht; sie] sollte nicht die Rolle eines internationalen ‚Standardsetzers‘ anstreben“.

Zur Vereinheitlichung des europäischen  
Prüfungsmarkts am Beispiel der  
Unternehmensbewertung

Merdian, A.

2018, XXIII, 243 S. 13 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-20212-5