

Karl Born

Unternehmens- analyse und Unternehmens- bewertung

2. Auflage

Handelsblatt
Bücher

eBook

SCHÄFFER
POESCHEL

inklusive CD-ROM





Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,
vielen Dank, dass Sie dieses E-Book erworben haben. Damit Sie das Produkt optimal nutzen können, möchten wir Sie gerne auf folgende Navigationsmöglichkeiten hinweisen:

Die Verlinkungen im Text ermöglichen Ihnen eine schnelle und komfortable Handhabung des E-Books. Um eine gewünschte Textstelle aufzurufen, stehen Ihnen im Inhaltsverzeichnis und im Register als Link gekennzeichnete Kapitelüberschriften bzw. Seitenangaben zur Verfügung.

Zudem können Sie über das Adobe-Digital-Editions-Menü »Inhaltsverzeichnis« die verlinkten Überschriften direkt ansteuern.

Erfolgreiches Arbeiten wünscht Ihnen
der Schäffer-Poeschel Verlag

Karl Born

Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung

mit einer CD-ROM von Friedhelm Dietz

2., aktualisierte und erweiterte Auflage

2003

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar

e-book ISBN 978-3-7992-6103-6

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2010 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH & Co. KG

www.schaeffer-poeschel.de

info@schaeffer-poeschel.de

Einbandgestaltung: Willy Löffelhardt

Satz: Johanna Boy, Brennbreg

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Ein Tochterunternehmen der Verlagsgruppe Handelsblatt

Vorwort zur zweiten Auflage

Die Abschaffung des Anrechnungsverfahrens bei der Körperschaftsteuer und der dadurch bedingte Übergang auf das Halbeinkünfteverfahren bei der Einkommensteuer haben den Verfasser veranlaßt, nach dem großen Verkaufserfolg der bereits vor acht Jahren erschienenen 1. Auflage des Buches »Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung« eine 2., aktualisierte und erweiterte Auflage herauszugeben.

Da bei einer Unternehmensbewertung die Analyse des Unternehmens und seiner Umwelt der wichtigste und zeitaufwendigste Teil ist, wurde das Buch um einen umfangreichen Fragebogen zur Sammlung von Informationen und Daten erweitert. Dieser Fragebogen ist kein Pflichtenheft oder abzuhakende Checkliste, sondern eine in der Praxis erprobte Arbeitshilfe bei Unternehmensbewertungen und Due Diligence Untersuchungen.

Die 2. Auflage wurde auch dazu genutzt, deutliche Einwände gegen die »Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen« (IDW S 1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) vom 28.6.2000 vorzubringen.

Des weiteren wurde ein Abschnitt C. X. Überleitung von der Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode) zur Ertragswertmethode eingefügt. Diese Einfügung erfolgte deshalb, weil in der deutschen Literatur oft leichtfertig behauptet wird, daß die DCF-Methode und die Ertragswertmethode zu dem gleichen Ergebnis kommen, was aber nirgendwo durch ein Beispiel bewiesen wird. Diese Behauptung ist unrichtig, da sich die Ertragswertmethode wegen ihrer in der Regel zwangsläufig innewohnender falscher Annahmen über die Kapitalstruktur praktisch nicht in die DCF-Methode und die DCF-Methode nur sehr umständlich in die Ertragswertmethode überleiten läßt.

Im übrigen wurde das Buch nicht verändert, sondern nur an vielen Stellen aktualisiert und ergänzt. Es ist weiterhin die einzige umfassende anwendungsorientierte und gleichzeitig theoretisch fundierte Gesamtdarstellung der Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung in deutscher Sprache.

Dem Buch ist eine CD-ROM von Dipl.-Kfm. Friedhelm Dietz beigelegt, die es ermöglicht, Unternehmensbewertungen am PC gemäß dem Berechnungsbeispiel in Abschnitt D vorzunehmen.

Meiner Frau Ingrid, Herrn Dipl.-Kfm. Friedhelm Dietz und meinem Sohn Dipl.-Kfm. Matthias Born danke ich für die kritische Durchsicht der 2. Auflage.

Leverkusen, im August 2003

Vorwort zur ersten Auflage

Der Verfasser erstellt seit 25 Jahren Unternehmensbewertungen. Der Beginn seiner Tätigkeit fiel in die Zeit des Höhepunktes der kontroversen und verwirrenden Diskussion zwischen Theorie und Praxis. Die in der Praxis bekannten Unternehmensbewertungen hatten zu dieser Zeit wenig gemeinsam mit der wissenschaftlichen Literatur. Deutschsprachige Literatur, die eine praktische Anleitung gewesen wäre und gleichzeitig den neuesten wissenschaftlichen Erkenntnissen entsprochen hätte, gab es nicht.

Wenn der Verfasser heute zuweilen gefragt wird, welches theoretisch fundierte Buch über Unternehmensbewertung, das auch für die Praxis eine Hilfe wäre, er empfehlen könne, kann er selbst in Anbetracht des sehr umfangreichen Literaturverzeichnis immer noch keine eindeutige Antwort geben. Die jahrzehntelang in Deutschland kontrovers geführte Diskussion über das Thema Unternehmensbewertung hat immer noch zur Folge, daß es seiner Ansicht nach kein einzelnes empfehlenswertes Werk gibt, das die gewünschten Voraussetzungen erfüllt. Es bleibt nichts anderes übrig, als auf mehrere Aufsätze und Bücher, darunter mindestens ein amerikanisches, hinzuweisen und zu empfehlen, sich daraus eine eigene Meinung zu bilden. Der Verfasser glaubt, nach Erscheinen dieses Buches auf solche Fragen die gewünschte Antwort geben zu können.

Das Buch wendet sich an

1. Mergers & Acquisitions-Berater (Investment-Banken), Unternehmensmakler, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, leitende Mitarbeiter in den Unternehmen, die in der Praxis aus unterschiedlichen Gründen Unternehmen, Anteile an Unternehmen, Betriebsstätten, strategische Geschäftseinheiten, Produktgruppen oder Marken zu bewerten haben, d.h. Entscheidungen vorbereiten müssen.

Ihnen soll das Buch eine praktische Hilfe sein.

2. Entscheidungsträger, die als Käufer, Verkäufer, Vorstand oder Geschäftsführer über den Kauf/Verkauf von Unternehmen, Anteilen an Unternehmen o.a. oder über strategische Konzepte der einzelnen strategischen Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens zu entscheiden oder als Richter aufgrund vorgelegter Gutachten Urteile zu fällen haben.

Sie sollen durch das Buch besser beurteilen können, ob vorgelegte Unternehmensbewertungen mit der notwendigen Intensität, Sorgfalt und Kompetenz erstellt wurden.

3. Personen, die Entscheidungen anderer zu beurteilen haben (Aufsichtsrat, Miteigentümer) oder die durch Gerichtsurteile oder Vergleichsvorschläge, die auf Unternehmensbewertungen basieren, betroffen sind.

Sie sollen die Angemessenheit des Urteils oder Vergleichsvorschlages besser beurteilen können.

4. Dozenten und Studenten der Betriebswirtschaftslehre, insbesondere mit den Schwerpunkten Unternehmensführung, Unternehmensplanung, Unternehmensfinanzierung und Controlling.

Sie finden in dem Buch das in der Praxis benötigte theoretische Wissen für Unternehmensbewertungen sowie Hinweise auf eine weitere Vertiefung.

5. Leiter von strategischen Geschäftseinheiten, Leiter und Mitarbeiter der strategischen Planung und des Controlling, Unternehmensberater.

Ihnen kann das Buch eine Hilfe bei der Einführung und Umsetzung des Shareholder-Value-Konzeptes bzw. des Wertsteigerungs-Managements im eigenen Unternehmen sein.

Meiner Frau Ingrid, meinem Sohn Dipl.-Kfm. Andreas Born, den Herren Dipl.-Kfm. Friedhelm Dietz und Dr. rer. pol. Dirk Sommer danke ich für die kritische Durchsicht des Manuskriptes und Frau Ingrid Babucke für die geduldige Durchführung der Schreibarbeiten.

Einleitung

Die seriöse deutschsprachige Literatur über die Bewertung von Unternehmen ist größtenteils sehr theoretisch, teilweise kontrovers, und deshalb als unmittelbare Anleitung für die Praxis kaum brauchbar. Sie beschäftigt sich fast nur mit dem Beschreiben von Begriffen, Methoden, Verfahren, Formeln, Funktionen, Grundsätzen, Prinzipien und Einzelproblemen oder besteht aus Aufsatzsammlungen verschiedener Autoren.

Die Praxis der Unternehmensbewertung entspricht oft nicht den betriebswirtschaftlichen Erkenntnissen und den praktischen Bedürfnissen.

Der Grund für diese Situation liegt nicht zuletzt darin, daß in Deutschland Anteile an Unternehmen in der Vergangenheit der Vermögenssteuer unterlagen und dafür sehr schematisch Unternehmensbewertungen angefertigt werden.

Bewertungen von Unternehmen zum Zwecke der Besteuerung können aus Gründen der Praktikabilität (relativ einfache, sichere und schnelle Berechnung, Vermeiden von Einsprüchen) nicht so erstellt werden, wie Bewertungen von Unternehmen, die Grundlage für wirtschaftliche Entscheidungen sein sollen. Bewertungen zum Zwecke der Besteuerung sind in Deutschland vergangenheitsorientiert. Bewertungen, die als Grundlage für wirtschaftliche Entscheidungen dienen sollen, müssen dagegen zukunftsorientiert sein und die individuelle Situation des Unternehmens und seiner Umwelt berücksichtigen.

Bewertungen zum Zwecke der Steuern vom Vermögen wurden in Deutschland von Buchhaltern, Steuerberatern und Wirtschaftsprüfern erstellt. Dieser Personenkreis, insbesondere die Wirtschaftsprüfer, fühlen sich deshalb berufen, auch Unternehmensbewertungen zu erstellen, die als Grundlage für wirtschaftliche Entscheidungen dienen sollen.

Wirtschaftsprüfer sind aufgrund ihrer Tätigkeit stark einzelwert- und vergangenheitsorientiert; ihre Zukunftssicht ist durch das Vorsichtsprinzip geprägt, und Planungen spielen bei ihrer Prüfungstätigkeit nur eine unbedeutende Rolle. Diese Denkweise ist Gift bei der Erstellung von Unternehmensbewertungen, die Grundlage für wirtschaftliche Entscheidungen sein sollen. Nicht zuletzt durch die dominierende Rolle der Wirtschaftsprüfer wurden in Deutschland nach dem Zweiten Weltkrieg Unternehmensbewertungen mit Hilfe von Formeln erstellt, die nur auf substanzwert- und vergangenheitsorientierten Zahlen beruhen.

In der Praxis wurde bei der Anwendung dieser Formeln vielfach übersehen, daß auch nach damaligem Erkenntnisstand nur die zukünftigen Erträge und nicht die vergangenen Erträge und der Substanzwert als wertbestimmend erachtet wurden. Dies geht z.B. eindeutig aus dem Buch von Eugen Schmalenbach: Die Beteiligungsfinanzierung. 8., verbesserte Aufl., Köln und Opladen 1954, sowie noch älterer Literatur hervor.

Bei Schmalenbach heißt es z.B. auf S. 36:

»Für die Bewertung von Unternehmungen müssen wir angesichts der vielen schiefen Vorstellungen in Theorie und Praxis einen an sich selbstverständlichen Grundsatz mit großem Nachdruck betonen:

Es kommt bei dem Werte einer Unternehmung, ebenso wie bei den Werten anderer Sachen, nicht darauf an, was dieser Gegenstand gekostet hat, was er geleistet hat oder was sonst in der Vergangenheit von ihm bekannt ist, sondern lediglich zukünftige Umstände sind für den Wert des Gegenstandes bestimmend. Nur deshalb, weil wir nicht in die Zukunft sehen können und weil wir das für Zukunftsschätzungen nötige Material aus der Vergangenheit gewinnen müssen, hat das Vergangene für unsere Schätzungen Interesse. Man sollte glauben, daß dieser Fundamentalsatz der Bewertungslehre viel zu selbstverständlich sei, als daß er verdiente, ausgesprochen zu werden. Aber man findet in der praktischen Bewertungstechnik Verstöße gegen diese Regel in großer Zahl.«

Der gleiche Text findet sich bereits in der 7., verbesserten Auflage aus dem Jahre 1948 auf der Seite 38 sowie in Auflagen vor dem Zweiten Weltkrieg (z.B. 6. Aufl. 1937).

Vergangenheitserträge und Substanzwert galten bereits damals eindeutig nur als ein Hilfsmittel, um den Wert eines Unternehmens zu bestimmen. Mit zunehmend kürzeren Produktlebenszyklen, weltweiter Konkurrenz, aktivem Marketing und langfristiger strategischer Planung ist die Wertfindung auf Basis von Vergangenheitserträgen und Substanzwert heute erst recht falsch.

Die gedankenlose Anwendung von auf Vergangenheitsergebnissen und Substanzwert beruhenden Bewertungsformeln führte dazu, daß sich Wissenschaftler, insbesondere Busse von Colbe (1957), Sieben (1963), Münstermann (1966), Jaensch (1966) und v. Wahl (1966), dieser Themen annahmen und darlegten, daß nicht die Vergangenheitsergebnisse und der Wert der Substanz, sondern die in der Zukunft aus dem Unternehmen zu erzielenden Nettoausschüttungen den Wert eines Unternehmens bestimmen. In diesem Zusammenhang muß auch das Werk von Engels (1962) erwähnt werden. Leider war diese Literatur sehr theoretisch und kaum eine unmittelbare Hilfe für die Praxis. Die Erkenntnisse dieser Wissenschaftler waren – wie ein genauer Vergleich mit der oben erwähnten älteren deutschen Literatur und älteren amerikanischen Literatur (Williams, John Burr, 1938) zeigt – zu einem großen Teil auch nicht besonders neu; sie wurden in der Praxis nur meistens verdrängt. Neu war im wesentlichen nur die klare Herausstellung, daß die zukünftigen Erträge nicht immer voll ausschüttungsfähig sind, und deshalb mit den zukünftigen Nettoeinnahmeüberschüssen nicht voll identisch sein müssen.

Im Gegenzug veröffentlichte der Hauptfachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer 1983 nach einer Diskussion des Entwurfs einer Verlautbarung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (AKU) von 1980 die Stellungnahme: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (St/HFA 2/1983). Bemerkenswert für das Thema Unternehmensbewertung ist noch der Satz im Vorwort des Wirtschaftsprüfer-Handbuchs 1992, Band II, Seite VI: *»Die Übereinstimmung von Wissenschaft und Praxis, insb. bezüglich des Ertragswertverfahrens, ist weitgehend erreicht«*. Offenbar konnte man sich in der Praxis, zumindest in der Praxis der Wirtschaftsprüfer, immer noch nicht ganz mit klaren wissenschaftlichen Erkenntnissen anfreunden und sie

in die Tat umsetzen. Bis heute tut sich das Institut der Wirtschaftsprüfer schwer, sich klar für wissenschaftliche Erkenntnisse in der Unternehmensbewertung auszusprechen, wie es der IDW Standard (IDW S 1) vom 28.6.2000 zeigt (siehe C. IX.).

Kennzeichnend für das Thema Unternehmensbewertung in der deutschsprachigen Literatur ist bis heute, daß das Wort Unternehmensanalyse in fast allen Literaturbeiträgen fehlt oder bestenfalls nur nebenher erwähnt wird, obwohl die Analyse des zu bewertenden Unternehmens und seiner Umwelt die wichtigste Voraussetzung für eine Unternehmensbewertung ist. Ebenfalls vergeblich sucht man in der deutschsprachigen Literatur auch eine ausführliche Behandlung des Punktes, der den Wert eines Unternehmens in erster Linie bestimmt, nämlich die Fähigkeit des Unternehmens, in der Zukunft nachhaltige Produkte zu kostenüberdeckenden Preisen herstellen und im Markt kundengerecht vertreiben zu können.

Die Kritik an der deutschen Literatur über Unternehmensbewertung hat Bretzke (Bretzke, Wolf-Rüdiger: Unternehmensbewertung in dynamischen Märkten. In: BFuP, 1993, S. 39-45) in folgendem Satz gut wiedergegeben:

»Mit der über lange Jahre zu beobachtenden, fast ausschließlichen Beschäftigung mit Fragen der Logik und Struktur des Bewertungskalküls wurde unterstellt, daß das eigentliche Problem der Bewertung nicht in der Qualität der zu verarbeitenden Informationen, sondern in den Regeln der Informationsverarbeitung besteht. Solange sie auf diese implizite methodische Prämisse fixiert war, hat auch die neue, ›subjektive‹ Unternehmungsbewertungslehre in einem erheblichen Umfang an den tatsächlichen Problemen der Praxis vorbei gedacht.«

Aufgrund der Globalisierung fand zwar in den letzten 10-20 Jahren die theoretisch richtige DCF-Methode immer mehr in Deutschland durch amerikanische Investmentbanken Eingang, die Analyse der zu bewertenden Unternehmen kommt aber bei den auf einen schnellen provisionspflichtigen Kaufabschluß drängenden Investmentbanken in der Regel viel zu kurz.

Abschließend sei festgestellt, was das Wesentliche einer Unternehmensbewertung für wirtschaftliche Entscheidungen ist:

Eine Unternehmensbewertung bedeutet nicht, einige oder viele Zahlen nach einer Formel zu einem Wert zu verarbeiten. Ein Unternehmen bewerten heißt in erster Linie, ein Unternehmen und seine Umwelt eingehend zu analysieren und darauf aufbauend mit Hilfe von wissenschaftlichen Erkenntnissen, breiten wirtschaftlichen Kenntnissen, Urteilskraft und Erfahrung Aussagen über die voraussichtliche Entwicklung des Unternehmens zu machen und unter Darlegung der Risiken und Chancen in einem Wert zu bündeln. Unternehmensbewertung ist somit wie Unternehmensführung mehr Kunst als Wissenschaft.

Eine Unternehmensbewertung sollte niemals ein gedankenloses und schematisches Verarbeiten von vorgelegten Daten der Vergangenheit und von Planungsrechnungen sein. Sie sollte auch nicht nur auf der Analyse, den Kenntnissen, den Erfahrungen und dem Urteil einer einzelnen Person beruhen, sondern sollte eine Teamarbeit mit Fachleuten aus den verschiedenen Unternehmensbereichen, insbesondere des Marketing, der Produktion und der Forschung und Entwicklung sein. Die Kunst des Unternehmensbewerter, der

die Federführung in diesem Team hat und der die Gesamtverantwortung für die Unternehmensbewertung trägt, besteht darin, die Analysen, das Wissen, die Erfahrungen, Meinungen und Urteile der Teammitglieder und weiterer Fachleute im Hinblick auf die Unternehmensbewertung kompetent würdigen zu können und aufgrund der Diskussion aller Fakten, Analysen, Meinungen und Urteile zu Aussagen über die voraussichtliche Entwicklung des Unternehmens und zu einer Wertfindung zu kommen, die alle Beteiligten überzeugt, ohne zu sehr einseitige Sichtweisen sowie Vorurteile und Wunschvorstellungen einzelner Personen in die Unternehmensbewertung einfließen zu lassen.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur zweiten Auflage	V
Vorwort zur ersten Auflage	VI
Einleitung	VIII

A. Allgemeines

I. Anlässe für eine Unternehmensbewertung und Zweck einer Unternehmensbewertung	1
1. Bewertung eines Unternehmens aus konkretem Anlaß	1
2. Bewertung des eigenen Unternehmens oder strategischer Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens	2
a) Bewertung strategischer Konzepte	3
b) Bewertung der Synergieeffekte im eigenen Unternehmen beim Kauf eines Unternehmens	4
c) sonstige Gründe	4
3. In diesem Buch behandelte Anlässe	4
4. Zweck einer Unternehmensbewertung	5
II. Wert und Preis	5
1. Wert	5
2. Unternehmenswert	6
3. Wertfindung	6
4. Preis	7
III. Wertkategorien	8
1. Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt) – Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode)	8
2. Substanzwert	11
3. Marktwert	15
IV. Objektiver, objektivierter und subjektiver Wert	17
1. Objektiver Wert	17
2. Objektivierter Wert	18
3. Subjektiver Wert	19
4. Kritik an den Wertbegriffen objektiv, objektiviert und subjektiv	20

V.	Strategischer Unternehmenswert, strategischer Zuschlag und Goodwill (Geschäfts- oder Firmenwert)	20
1.	Strategischer Unternehmenswert und strategischer Zuschlag	20
2.	Objektivierter Wert (Stand-alone-Wert), Marktwert und strategischer Zuschlag	21
3.	Goodwill (Geschäfts- oder Firmenwert)	21
VI.	Die funktionale Unternehmensbewertung	22
1.	Beratungsfunktion	22
2.	Vermittlungsfunktion	23
3.	Argumentationsfunktion	24
4.	Nebenfunktionen	24
5.	Kritik an der funktionalen Unternehmensbewertung	25
VII.	Kombinationsverfahren (Kombinierte Erfolgs- und Substanzbewertung)	26
1.	Mittelwertverfahren	26
2.	Modifiziertes Mittelwertverfahren	28
3.	Verfahren der Übergewinnabgeltung oder Übergewinnverrentung	28
4.	»Stuttgarter Verfahren«	30
5.	Verfahren Schnettler	30
6.	Weitere Bewertungsverfahren	30
7.	Ertragswertmethode auf Basis der Vergangenheitserträge	31
8.	Schlußbemerkungen zu den Kombinationsverfahren	31
VIII.	Earn-out-Methode (verzögerte Kaufpreisbestimmung)	32
IX.	Geschichte der Unternehmensbewertung	33

B. Analyse des Unternehmens und seiner Umwelt

I.	Allgemeines	47
1.	Sammlung von Informationen und Daten	48
2.	Geschichtliche Entwicklung des Unternehmens	49
3.	Anteilseigner des Unternehmens	49
II.	Analysen	50
1.	Analyse der politischen, gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und technischen Entwicklung	50
2.	Analyse des Absatzmarktes	51
3.	Analyse der Konkurrenz	52
4.	Analyse des Verkaufssortiments und der angebotenen Dienstleistungen	54
5.	Analyse der Verkaufsorganisation, Absatzwege, Absatzgebiete, Kundenstruktur und Werbung	55

6.	Analyse der Produktion	56
7.	Analyse der Forschung und Entwicklung	56
8.	Analyse der Beschaffung und Logistik	57
9.	Analyse der Ver- und Entsorgung sowie des Umweltschutzes	57
10.	Analyse des Personals	58
11.	Analyse des Managements, der Führungsstruktur und der Strategien	59
12.	Analyse der Ergebnisrechnungen der Vergangenheit	59
13.	Analyse der Finanzlage	61
14.	Analyse der rechtlichen Verhältnisse	62
15.	Analyse der steuerlichen Verhältnisse	63
16.	Sonstige Analyseergebnisse	63
III.	Auswertung der Analysen	63
1.	Stärken-/Schwächen-Analyse (Ressourcenanalyse)	63
a)	Allgemeines	63
b)	Einzelheiten	65
2.	Synergiemöglichkeiten	67
IV.	Due Diligence	68
1.	Allgemeines	68
2.	Einzelheiten	71

C. Bewertung des Unternehmens

I.	Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt) – Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode)	75
1.	Allgemeines	75
a)	WACC-Ansatz	76
b)	APV-Ansatz	78
c)	Beurteilung und Vergleich der beiden Ansätze	79
2.	Prognose der Entwicklung des relevanten Marktes	80
a)	Allgemeines	81
b)	Regressionsanalyse	81
e)	Analogieverfahren	81
d)	Expertenbefragung	81
e)	Szenario-Analyse	82
f)	Entscheidungsbaumverfahren	85
g)	Schlußbemerkungen	85
3.	Umsatz-, Kosten- und Investitionsplanung	86
a)	Umsatzplanung	87
b)	Kostenplanung	88
	Exkurs: Erfahrungskurven-Effekt	89
c)	Plausibilitätsprüfung von Umsatz- und Kostenplanungen	91

d)	Investitionsplanung	93
4.	Ermittlung des Cash-flows	95
a)	Cash-flow des Planungszeitraums	95
aa)	Betriebsergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern	97
ab)	Ertragsteuern	97
ac)	Betriebsergebnis vor Zinsen und nach Ertragsteuern	98
ad)	Abschreibungen	98
ae)	Investitionen	99
af)	Veränderung Nettoumlaufvermögen	99
ag)	Veränderung sonstige Rückstellungen	100
ah)	Veränderung Rückstellungen für Pensionsverpflichtungen	100
ai)	Veränderung Steuerrückstellungen	101
aj)	Veränderung sonstiges Vermögen/sonstige Verbindlichkeiten	101
ak)	sonstiger Cash-flow	102
al)	Körperschaftsteuer auf nicht ausgeschüttete Gewinne	102
am)	Steuervorteil durch Halbeinkünfteverfahren	102
b)	Ermittlung des Endwertes	103
ba)	Allgemeines	103
bb)	Annahmen für die Ermittlung des Endwertes	103
bc)	Ermittlung des Endwertes auf Basis des Cash-flows	104
bd)	Ermittlung des Endwertes auf anderer Basis	106
5.	Kapitalisierungszinsfuß	109
a)	Kapitalkosten	109
b)	Fremdkapitalkosten	111
c)	Eigenkapitalkosten	111
Exkurs:	Varianz, Standardabweichung, Kovarianz	115
d)	Marktrenditen und β -Faktoren in der Vergangenheit	117
e)	Kapitalstruktur und β -Faktor	120
f)	Ermittlung individueller Risikoprämien auf Basis des β -Faktors, der höheren Rendite bei kleinen Unternehmen, des unternehmens- spezifischen Geschäftsrisikos und der möglichen Ertragsbandbreite	125
fa)	CAPM und β -Faktor	125
fb)	Modifiziertes CAPM (MCAPM) wegen höherer Rendite bei kleinen Unternehmen	126
fc)	Modifiziertes CAPM (MCAPM) wegen eines unternehmens- spezifischen Geschäftsrisikos (unsystematisches Risiko)	126
fd)	mögliche Ertragsbandbreite	127
fe)	individuelle Risikoprämie	129
6.	Gesamtwert des Unternehmens	131
7.	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	131
8.	Fremdkapital	131
9.	Wert des Unternehmens = Wert des Eigenkapitals	132
Exkurs:	Ertragsteuern auf den Veräußerungsgewinn	132
10.	Erwartungswert 133	
11.	Realoptionsansatz	134
a)	Finanzoptionen	135

b)	Realoptionen	136
c)	Kritik an der Anwendung des Realoptionsansatzes bei der Unternehmensbewertung	137
II.	Substanzwert	139
1.	Allgemeines	139
2.	Reproduktionswerte der einzelnen Posten des Substanzwertes	140
a)	Grundstücke	140
b)	Gebäude	141
c)	technische Anlagen und Maschinen	144
d)	sonstige Gegenstände des Sachanlagevermögens	146
e)	immaterielle Vermögensgegenstände	147
f)	Anteile an verbundenen Unternehmen	149
g)	Wertpapiere des Anlagevermögens	149
h)	langfristige Forderungen	149
i)	Vorräte	149
j)	andere Gegenstände des Umlaufvermögens einschließlich Rechnungsabgrenzungsposten	150
k)	Bilanzverlust	151
l)	Sonderposten mit Rücklageanteil	151
m)	Rückstellungen	151
n)	Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	151
o)	Rückstellungen für latente Steuerschulden auf stille Reserven	153
p)	Verbindlichkeiten	154
3.	Liquidationswert (Veräußerungswert der Substanz)	154
III.	Marktwert	155
1.	Ermittlung durch Verhältniskennzahlen (Multiplikatoren)	155
2.	Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen	158
3.	Berücksichtigung des Wachstums	162
4.	Immobilitätsabschlag	163
5.	Paketzuschlag	164
6.	Schwierigkeiten bei der Ermittlung eines Marktwertes in Deutschland	164
7.	Kritik an der Bewertung mit Verhältniskennzahlen (Multiplikatoren)	165
IV.	Bewertung von Unternehmensanteilen	165
V.	Leveraged Buy-out (LBO) und Management Buy-out (MBO)	166
VI.	Bewertung ausländischer Unternehmen	167
VII.	Unternehmensbewertung in Ländern mit hochentwickelten Aktienmärkten, insbesondere in den USA	168

VIII.	Unternehmensbewertung in sogenannten besonderen Fällen (z.B. junge Unternehmen, ertragsschwache Unternehmen, kleine Unternehmen, Freiberuflerpraxen, Konzernunternehmen) . . .	171
1.	Allgemeines	171
2.	Junge Unternehmen und ertragsschwache Unternehmen	171
3.	Kleine Unternehmen	172
4.	Freiberuflerpraxen	173
5.	Konzernunternehmen	173
IX.	Kommentar zum IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) vom 28.6.2000	174
X.	Überleitung von der Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode) zur Ertragswertmethode	176
1.	Allgemeines	176
2.	Empirische Untersuchungen über angewendete Bewertungsverfahren in der Praxis	177
3.	Erläuterung der Überleitung	178
4.	Zusammenfassung	179
D. Berechnungsbeispiel einer Unternehmensbewertung		
I.	Allgemeines	181
II.	Ergebnisrechnungen, Bilanzen und Kapitalflußrechnungen der Vergangenheit	181
1.	Ergebnisrechnungen 1998 – 2002	182
2.	Bilanzen der Jahre 1998 - 2002	183
3.	Kapitalflußrechnungen der Jahre 1998 - 2002	184
III.	Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes	185
IV.	Ermittlung des Wertes des Unternehmens auf Basis des Cash-flows	186
1.	Ergebnisplanung 2003 - 2012	187
2.	Cash-flow-Planung 2003 - 2012 und Ermittlung des notwendigen Nettoumlaufvermögens	188
3.	Ermittlung des Unternehmenswertes	189
V.	Kontrollrechnung	190
1.	Berechnung des Unterschiedes zwischen dem Gesamtvermögen laut Bilanz und dem Gesamtwert	191
2.	Planbilanzen der Jahre 2003-2012	194
3.	Darstellung der zu zahlenden Zinsen und der Ergebnisse vor und nach Ertragsteuern 2003 – 2013	196

4.	Cash-flow-Rechnung der Jahre 2003 – 2012 mit Darstellung der Vermögens- und Fremdkapitalveränderungen	197
5.	Kontrollrechnung (Vergleich Wert nach der DCF-Methode mit Wert nach der Ertragswertmethode)	198
6.	Überleitung der Nettoausschüttungen an Eigenkapitalgeber zur Cash-flow-Planung	199
7.	Erläuterung der Finanzierung und der Konsolidierung	200
VI.	Unternehmenswerte bei unterschiedlichen Kapitalisierungszinsfüßen bzw. Kapitalisierungszinsfüße bei unterschiedlichen Kaufpreisforderungen oder Kaufpreisangeboten	202
VII.	Berechnung der Synergien	203
VIII.	Berechnung der Auswirkungen des Unternehmenskaufs auf die Finanzlage des Käuferunternehmens	204
IX.	Marktwerte und Verhältniskennzahlen vergleichbarer Unternehmen	204

E. Bewertung strategischer Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens

I.	Allgemeines	207
II.	Nachteile üblicher Verfahren zur Beurteilung und Renditemessung strategischer Konzepte	208
1.	Bewertung verschiedener strategischer Konzepte des eigenen Unternehmens	208
2.	Renditemessung	209
a)	Rendite auf Basis interner Zinsfuß	210
b)	Rendite auf Basis Return on Investment (ROI)	210
III.	Shareholder-Value-Konzept oder Wertsteigerungs-Management	213
IV.	Ziel der Bewertung und Renditemessung der strategischen Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens auf Basis des Discounted cash-flows	215
V.	Shareholder Value und Leistungsbewertung von Führungskräften	216
	Anhang	217
	Abkürzungsverzeichnis	309
	Literaturverzeichnis	311
	Namensverzeichnis	321
	Stichwortverzeichnis	323

A. Allgemeines

I. Anlässe für eine Unternehmensbewertung und Zweck einer Unternehmensbewertung

Bevor Einzelheiten über Begriffe, Wertkategorien, Funktionen und Verfahren der Unternehmensbewertung dargelegt werden, ist es angebracht, die Anlässe für eine Unternehmensbewertung systematisch zusammenzustellen, da eine zweckgerechte Unternehmensbewertung durch den Anlaß der Unternehmensbewertung bestimmt wird.

1. Bewertung eines Unternehmens aus konkretem Anlaß

Grundsätzlich kann man unterscheiden zwischen entscheidungsabhängigen und entscheidungsunabhängigen Bewertungsanlässen.

Bei *entscheidungsabhängigen* Anlässen ist eine Änderung der Eigentumsverhältnisse beabsichtigt. Die entscheidungsabhängigen Anlässe werden in der deutschen Literatur unterteilt in

1. Anlässe, bei denen keine der Parteien die Änderung der Eigentumsverhältnisse gegen den Willen der anderen Partei durchsetzen kann. Es handelt sich im wesentlichen um
 - Kauf oder Verkauf von Unternehmen, Betriebsstätten, Geschäftsbereichen, Produktgruppen, Marken oder Anteilen an Unternehmen,
 - freiwillige Fusionen, Entflechtung von Unternehmen,
 - Eintritt eines Gesellschafters in ein bestehendes Unternehmen.

In der Literatur (Matschke, Manfred Jürgen: Funktionale Unternehmensbewertung, Band II, Der Arbitriumwert der Unternehmung. Wiesbaden 1979, S. 31) werden diese Fälle – wenn keine der Parteien eine Veränderung der Eigentumsverhältnisse des zu bewertenden Unternehmens allein, das heißt ohne Mitwirkung und gegen den erklärten Willen der anderen Partei durchsetzen kann – auch nicht beherrschte oder nicht dominierte Konfliktsituationen genannt.

2. Anlässe, bei denen eine der Parteien die Änderung der Eigentumsverhältnisse gegen den Willen der anderen Partei durchsetzen kann. Darunter fallen z.B.
 - Ausscheiden eines Gesellschafters einer Personengesellschaft durch Kündigung,
 - Ausschließen eines »lästigen« Gesellschafters einer Personengesellschaft,
 - Ermittlung der Ausgleichszahlung bei Abschluß eines Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrages oder Eingliederung,
 - Abfindung von Minderheitsgesellschaftern bei übertragender Umwandlung,
 - Enteignungen,

- zwangsweiser Ausschluß von Minderheitsaktionären aus einer Aktiengesellschaft gegen eine angemessene Barabfindung, sofern den Mehrheitsaktionären mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (»Squeeze-out«).

Diese Fälle, d.h. wenn eine Partei eine Veränderung der Eigentumsverhältnisse des zu bewertenden Unternehmens gegen den erklärten Willen der anderen Partei erzwingen kann, werden von Matschke beherrschte oder dominierte Konfliktsituationen genannt.

Die Aufteilung der entscheidungsabhängigen Anlässe in nicht beherrschte und beherrschte Konfliktsituationen ist jedoch nicht vollkommen. So gehören die oben nicht erwähnten Anlässe, wie

- erstmalige Börseneinführung von Aktien und
- Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern,

nur bedingt zu den nicht beherrschten Konfliktsituationen, da sie mit einem Kauf von Anteilen nicht vollkommen gleichzusetzen sind, und

- die Beendigung des gesetzlichen Güterstandes der Zugewinnngemeinschaft durch Ehescheidung,
 - Erbauseinandersetzungen und
 - Ausscheiden eines Gesellschafters einer Personengesellschaft durch Tod oder Konkurs
- nur mit gewissen Einschränkungen zu den beherrschten Konfliktsituationen.

Bei *entscheidungsunabhängigen* Anlässen ist keine Änderung der Eigentumsverhältnisse beabsichtigt.

Hierzu zählen Bewertungen

- für Goodwill-Impairment-Tests nach IAS/IFRS und US-GAAP,
- zum Zwecke der Besteuerung des Vermögens,
- zur Ermittlung der Beleihungsgrenze bei Kreditwürdigkeitsprüfungen,
- bei Sanierungen.

2. Bewertung des eigenen Unternehmens oder strategischer Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens

Außer den in Abschnitt A. I. 1 genannten konkreten Bewertungsanlässen kann es zweckmäßig oder notwendig sein, das eigene Unternehmen oder strategische Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens zu bewerten. Eine solche Bewertung soll ebenfalls als Entscheidungsgrundlage dienen, ohne daß damit eine Änderung von Eigentumsverhältnissen verbunden sein muß.

Anlässe für die Bewertung des eigenen Unternehmens oder strategischer Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens können z.B. sein:

- Vergleich verschiedener strategischer Konzepte mit dem jetzigen Konzept,
- Ermittlung des Wertes der Synergieeffekte im eigenen Unternehmen beim Kauf eines Unternehmens,

- beabsichtigte Gründung eines Joint-venture,
- Leistungsbewertung von Führungskräften.

a) Bewertung strategischer Konzepte

Über alternative strategische Konzepte kann man nur dann richtig entschieden werden, wenn diese Konzepte auch quantifiziert werden. **Dies erfordert für jedes Strategiekonzept eine Unternehmensbewertung.**

Unternehmen bestehen in der Regel aus verschiedenen strategischen Geschäftseinheiten. Eine strategische Geschäftseinheit ist kurzgefaßt ein unternehmerischer Aktivitätsbereich (Produkt/Markt-Kombination), für den eine eigene Strategie möglich ist oder ausführlich gesagt »... eine Gesamtheit von Produkt/Markt-Kombinationen, Produktlinien usw., die gemeinsam eine Funktion erfüllen, die sich klar von der anderer Produkt/Markt-Kombinationen abhebt; sie kann mit einem Unternehmungs- oder Geschäftsbereich, einem funktionsorientierten System von Produkt/Markt-Kombinationen usw. übereinstimmen, in dem die Unternehmung Wettbewerbsvorteile erzielen und ausnutzen kann, sie wird ohne Rücksicht auf bestehende Organisationseinheiten auf der Basis von Unterschieden zu den Konkurrenten definiert mit dem Ziel, die relative Gewinnspanne zu optimieren...« (Hinterhuber, Hans H.: Strategische Unternehmensführung, II. Strategisches Handeln, 4., völlig Neubearb. Aufl., Berlin, New York 1989, S.107)

Rappaport definiert eine strategische Geschäftseinheit im Hinblick auf den Shareholder Value wie folgt: »Eine strategische Geschäftseinheit (SGE) ist definiert als die kleinste organisatorische Einheit, für die eine integrierte strategische Planung – in Verbindung mit einem bestimmten Produkt für einen genau definierten Markt – sinnvoll und möglich ist. Eine Strategie für eine SGE kann demzufolge als eine Ansammlung Produkt/Markt-bezogener Investitionen betrachtet werden, und das Unternehmen kann als ein Portfolio von Investitionen auslösenden Strategien gesehen werden. Indem man die zukünftigen Cash-flows schätzt, die mit einer Strategie einhergehen, kann der ökonomische Wert alternativer Strategien für die Anteilseigner auf Geschäfts- und Unternehmensebene angegeben werden.« Weiter heißt es: »Geschäftsstrategien sollten nach Maßgabe der ökonomischen Renditen beurteilt werden, die sie für die Anteilseigner schaffen und die im Falle einer börsengehandelten Kapitalgesellschaft mittels Dividendenzahlungen und Kurswertsteigerungen der Aktien gemessen werden. Wenn das Management Strategiealternativen beurteilt, dann sind jene Strategien, die dem Unternehmen den größten nachhaltigen Wettbewerbsvorteil verschaffen, auch diejenigen, die den höchsten Shareholder Value schaffen. Im ›Shareholder-Value-Ansatz‹ bestimmt sich der ökonomische Wert einer Investition (z.B. Aktien eines Unternehmens, Strategien, Zusammenschlüssen und Akquisitionen, Investitionen) dadurch, daß die zukünftig erwarteten Cash-flows mittels eines Kapitalkostensatzes diskontiert werden. Diese Cash-flows wiederum bilden die Grundlage für die Eigentümerrendite aus Dividenden und steigenden Kurswerten« (Rappaport, Alfred: Shareholder Value, Stuttgart 1995, S. 2-3 und S. 12).

Die einzelnen strategischen Geschäftseinheiten erfordern meistens unterschiedliche strategische Konzepte. Wegen der Größe, der unterschiedlichen Entwicklung und der unterschiedlichen strategischen Konzepte müssen die einzelnen strategischen Geschäftseinheiten getrennt bewertet und ggf. zu einer Unternehmensbewertung zusammengefaßt werden.

b) Bewertung der Synergieeffekte im eigenen Unternehmen beim Kauf eines Unternehmens

Die Erarbeitung verschiedener strategischer Konzepte kann zu dem Ergebnis führen, daß es zweckmäßig ist, andere Unternehmen, Teile von anderen Unternehmen, fremde Produktgruppen/Produkte oder Marken zu erwerben. Erst nach der Analyse und Bewertung der eigenen strategischen Geschäftseinheiten sollten geeignete Kandidaten systematisch gesucht und ausgewählt werden.

Die Preisobergrenze für das zu bewertende Unternehmen schließt die Synergieeffekte im eigenen Unternehmen ein.

Nach Vorliegen eines Verkaufsprospektes (Memorandum) ermöglicht die rechtzeitige Bewertung der eigenen strategischen Geschäftseinheiten im Zusammenhang mit einer vorläufigen Bewertung des Akquisitionskandidaten aufgrund öffentlich zugänglicher Quellen und eigener Recherchen (z.B. Konkurrenzanalyse), gezielt weitere Fragen an den Verkäufer zu stellen und schnell und zuverlässig die Preisobergrenze für das zu bewertende Unternehmen einschließlich der Synergieeffekte bei beiden Unternehmen zu ermitteln.

c) sonstige Gründe

Die Bewertung der einzelnen strategischen Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens kann außerdem

- eine schnelle Reaktion auf eventuelle Übernahmeangebote ermöglichen,
- Hinweise auf die geeignete Form der Bezahlung eines erworbenen Unternehmens (Barkauf oder Aktientausch) geben und
- die Grundlage für ein Investitionscontrolling bilden.

3. In diesem Buch behandelte Anlässe

Im vorliegenden Buch werden in erster Linie die entscheidungsabhängigen Anlässe, bei denen *keine der Parteien* die Änderung der Eigentumsverhältnisse *gegen den Willen der anderen Partei* durchsetzen kann (z.B. Kauf oder Verkauf) und die Bewertung des eigenen Unternehmens bzw. der strategischen Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens behandelt. Solche Bewertungen werden meistens durch die an einer Bewertung Interessierten selbst und nicht durch externe Gutachter erstellt.

Die betriebswirtschaftlichen Probleme von entscheidungsabhängigen Anlässen, bei denen *eine der Parteien* die Änderung der Eigentumsverhältnisse *gegen den Willen der anderen Partei* durchsetzen kann (z.B. Ausscheiden oder Ausschließen eines Gesellschafters) sind weitgehend die gleichen. Für zusätzliche rechtliche Probleme bei diesen Bewertungsanlässen wird auf die einschlägige juristische Literatur hingewiesen. Solche Bewertungen erfolgen meistens durch externe Gutachter.

4. Zweck einer Unternehmensbewertung

Grundsätzlich können bei entscheidungsabhängigen Anlässen Unternehmensbewertungen für die zwei folgenden Zwecke ermittelt werden:

1. Ermittlung eines **Entscheidungswertes** zum Zwecke der **Kapitalanlage**

Merkmale dieses Wertes:

- Der Anteilseigner hat keinen oder nur einen unbedeutenden Einfluß auf die Unternehmensführung.
- Der Wert ist für alle Kapitalanleger mehr oder weniger gleich.
- Der Wert wird in der Regel – zumindest war es so in der Vergangenheit – durch Vergleich mit vergleichbaren Unternehmen ermittelt (Marktwert).

2. Ermittlung eines **Entscheidungswertes** zum Zwecke (oder evtl. Aufgabe) einer **unternehmerischen Tätigkeit**

Merkmale dieses Wertes:

- Der Anteilseigner hat einen entscheidenden Einfluß auf die Unternehmensführung.
- Der Wert des Unternehmens wird somit entscheidend durch den Anteilseigner bestimmt und liegt in der Regel über dem Wert, den ein Kapitalanleger dem Unternehmen beimißt.
- Der subjektive Wert ist die Preisobergrenze des Kaufinteressenten bzw. die Preisuntergrenze des Verkäufers.
- Der Unternehmenswert wird durch eine Investitionsrechnung ermittelt (Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen).

II. Wert und Preis

1. Wert

Der Wert eines Objektes, d.h. einer Sache, eines Rechtes oder einer Dienstleistung ergibt sich aus den Eigenschaften, insbesondere aus dem Nutzen, den jemand der Sache (bzw. dem Recht oder der Dienstleistung) beimißt.

Jeder kann einer Sache einen anderen Wert beimessen, d.h. ein Wert ist immer subjektiv. Somit kann es grundsätzlich keinen objektiven Wert geben.

Den Wert einer Sache schätzt man durch Vergleich der Eigenschaften, insbesondere des Nutzens, den man anderen Sachen beimißt.

Der Wert ist somit nicht dasselbe wie der Preis oder die Kosten einer Sache, obwohl es manchmal dasselbe sein kann. So unterscheidet auch der tägliche Sprachgebrauch zwischen Wert und Preis, wie folgende Ausdrucksweisen belegen:

das ist preiswert	=	d.h. der Preis ist niedriger als der Wert, der der Sache beigemessen wird,
das ist zu teuer	=	d.h. der zu zahlende Betrag wäre höher als der der Sache beigemessene Wert,
ein gutes Geschäft gemacht	=	der bezahlte Kaufpreis war geringer als der Wert, der der gekauften Sache beigemessen wird, oder der erhaltene Kaufpreis war höher als der Wert, der der verkauften Sache beigemessen wird.

Wie subjektiv die Schätzung eines Wertes ist, insbesondere wie abhängig die Schätzung eines Wertes von Zeit und Ort ist, geht aus folgendem Satz in Shakespeares »Richard III« V, 4 hervor: »*Ein Pferd! Ein Pferd! mein Königreich für'n Pferd!*«.

Diese kurzen allgemeinen Ausführungen über den Begriff Wert gelten sowohl für wirtschaftliche Werte als auch für nicht wirtschaftliche Werte (z.B. Antiquitäten, Kunstgegenstände und andere Gegenstände, für die es Sammler, jedoch keinen Markt gibt).

2. Unternehmenswert

In diesem Buch geht es um die Ermittlung eines wirtschaftlichen Wertes, nämlich des Wertes von Unternehmen oder Anteilen an Unternehmen sowie des Wertes von Betriebsstätten, Geschäftsbereichen oder Marken.

Der Nutzen und somit der Wert eines Unternehmens besteht aus dem Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen des Unternehmens. Bezüglich eventueller zusätzlicher nicht finanzieller qualitativer Vorteile siehe A. VI. 1, letzter Teil.

Da für die Eigentümer und die Interessenten an einem Unternehmen der Nutzen eines Unternehmens unterschiedlich sein kann (z.B. durch unterschiedliche Möglichkeit der Einflußnahme auf die Geschäftsleitung, Synergieeffekte), können die Eigentümer und die Interessenten an einem Unternehmen dem zu bewertenden Unternehmen unterschiedliche Werte beimessen.

3. Wertfindung

Für die Bewertung einer Sache als auch eines Unternehmens gibt es grundsätzlich drei Ansatzpunkte, nämlich

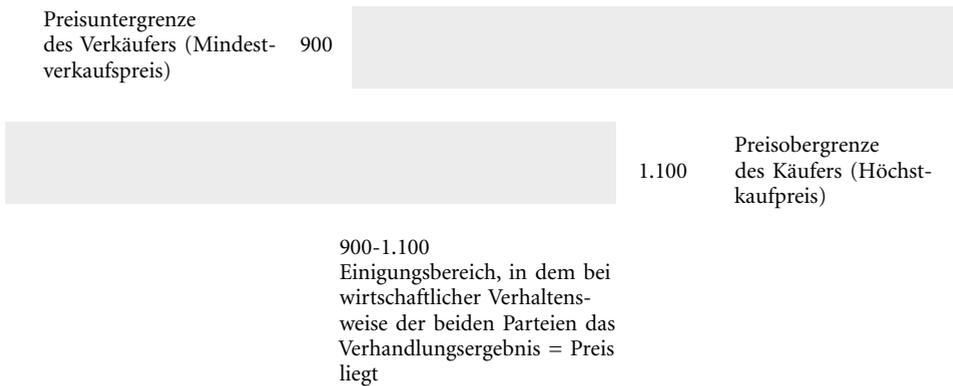
1. Vergleich mit den Eigenschaften, insbesondere des Nutzens, den andere Sachen oder andere Unternehmen bieten (Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen, auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt).
2. Vergleich mit den Kosten, die zur Herstellung oder Errichtung einer vergleichbaren Sache oder eines vergleichbaren Unternehmens entstehen (Substanzwert).
3. Vergleich mit den Preisen, die andere für gleiche oder ähnliche Sachen oder Unternehmen gezahlt haben (Marktwert).

Oben wurde gesagt, daß der Wert nicht dasselbe ist wie der Preis oder die Kosten einer Sache, obwohl sie manchmal dasselbe sein können, und daß der Wert einer Sache durch Vergleich der Eigenschaften, insbesondere des Nutzens, den man einer Sache beimißt, geschätzt wird. Auf den ersten Blick würde dies bedeuten, daß der Substanzwert und der Marktwert für eine Wertfindung nicht infrage kommen. Dies stimmt jedoch nicht immer, denn tatsächlich ist es so, daß in gewissen Fällen der Substanz- oder der Marktwert für eine Wertfindung geeignet sein können. Dies trifft besonders für den Marktwert zu, da der Marktwert von den Nutzenerwartungen der am Markt handelnden Käufer und Verkäufer abgeleitet wird und man unterstellt, daß der Marktwert bei einem Verkauf realisierbar ist und somit den entsprechenden Nutzen bietet.

Die drei Ansatzpunkte, die in der Praxis bei einer Wertfindung genutzt werden, werden weiter unten näher dargestellt, wobei sich die Ausführungen nur noch auf die Wertfindung bei Unternehmen beziehen.

4. Preis

Der Preis eines Unternehmens ist der Geldbetrag, der bei einem Eigentümerwechsel eines Unternehmens tatsächlich bezahlt wird. Er ist das Ergebnis von Verhandlungen. Er muß deshalb nicht und wird meistens auch nicht mit dem subjektiven Wert des Käufers und dem subjektiven Wert des Verkäufers übereinstimmen, zumal Käufer und Verkäufer verschiedene Werte ermittelt haben dürften. Wenn sich beide Parteien wirtschaftlich verhalten haben, müßte der Preis jedoch innerhalb des Grenzpreises (Preisobergrenze) des Käufers und des Grenzpreises (Preisuntergrenze) des Verkäufers liegen.



Die Preisuntergrenze des Verkäufers und die Preisobergrenze des Käufers sind nicht immer starre Größen, da im Laufe der Verhandlungen aufgrund neuer Erkenntnisse die Grenzpreise anders eingeschätzt werden können.

Falls der Käufer das bewertete Unternehmen unter seiner Preisobergrenze kaufen kann, schafft er für seine Anteilseigner einen Wert in Höhe des Unterschiedes zwischen dem Unternehmenswert (Preisobergrenze) und dem Kaufpreis, da sich die Investition Unternehmenskauf gemäß der Planung über den vom Kapitalmarkt geforderten Kapitalkosten

verzinsen wird. Dieser Unterschied wird von Münstermann (S. 152) Betriebsmehrwert und von Rappaport (S. 69 und S. 72) geschaffener **Shareholder Value** oder strategiebedingte Wertsteigerung genannt.

Den Wert schätzt man, den Preis bestimmt der Markt.

III. Wertkategorien

Die Ansatzpunkte der Wertfindung, nämlich

- Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt),
- Substanzwert und
- Marktwert,

werden in der Literatur auch Wertkategorien genannt.

1. Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt) – Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode)

Der Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen – auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt – ist die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge und wird durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewendeten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt.

Der Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen wird oft auch Ertragswert genannt. Dieses Wort Ertragswert ist jedoch nicht eindeutig. Während es als Bezeichnung einer Wertkategorie im Gegensatz zum Substanzwert und Marktwert richtig ist, ist es als Bezeichnung für die Art der Ermittlung des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen mißverständlich und zwar deshalb, weil in Deutschland, insbesondere durch die Wirtschaftsprüfer, immer noch die Ermittlung des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen auf Basis der zukünftigen handelsrechtlichen Erträge (Ertragsüberschußrechnung/Ertragswertverfahren) und nicht auf Basis der erwarteten Zahlungen an die Kapitalgeber erfolgt (siehe C. IX. Kommentar zum IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen vom 28.6.2000).

Das Wort Zukunftserfolgswert wird in der Literatur als Gegensatz zum Substanzwert benutzt, hat sich in der Praxis jedoch nicht durchgesetzt.

In der Praxis wird der Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode) bzw. DCF-Verfahren genannt.

Die Berechnung des Unternehmenswertes in Form des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen stellt eine besondere Form der dynamischen Investitionsrechnung dar. Während bei einer Wirtschaftlichkeitsrechnung der Preis (= Anschaffungs- oder

Herstellungskosten eines Sachanlagegutes) bekannt ist und errechnet werden muß, ob die Anschaffung oder Herstellung des Sachanlagegutes vorteilhaft ist, wird bei einer Unternehmensbewertung der Grenzpreis (Preisuntergrenze des Verkäufers bzw. Preisobergrenze des Käufers), d.h. ein subjektiver Wert und evtl. ein objektivierter Wert für ein Unternehmen oder Anteile an einem Unternehmen, ermittelt.

Im Gegensatz zum Substanzwert werden beim Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen nicht die Werte einzelner Vermögensgegenstände addiert, sondern das Unternehmen wird als eine Bewertungseinheit betrachtet. Bewertungsgrundlage bildet das aus dem Unternehmen in der Zukunft »Herausholbare« und nicht die vergangenen Erträge. Es gilt der alte Kaufmannspruch: »Für das Vergangene gibt der Kaufmann nichts«. Beim Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen sind deshalb die vergangenen Erträge nur ein Indikator unter vielen für die zukünftige Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens.

Gewinne sind nur Zahlen in den Büchern des Unternehmens. Für eine Unternehmensbewertung sind aber nicht Gewinne – nicht die zukünftigen und erst recht nicht die vergangenen – maßgebend, sondern die zukünftigen Ausschüttungen des Unternehmens an die Anteilseigner.

In der Vergangenheit war es allerdings in der Praxis in Deutschland vielfach üblich, aus dem Durchschnitt der bereinigten Gewinne der Vergangenheit, d.h. dem Saldo aus Aufwendungen und Erträgen oder auf Basis zukünftiger Gewinne, wie es der IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) vom 28.6.2000 heute noch erlaubt, das Ertragswertverfahren anzuwenden. Bei diesem Verfahren

- unterstellt man entweder die realitätsfremde Annahme, daß alle Gewinne voll ausgeschüttet und die über die Abschreibungen hinausgehenden Investitionen und eine notwendige Erhöhung des Nettoumlaufvermögens durch Fremdkapital finanziert werden, oder
- muß man eine separate langfristige Finanzbedarfsrechnung, die die Unternehmensbewertung unnötigerweise komplizierter und weniger transparent macht, erstellen, um die Ausschüttungsfähigkeit der Gewinne und eventuell notwendige Kapitalerhöhungen zu ermitteln; außerdem müssen Planbilanzen erstellt werden, um den Zinsaufwand zu berechnen.

In Abschnitt 7.1 des IDW Standards S 1 und im Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2002, 12. Aufl., Band II, S. 3, wird behauptet, daß bei gleichen Bewertungsannahmen bzw. -vereinfachungen das Ertragswertverfahren und das Discounted-cash-flow-Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen. Diese Aussage ist nur bedingt richtig. Einzelheiten dazu siehe Abschnitte C. IX und C. X.

Zunehmend gewinnt in Deutschland – beeinflusst durch die Praxis in den USA – die Diskontierung der individuell geschätzten zukünftigen Nettoausschüttungen des Unternehmens, d.h. des Saldos aus Einnahmen (Gewinnausschüttungen und eventuelle Kapitalrückzahlungen) und Ausgaben (Kapitaleinzahlungen), was **die einzig richtige Art der Unternehmensbewertung ist**, an Bedeutung.

In der Literatur unterscheidet man zwei Arten der Berechnung der zukünftigen Nettoausschüttungen des Unternehmens an die Anteilseigner, nämlich

- das **Bruttoverfahren**, bei dem zunächst der Gesamtwert des Unternehmens (entity value) ermittelt wird, von dem in einem weiteren Schritt der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgesetzt wird, um den Wert des Unternehmens (Wert des Eigenkapitals = equity value) zu erhalten, und
- das **Nettoverfahren**, bei dem direkt der Wert des Unternehmens (Wert des Eigenkapitals = equity value) ermittelt wird.

Das Bruttoverfahren ist – obwohl es zunächst nicht so den Anschein hat – **transparenter, da hierbei die Geschäftstätigkeit und die Finanzierung der Geschäftstätigkeit sauber getrennt werden.** Deshalb werden einzelne Unternehmensteile – und somit zwangsläufig auch Konzerne – nur mit dem Bruttoverfahren bewertet, da eine Aufspaltung des Gesamtwertes in Eigen- und Fremdkapital kaum möglich ist.

Das **Nettoverfahren** scheint auf den ersten Blick, zumindest für buchhalterisch denkende Personen, das einfachere Verfahren zu sein. Es ist aber in den Fällen, in denen sich durch eine Änderung der Kapitalstruktur sowohl der Kapitalisierungsziinsfuß als auch der Zinssatz für das Fremdkapital in der Zukunft laufend verändern müssten bzw. verändern – was die Regel sein dürfte –, **für eine korrekte und zugleich gut verständliche Bewertung ungeeignet.** Für die Bewertung von Banken und Versicherungen ist dagegen das Nettoverfahren geeignet, da bei diesen Unternehmen das Fremdkapital Teil des operativen Geschäftes und nicht nur Teil der Finanzierung ist.

Das oben erwähnte und vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) bevorzugte Ertragswertverfahren zählt ebenfalls zu den Nettoverfahren.

Da das Nettoverfahren für eine korrekte und zugleich gut verständliche Bewertung als ungeeignet angesehen wird und keinen Vorteil gegenüber dem Bruttoverfahren hat, wird im folgenden nur noch das Bruttoverfahren behandelt.

Das **Bruttoverfahren** kann mit dem **Konzept der gewichteten Kapitalkosten** (WACC-Ansatz = weighted average cost of capital) oder mit dem **Konzept des angepassten Barwertes** (APV-Ansatz = adjusted present value) vorgenommen werden. **Die ausführliche Darstellung der Ermittlung des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen auf Basis des WACC-Ansatzes bildet den Kern dieses Buches und ist in Abschnitt C. I. 1a dargestellt.** Der APV-Ansatz wird in Abschnitt C. I. 1b erläutert.

Konzeptionell entspricht somit der Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (Discounted-cash-flow-Methode) der Kapitalwertmethode bei der Beurteilung von Investitionen in Sachanlagen, d.h. man wird sich nur zur Akquisition eines Unternehmens entschließen, wenn der Barwert des zukünftigen Cash-flows höher als der Preis des Unternehmens ist.

Der Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (discounted cash flow) enthält alles, was den Wert eines Unternehmens beeinflusst, und ist einfacher und transparenter darzustellen als eine Bewertung auf Basis erwarteter Gewinne (Ertragswertverfahren), für die eine ergänzende Finanzbedarfsrechnung notwendig ist und eine Korrekturrechnung erforderlich ist, falls die unterstellte Vollausschüttungsannahme nicht zutrifft, was die Regel sein dürfte.

Das Ertragswertverfahren hatte in längst vergangenen Zeiten seine Berechtigung, als man in Ermangelung von brauchbaren mittel- und langfristigen Cash-flow-Planungen versuchen mußte, die Zukunftserfolge aus bereinigten Vergangenheitsergebnissen zu ermitteln. Heute hat das Ertragswertverfahren aber keine Existenzberechtigung mehr.

Auch die oft sehr unterschiedlichen Kurs-/Gewinn-Verhältnisse von börsennotierten Unternehmen zeigen, daß nicht der Saldo aus Aufwendungen und Erträgen, sondern der Saldo aus Einnahmen und Ausgaben (= erwartete Nettoausschüttungen) die richtige Art der Unternehmensbewertung ist. Nur sofern die erwarteten Gewinne weitgehend dem zukünftigen Cash-flow entsprechen, d.h. falls kein Wachstum erwartet wird und die Gewinne voll ausgeschüttet werden können, kommen Unternehmensbewertungen auf Basis von erwartetem Gewinn und erwartetem Cash-flow zu ähnlichen Unternehmenswerten.

Den oben erwähnten Nettoausschüttungen, einschließlich der Synergieeffekte beim bewerteten Unternehmen, wären ggf. noch die durch den Unternehmenskauf erzielbaren positiven Synergieeffekte (evtl. gekürzt um die negativen Synergieeffekte) bei anderen Unternehmen des Investors hinzuzurechnen.

Einbehaltene Gewinne wirken sich bei der Discounted-cash-flow-Methode indirekt auf den Wert aus, indem sie die zukünftigen Ausschüttungsmöglichkeiten des Unternehmens und den bei einem eventuellen Verkauf des Unternehmens erzielbaren Preis erhöhen.

Weitere Informationen zu der in der Vergangenheit üblichen und heute noch nicht ausgestorbenen Art der Wertermittlung auf Basis der bereinigten Gewinne der Vergangenheit sind in Abschnitt A. VII. enthalten.

2. Substanzwert

Unter Substanz können bei einer Unternehmensbewertung die materiellen und immateriellen betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände verstanden werden; die Substanz kann man unter der Annahme der Fortführung (Substanzwert) oder der Liquidation (Liquidationswert) eines Unternehmens bewerten.

Als Substanzwert – teilweise auch Sachwert genannt – bezeichnet man im allgemeinen die Summe der in der Handelsbilanz ausgewiesenen, jedoch zu Wiederbeschaffungskosten des Bewertungsstichtages umgewerteten Aktiva. Zieht man das Fremdkapital davon ab, spricht man von Nettosubstanzwert, anderenfalls von Bruttosubstanzwert.

Der Substanzwert setzt sich somit aus der Summe der Reproduktionswerte (auch Rekonstruktionswerte genannt) der einzelnen Vermögensgegenstände bzw. dem Saldo der Reproduktionswerte der einzelnen Vermögensgegenstände abzüglich des Fremdkapitals zusammen. Wegen des stark bilanzorientierten Denkens der Wirtschaftsprüfer und der Schwierigkeit oder Unmöglichkeit, den Wert der immateriellen Vermögensgegenstände berechnen zu können, werden in der Regel nur die materiellen in der Bilanz ausgewiesenen Vermögensgegenstände erfaßt. Der Substanzwert ist somit meistens nur ein Teil-Rekonstruktionswert.

Bei der Ermittlung des Substanzwertes der Sachanlagen ist von Vermögensgegenständen mit der gleichen Leistungsfähigkeit auszugehen, und die einzelnen Vermögensgegenstände sind nicht mit dem Wiederbeschaffungswert, sondern – um der Abnutzung und der technischen und wirtschaftlichen Wertminderung Rechnung zu tragen – mit dem Wiederbeschaffungswert (Zeitwert) zu bewerten.

Als Substanzwert kann der Betrag angesehen werden, den man ausgeben müßte, um die gleiche Substanz im gleichen Zustand zu erhalten. Der Substanzwert entspricht somit der zukünftigen Ausgabensparnis für die vorhandene Substanz in einem fortzuführenden Unternehmen.

Bewertet man die Substanz nicht unter dem Gesichtspunkt der Fortführung des Unternehmens, d.h. nicht zu Wiederbeschaffungskosten, sondern zum voraussichtlichen Verkaufserlös der einzelnen Vermögensgegenstände, so spricht man nicht vom Substanzwert, sondern vom Liquidationswert.

Der Substanzwert eines Unternehmens ist eine vergangenheitsorientierte Größe und sagt nichts über den zukünftigen Nutzen des Unternehmens aus. Wegen der Schwierigkeit oder Unmöglichkeit, immaterielle Vermögensgegenstände zu bewerten, gibt er noch nicht einmal Auskunft über die Kosten für die Errichtung eines vergleichbaren Unternehmens. Der Substanzwert ist deshalb für die Ermittlung eines Unternehmenswertes nicht brauchbar.

Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kann der Substanzwert manchmal jedoch eine gewisse Hilfsfunktion erfüllen. Die Höhe der materiellen Substanz gibt nämlich Auskunft über die Beleihungsfähigkeit des Vermögens des Unternehmens. Folglich kann die Höhe der materiellen Substanz die Art der Finanzierung und die Höhe der Kapitalkosten des zu bewertenden Unternehmens und somit den Wert des Unternehmens auch bei einer Bewertung auf Basis einer Einnahmen-/Ausgaben-Rechnung (Discounted-cash-flow-Methode) beeinflussen. Hierbei darf man jedoch nicht verkennen, daß die Kreditgeber bei der Ermittlung der Beleihungsfähigkeit mehr auf den Liquidationswert als auf den Substanzwert schielen.

Möglich ist es auch, daß der Substanzwert im Rahmen eines Vertrages oder als Ergebnis von Verhandlungen in reiner Form oder im Rahmen eines Kombinationsverfahrens als Bewertungsmethode vereinbart wird.

Als Orientierungsgröße ist der Substanzwert denkbar, wenn die Ertragskraft des zu bewertenden Unternehmens entscheidend von einem der beiden Vertragspartner beeinflußt wurde und wird (z.B. Kauf oder Verkauf der eigenen Vertretung) oder wenn die Errichtung eines vergleichbaren Unternehmens oder Betriebsstätte eine echte Alternative darstellt.

Der Substanzwert kann auch als Kontrollwert dienlich sein. Zum Beispiel kann ein über dem Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen liegender Substanzwert auf nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder schlechte Strategien des Managements hindeuten. Bei einem erheblich unter dem Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen liegenden Substanzwert ist möglicherweise bei der Planung ein in der Zukunft höherer Wettbewerb nicht angemessen berücksichtigt worden.

Weitere Aufgaben erfüllt der Substanzwert im Rahmen einer Unternehmensbewertung nicht.

Obwohl der Substanzwert als Bewertungsmethode in der Regel abzulehnen ist, hatte er in der Vergangenheit im Rahmen der in Abschnitt A. VII. dargestellten Kombinationsverfahren eine große Bedeutung. Gerichte stützten ihre Entscheidungen oft auf solche Kombinationsverfahren, da ihnen entsprechende Gutachten von Wirtschaftsprüfern vorgelegt wurden.

Nicht zu verwechseln mit der Bewertung der Substanz eines Unternehmens ist die Analyse der Substanz eines Unternehmens. Eine eingehende Analyse der Substanz im Rahmen der Analyse eines Unternehmens ist bei einer Unternehmensbewertung immer unumgänglich.

Eine ausführliche kritische Auseinandersetzung mit den verschiedenen Funktionen, die dem Substanzwert bei der Unternehmensbewertung oft zugeschrieben werden, findet sich bei Sieben, wobei Sieben nachweist, daß der Substanzwert diese Funktionen nicht erfüllt (Sieben, Günter: Der Substanzwert der Unternehmung, Wiesbaden 1963). Sieben bezeichnet den Substanzwert als »vorgeleistete Ausgaben«. Das Kapitel »Wesen, Ermittlung und Funktionen des Substanzwertes als vorgeleistete Ausgaben« des Buches von Sieben ist bei Busse von Colbe, Walther/Coenenberg, Adolf G. (Hrsg): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1992, wiedergegeben. Es ist um den Abschnitt »Der Substanzwert im Sinne vorgeleisteter Ausgaben als Grundlage für die Bestimmung von Preisobergrenzen in den fünf neuen Bundesländern« erweitert worden.

Abschließend sei darauf aufmerksam gemacht, was Eugen Schmalenbach bereits in: Die Beteiligungsfinanzierung, 8., verbesserte Aufl., Köln und Opladen 1954 auf S. 57 u.a. zum Substanzwert sagte:

»Mit der falschen Auffassung, daß es bei einer Bewertung auf die Vergangenheit statt auf die Zukunft oder, was dasselbe ist, auf Kosten statt auf zu erwartende Erfolge ankommt, hängt auch eine vollkommen falsche und dennoch stark verbreitete Ansicht über die Bedeutung des sogenannten ›Sachwertes‹ bei der Bewertung von Unternehmen zusammen.«...

»Wiederum von der falschen Produktionskostenvorstellung stammt es her, daß man glaubt, den Wert einer Unternehmung dadurch finden zu können, daß man den Wert der einzelnen Teile ermittelt und diese addiert. Man glaubt sich in dieser Vorstellung befestigt hauptsächlich deshalb, weil die Bilanz ja auch nichts anderes tut, als Einzelwerte zu einem Ganzen zusammenzufügen.«

Ein fast wortgleicher Text findet sich bereits in der 7., verbesserten Auflage aus dem Jahre 1949 auf den Seiten 58-61.

Dagegen hieß es noch in Viel, Jakob/Bredt, Otto/Renard, Maurice: Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmensanteilen, 5, neu bearbeitete und erweiterte Aufl., Stuttgart 1975 auf S. 75:

»Die Ermittlung des Substanzwertes, auf der in jedem Fall die Unternehmungsbewertung aufbauen muß, ...«

Nur an diesem kurzen Literaturauszug von Viel/Bredt/Renard kann man erahnen, warum in der Vergangenheit die in der Praxis erstellten Bewertungsgutachten theoretisch oft nicht haltbar und somit falsch waren.

Vereinzelt wird in der Literatur heute noch am Substanzwert festgehalten. Ein sehr intensiver Befürworter des Substanzwertes ist Helbling (Helbling, Carl: Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Aufl., Düsseldorf 1998, S. 209):

»Zu Unrecht ist der Substanzwert in den letzten Jahren arg verketzert und in Mißkredit gebracht worden.«

Ebenfalls plädieren Bellinger/Vahl energisch für den Substanzwert (Bellinger, Bernhard/Vahl, Günter: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis. Wiesbaden 1984, S. 265):

»Zu dem Bewährten, das es bei Unternehmensbewertungen zu bewahren gilt, dürfte die Substanzwertrechnung gehören.«

Den Verfasser überzeugen die im einzelnen in der Literatur vorgebrachten **Argumente für den Substanzwert** – mit Ausnahme der Hilfsfunktion »Ermittlung der Beleihungsfähigkeit« und der Orientierungsgröße »Vergleich mit der Errichtung eines vergleichbaren Unternehmens« – **nicht**.

An dieser Stelle ist es angebracht, ein Wort des deutschen Nationalökonomen Friedrich List (1789-1846) zu zitieren:

»Die produktive Kraft, Reichtümer zu schaffen, ist unendlich viel wertvoller als der Reichtum selbst.«

Großzügig ausgelegt könnte man sagen, Friedrich List hat schon in der ersten Hälfte des vorvorigen Jahrhunderts klar erkannt, daß der Ertragswert in Form des Zukunftserfolgswertes (= Reichtümer zu schaffen) unendlich wichtiger ist als der Substanzwert (= der Reichtum selbst).

Unternehmen in den neuen Bundesländern wurden meistens mit dem Substanzwert bewertet, von dem oft erhebliche Abschläge für Sanierungsmaßnahmen gemacht wurden. Dies ist jedoch kein Beweis dafür, daß es richtig ist, bei einer Unternehmensbewertung den Substanzwert zu ermitteln. Es handelte sich nämlich hierbei um die Bewertung nicht funktionsfähiger Unternehmen, da die Unternehmen in den neuen Bundesländern

- sich einer neuen Rechts- und Wirtschaftsordnung anpassen mußten,
- nur unzureichende Management-Kapazitäten hatten,
- den höheren Anforderungen eines freien Marktes an die Produkte meistens zunächst nicht gewachsen waren und
- sich neue Absatzmärkte suchen mußten, da die alten Absatzmärkte dieser Unternehmen zusammengebrochen waren.

Solche nicht funktionsfähigen Unternehmen haben keinen Fortführungswert. Als Ausgangsbasis für ihre Bewertung kann deshalb nur die Substanz = vorgeleistete Ausgaben benutzt werden.

Die Privatisierung der volkseigenen Betriebe durch die Treuhandanstalt ist geradezu ein Paradebeispiel dafür, daß der Substanzwert für eine Unternehmensbewertung nicht maßgebend ist. Nach der Wiedervereinigung war die Treuhandanstalt die größte Holding der Welt mit entsprechender Substanz, und man glaubte, viele Milliarden DM dafür erzielen zu können. Tatsächlich hatte die Treuhandanstalt nach Abschluß der Privatisierung ein