

28 - 41: **Unternehmenswert: Stärken und Schwächen von Verfahren in Verhandlungen**

1. **Problemstellung**
2. **Stärken- /Schwächenanalyse**
3. **Zur ökonomischen Theorie von Verhandlungen**
4. **Gütebeurteilung von Bewertungsverfahren**
5. **Ableitung von Verhandlungsschwerpunkten**
6. **Stärken und Schwächen nutzenorientierter Verfahren**
7. **Stärken und Schwächen sachorientierter Verfahren**
8. **Stärken und Schwächen vergleichsorientierter Verfahren**
9. **Schlussbetrachtung**

I. Problemstellung

Adressaten von Unternehmensbewertungen sollten von der Ergebnishöhe her (quantitativer Aspekt) und von der Begründung des Ergebnisses her (qualitativer Aspekt) überzeugt sein. Dies gilt sowohl für den Bewerter in bezug auf den Beratenen (Beratungsfunktion) als auch für eine neutrale Institution wie Schiedsmann, Richter (Vermittlungsfunktion) und erst recht für den weitaus wichtigsten Fall Kauf/Verkauf eines Unternehmens oder Unternehmensanteils, andernfalls ergeben sich negative Konsequenzen wie Unsicherheit des Beratenen in Bezug auf einen Entscheidungswert, Anrufung des Gerichtes bzw. einer nächsthöheren Instanz bzw. Verhandlungsabbruch *bei den Bewertungsadressaten*.

Bei gegebenem Methodenpluralismus in bezug auf die Begründung des Bewertungsergebnisses führt die Anwendung unterschiedlicher Bewertungsverfahren im Rahmen eines Verhandlungsprozesses zwar regelmäßig zu unterschiedlichen Bewertungsergebnissen, was aber im Falle einer sich ergebenden engen Wertbandbreite exogen ein Anzeichen für die allseits gewünschte besondere Glaubwürdigkeit des Bewertungsergebnisses darstellt.

Die einzelnen Bewertungsverfahren sind u.a. dadurch gekennzeichnet, dass sie Schwächen ganz unterschiedlicher Art aufweisen. Es ist daher bei größeren Bewertungsfällen anzuraten, das Bewertungsergebnis auf die Anwendung mehrerer Verfahren zu stützen. Verhandlungstaktisch erweitert diese Verfahrensweise den Verhandlungsspielraum. Es dürften auch eher Konzessionen möglich sein, ohne gleich das Gesicht zu verlieren.

Da aber jede Partei im Ergebnis nicht die Wahl zwischen mehreren exzellenten Bewertungsverfahren hat, sondern zwischen Verfahren, die stets mit bestimmten Schwächen ausgestaltet sind, steht im Mittelpunkt der Betrachtung die Fragestellung, worin die Schwachstellen - und allenfalls nachrangig

die Stärken - der von der Gegenpartei oder von einer neutralen Institution verwendeten Verfahren liegen und wie diese Schwachstellen argumentativ herauszuarbeiten sind bzw. was dann wiederum aus der Sicht der anderen Partei (bzw. des Bewerter) diesen Argumenten entgegen gehalten werden kann.

II. Stärken- /Schwächenanalyse

Die Schwächen der präsentierten Argumentationswerte und der diesen zugrunde liegenden Verfahren (und nachrangig auch die Stärken der eigenen Argumentationswerte) sind an "Referenzgrößen" abzugleichen (Profiling), die wiederum auf die Akzeptanz durch den/die Bewertungsadressaten, also der Gegenseite oder einer neutralen Institution ausgerichtet sind. Die eigene fachliche Überzeugung der betrachtenden Partei hierzu ist annahmegemäß zweitrangig. Im Zentrum der Überlegung steht somit das Bemühen, evtl. auftretende Akzeptanzwiderstände erst gar nicht entstehen zu lassen oder zumindest abzubauen. Da es vorliegend um die Beurteilung von Argumentationswerten geht, kann sogar eine Redundanz sowie eine Inkonsistenz von Kriterien, die von der betrachtenden Partei im Laufe des Verhandlungsprozesses eingebracht werden, toleriert werden. *Insofern haben auch die nach wie vor in der Praxis verwendeten und vereinzelt auch in der Literatur thematisierten Kombinationsverfahren und Verfahren auf der Grundlage von Übergewinnen (z.B. Residualgewinnmethode) ihre Berechtigung.*

Beispiel für die Stärken-/

Seite 406:

Schwächenbeurteilung des präsentierten Wertes und des/der diesem zugrunde liegenden Verfahren(s) einer Partei dar, das beliebige erweitert bzw. optimierte werden kann.

Verfahren ist theoretisch fundiert	1	2	3	4	5	6	Verfahren ist theoretisch nicht fundiert
Verfahren bildet Marktwert ab	1	2	3	4	5	6	Verfahren bildet Marktwert nicht ab
Verfahren ist eher objektiv/stabil	1	2	3	4	5	6	Verfahren ist eher subjektiv/spekulativ
Verfahren ist in der Branche anerkannt	1	2	3	4	5	6	Verfahren ist in der Branche nicht anerkannt
Die Parameter beruhen auf Marktdaten	1	2	3	4	5	6	Die Parameter beruhen nicht auf Marktdaten
Bewertung durch anerkannten Sachverständigen	1	2	3	4	5	6	Bewertung durch einen nicht anerkannten Sachverständigen
Bewertungsdurchführung ist transparent	1	2	3	4	5	6	Bewertungsdurchführung ist nicht transparent
Wertableitung ist in sich konsistent	1	2	3	4	5	6	Wertableitung ist in sich nicht konsistent
Wertermittlung beruht auf mehreren Verfahren	1	2	3	4	5	6	Wertermittlung beruht nur auf einem einzigen Verfahren
Die Adjustierungsvariablen sind gewichtet	1	2	3	4	5	6	Die Adjustierungsvariablen sind gleich bzw. einseitig gewichtet
Verfahren ist in der Wissenschaft nicht umstritten	1	2	3	4	5	6	Verfahren ist in der Wissenschaft umstritten
Verfahren ist in der Bewertungspraxis nicht umstritten	1	2	3	4	5	6	Verfahren ist in der Bewertungs-praxis umstritten
Verfahren ist in der Judikatur nicht umstritten	1	2	3	4	5	6	Verfahren ist in der Judikatur nicht umstritten
Algorithmus ist allgemeinverständlich	1	2	3	4	5	6	Algorithmus ist nicht ohne weiteres verständlich
Berechnungsmodus ist fehlerlos	1	2	3	4	5	6	Berechnungsmodus ist fehlerbehaftet
...	1	2	3	4	5	6	...

III. Zur ökonomischen Theorie von Verhandlungen

Im *angelsächsischen Sprachraum* gibt es eine Vielzahl von Abhandlungen über die ökonomische Theorie von Verhandlungen. Dies mag zum Teil die in der Praxis zu beobachtende Überlegenheit angelsächsischen Verhandlungsgeschicks zu erklären.

1. Verhandlungsmodell von Zeuthen

Zeuthen entwickelte als erster ein explizites Verhandlungsmodell, dem folgende Annahmen zugrunde liegen: (a) Die Spieler (Parteien, Akteure) können ihre Angebote und Forderungen im Laufe des Verhandlungsprozesses revidieren, indem sie Zugeständnisse (Konzessionen) machen. (b) Bei jedem Verhandlungsschritt schlagen beide Spieler gleichzeitig "Abkommen" vor; kommt es zu keiner Einigung und ist daher auch keiner der Spieler mehr bereit, Konzessionen zu machen, so ergeben sich Konfliktauszahlungen. (c) Der Spieler, der am wenigsten bereit ist, einen Konflikt zu riskieren, macht dem anderen ein Zugeständnis, also eine Konzession (sog. "Zeuthen-Prinzip"). (d) Sind beide Spieler "gleich bereit", keinen Konflikt zu riskieren, dann machen beide eine Konzession. *Zeuthen* beschreibt formelmäßig die Risikogrenze eines Akteurs, d.h. die größte Konfliktwahrscheinlichkeit, der sich dieser ohne Nachteil aussetzen kann (= Konflikt- bzw. Kampfneigung) und beschreibt Eigenschaften, die im Hinblick auf die Operationalisierung des Risikobegriffs für Verhandlungssituationen und des Konzepts der Verhandlungsmacht wesentlich erscheinen.

2. Verhandlungsmodell von Anbar und Kalai

Anbar und Kalai skizzierten folgenden Ausgangsfall, der die Bedingungen für kooperative Strategien erfüllt, d.h. die Interessen sind teilweise gleichgerichtet und Vorschläge können nicht rückgängig gemacht werden: Ein potentieller Verkäufer will ein Gut an einen potentiellen Kunden über einen Makler verkaufen. Diesem gibt der Verkäufer seinen Minimumpreis und der Käufer seinen Maximalpreis bekannt. Bei kompatiblen Preisvorstellungen kommt es zum Kauf und der Makler erhält die jeweilige Preisdifferenz als Prämie; kommt es nicht zum Kauf, kann das "Ergebnis" als Konfliktpunkt beschrieben werden. Wie werden nunmehr Käufer und Verkäufer ihre Vorschläge formulieren? Zur Lösung verwenden *Anbar und Kalai* die spieltheoretischen Ansätze von *Roth*, wobei zunächst die Menge der paretooptimalen Auszahlungen als Funktion des Nutzens eines Spielers beschrieben werden. Bei Unterstellung, dass die Elemente des sich hiernach ergebenden Intervalls gleich verteilt sind, kommen die Autoren zu der Lösung, dass eine Partei (Spieler) ihren Nutzen maximiert, wenn sie einen Vorschlag unterbreitet, der der NASH-Lösung entspricht. Trifft die andere Partei dieselben Überlegungen, so kommt es zu einer eindeutigen Lösung. Diese Lösung ähnelt dem "Konzept gemischter Strategien"; während dort aber der betroffene Spieler seine eigenen Strategien eine Zufallsverteilung zuordnet, wird hier die Unsicherheit über die zu erwartende Strategie des Mitspielers durch die Einführung einer Zufallsverteilung über dessen Strategien inkorporiert.

Seite 407:

Gegen die in dieser Ableitung implizierte "Theorie konvergenter Erwartungen" wendet *Roth* ein, dass das Ergebnis eher von der "Anfangserwartung" der Spieler abhängt, die Lösung lediglich im gemeinsamen Denkansatz besteht und kein Austausch von Informationen stattfindet, weder durch direkte Kommunikation noch indirekt über die Präsentation von Vorschlägen, also

Verhandlungsangeboten, die dann über ihre Revision u.U. zur Einigung führen, so dass es bei Fehlen der Gemeinsamkeit zum Konflikt kommt. Bei Kongruenz im Denkmuster resultiert als Ausdruck einer "kooperativen Basis" die NASH-Lösung, so als würden sich die Parteien - als Alternative - auf dem Marktplatz treffen und unter Anerkennung des Zeuthen-Prinzips ihre gegenseitigen Forderungen austauschen, Konzessionen machen und sich einigen.

3.Shapley-Shubik-Index

Breite Anwendung findet ferner der *Shapley-Shubik-(Macht-)Index* (Anzahl Gewinnersituationen) sowie der Banzhaf-Index (Anzahl Gewinnerkoalitionen), insbesondere zur Lösung einer Mehr-Personen-Verhandlungssituation, wobei die Verwendung derartiger Machtindices vorliegend aber nur Sinn macht, wenn auf Seiten der Parteien Subeinheiten mit eigener faktischer Beeinflussungsmacht auf Entscheidungen vorhanden sind, insbesondere mit der Möglichkeit von Überkreuzkoalitionen. Dies könnte insbesondere der Fall sein, wenn - unter koalitionstheoretischem Gesichtspunkt betrachtet - Banken, Hauptlieferanten und/oder Hauptabnehmer, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Politiker, Gewerkschaften und Belegschaftsvertretung, Aufsichtsrat, Beirat über die ihnen zur Verfügung stehenden Möglichkeiten faktisch Einfluss auf Entscheidungen der Käufer- bzw. Verkäuferseite nehmen.

4.Konzept der Verhandlungsmenge

Bei dem Konzept der (starken bzw. schwachen) Verhandlungsmengen (bargaining sets), welches auf Arbeiten von *Aumann und Maschler* zurückgeht, wird explizit von möglichen Drohstrategien (threats) und entsprechenden Gegenzügen (counter-threats) - insbesondere in bezug auf Abbruch der Verhandlungen - ausgegangen; hiernach sind Drohungen und Gegendrohungen die Grundkonzepte der Verhandlungsmengen. Die Überlegungen zeigen, dass das Konzept von (starken / schwachen) Verhandlungsmengen zur Bestimmung stabiler Koalitionsstrukturen und zur Optimierung einer Verhandlungsstrategie herangezogen werden kann.

5.Trittbrettfahrverhalten

Ein bei Verhandlungen nicht gerade selten anzutreffendes Phänomen besteht im Trittbrettfahrerverhalten (free-riding), welches den direkten Gegensatz zum Verhandlungsansatz bildet. Dieser nicht-kooperative Ansatz, der der allgemeinen Spieltheorie entlehnt ist, wird hier nicht weiter verfolgt, weil diese Handlungsalternative zu den (nicht-sachlichen) Attitüden im Rahmen des Bewertungs- und Preisfindungsprozesses zu zählen ist.

6.Prinzip des unzureichenden Grundes

Ein völlig anderer Ansatz zur endogenen Durchsetzung kooperativer Lösungen besteht darin, ein "Minimum an externen Instanzen" als historisch gegeben zu betrachten und dieses Minimum so zu definieren, dass es ausreicht, die Instanzen zu begründen, um die Durchsetzung von Verhandlungslösungen bzw. deren Ergebnisse für alle durch deren Annahmen darstellbaren Verhandlungssituationen zu extrahieren. Hierbei wird das Rationalkalkül der Verhandlungspartner um die Anwendung des "Prinzips des unzureichenden Grundes" erweitert: Beide Verhandlungspartner wenden dieses Prinzip auf die Entscheidung des jeweils anderen an.

Weitere Ansätze bestehen in der Verstärkung des institutionellen Rahmens bzw. einer geeigneten Gestaltung des Entscheidungsmechanismus (mechanism design), in der "Endogenisierung institutioneller Regeln" (z.B. der eine Verhandlungslösung vorschlagende Schiedsrichter wird zum Mitspieler, der sich durch eine Nutzenfunktion auszeichnet) sowie durch die Einführung der Annahme, dass sich die Verhandlungssituation wiederholt (repeated games) und deshalb die Nicht-Einhaltung einer Zusage aus einem Teil-(Verhandlungs-)Spiel in mindestens einem der nachfolgenden Teilspele (constituent games) vom Gegenspieler durch Verweigerung von Kooperation sanktioniert werden kann ("iteriertes Verhandlungsspiel").

IV. Gütebeurteilung von Bewertungsverfahren

Es bietet sich an, zur Gütebeurteilung der verwendeten Verfahren auf eine bereits früher vom Autor vorgenommene Analyse der Qualität unterschiedlicher Bewertungsverfahren anzuknüpfen, deren Ergebnisse in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst sind. Dabei ist es im Verhandlungsprozess für Zwecke der Zielerreichung einer Partei belanglos, ob es sich um tatsächlich oder lediglich um "suggerierte" Stärken bzw. Schwächen handelt, solange dies für die Bewertungsadressaten nicht erkannt wird. Natürlich ist eine Partei in der eigenen Argumentation stärker, wenn es sich nicht um vermeintliche oder gar gegenüber der Gegenpartei suggerierten Stärken der selbst verwendeten Verfahren bzw. um vermeintliche Schwächen der von der Gegenpartei verwendeten Verfahren handelt; zwingend ist dies aber keineswegs.

Seite 408:

Es geht in Fragen der Herausarbeitung der mangelnden Glaubwürdigkeit eines von der Gegenpartei präsentierten Bewertungsergebnisses im Kern darum, dass dieser einen möglichst marktnahen Unternehmenswert nicht abbildet bzw. andere Nachteile aufweist, die die Verwendung im betrachteten Fall einschränkt oder zumindest fragwürdig erscheinen lässt.

Hiernach weist ein Verfahren, welches an Börsenkursen anknüpft, eine besonders gute Qualität auf (q = 91), weil

Seite 409: extrem marktnah argumentiert werden kann. Der Nachteil dieses Verfahrens ist, dass es sehr selten verwendet werden kann, da von der Rechtsform, der Größe, der Branche und der Stellung im Markt stets bedeutsame Unterschiede zu beachten sind und die Aussagekraft eines auf ein solches Verfahren gestützten Wert dann schnell deutlich abnehmen kann. Ein Verfahren, welches an künftigen Zahlungsströmen anknüpft, weist eine besonders schlechte Qualität auf ($q = 8$). Der Grund liegt darin, dass zwischen einem am Markt operierenden "Unternehmen" mit dem Fokus auf einen Stichtag und einem "Zahlungsstrom" mit dem Fokus auf einen Zeitraum kaum Ähnlichkeiten auszumachen sind, ferner die Zukunft stets anders verläuft, als man als Bewerter, Käufer oder Verkäufer plant, und die vorzunehmenden Adjustierungen den subjektiven (und damit beliebige Ergebnisse liefernden) Charakter dieses Verfahrens besonders deutlich werden lassen.

Dem gegenüber ist die Verwendung der Formel der ewigen Rente, wie von der Judikatur zum großen Teil präferiert, bereits deutlich besser ($q = 50$), da zwar hier die Ähnlichkeit zwischen einem (Anteil an einem) Unternehmen und einer Staatsanleihe von vornherein größer und die Beseitigung der Unähnlichkeiten methodisch sauberer herbeizuführen ist; trotzdem verbleibt es hier immer noch bei einer beachtlichen Unähnlichkeit.

Die **Ertragswertmethode** eignet sich im Ergebnis für die Beratungsfunktion zu Gunsten des Käufers, wenn man also in der jeweiligen Situation, ausgestattet mit in der Verhandlung gefundenen neuen Erkenntnissen, wissen will, was man als maximalen Kaufpreis akzeptieren sollte.

V. Ableitung von Verhandlungsschwerpunkten

Um die Schwachstellen, aber auch die Stärken der unterschiedlichen Bewertungsverfahren besser herausarbeiten zu können, wird auf das bereits in 1995/1996 entwickelte Tableau (Teilausschnitt) bezüglich eindimensionaler Bewertungsverfahren zurückgegriffen, welches den Vorzug aufweist, Aussagen allgemeiner Art über unterschiedliche Varianten eines Verfahrens machen zu können sowie Ansatzpunkte für Verhandlungsschwerpunkte zu liefern:

Je mehr Verfahren bei einer Bewertungsdurchführung angewandt werden und je unterschiedlicher von der zugrunde liegenden Methodik her diese Verfahren sind und je weniger Ermessensspielräume vorhanden und infolge dessen um so höher der marktbezogene Anteil der in die Bewertung eingehenden Daten ist (d.h. um so weniger auf bloße Zukunftsgrößen abgestellt wird), um so glaubwürdiger wirken auf diese Weise abgeleitete Unternehmenswerte auf den Bewertungsadressaten. Wegen der zentralen Bedeutung eines ersten Angebotswertes (Eröffnungsangebot) für den Verlauf bzw. den drohenden vorzeitigen Abbruch einer Verhandlung

liegt es auf der Hand, dass durch die Verwendung mehrerer (unterschiedlicher) Verfahren die eigene Verhandlungsposition verbessert wird. Die Unterschiedlichkeit der zu verwendeten Verfahren aufgrund des methodischen Ansatzes wird ergänzt durch die Unterschiedlichkeit der zu verwendeten Verfahren aufgrund der Branchenbezogenheit: Es gibt eine Reihe von Verfahren, die in der Bewertungspraxis bezüglich bestimmter Branchen fest etabliert sind und bei denen ein Abweichen hiervon zu starken Glaubwürdigkeitseinbußen bei den Bewertungsadressaten führen, so z.B. für Freiberuflerpraxen, für Biotechnologie-Unternehmen, für Versicherungsunternehmen.

Empirische Untersuchungen widerlegen außerdem den von der Theorie propagierten Bewertungsmonismus und hinaus folgend die These, alle Bewertungsverfahren müssten stets zum selben Ergebnis kommen.

Seite 410

VI. Stärken und Schwächen nutzenorientierter Verfahren

Ausgehend von Übersicht 3 auf S409 werden im Folgenden die Stärken und Schwächen von nutzenorientierten Verfahren, die an den künftigen Nutzen durch den Erwerb des Eigentums an (dem Anteil an) einem Unternehmen anknüpfen, von sachorientierten Verfahren, die an Einzelwirtschaftsgüter eines Unternehmens anknüpfen (asset approach) sowie von vergleichsorientierten Verfahren, die auf dem Vergleich mit ähnlichen Unternehmen basieren, dargestellt.

Bei der Verwendung von Bewertungsverfahren, die an dem **künftigen Nutzen** durch den Erwerb des Eigentums an (dem Anteil an) einem Unternehmen anknüpfen (income approach), liegen die Schwachstellen in der Hauptsache

1. **Ungewissen Zukunft:** Sie bieten kaum eine fundierte Basis für Stromgrößen auf Einzahlungs- wie Auszahlungsebene abgibt, so dass man Zukunftsgrößen der Gegenseite leicht ohne Verlust an eigener Glaubwürdigkeit durch eigene andere Zukunftsgrößen austauschen kann;
2. **Übertragung vergangenheitsbezogener Daten nur unter heroischen ,Annahmen auf die Zukunft:** Dies ist selbst dann der Fall, wenn, man nicht von turbulenten Zeiten in der jeweiligen Volkswirtschaft, Branchen oder Region ausgeht.
In der Möglichkeit, vergangenheitsbezogene Daten nur unter heroischen Annahmen auf die Zukunft übertragen zu können, selbst wenn man nicht von turbulenten Zeiten in der jeweiligen Volkswirtschaft, Branche oder Region ausgeht;
3. **Keine Möglichkeit, "künftige" Zinssätze, Risikozuschläge, Wachstums- und Inflationsraten, Betawerte und andere Adjustierungsvariablen abzuleiten:** Dies ist noch nicht einmal für einige Monate, geschweige denn für mehrere Folgejahre möglich. Insbesondere sind das vielfach verwendete und die IDW S 1 angeführte (einperiodige) Modell des CAPM und die zukunftsbezogene, phasenorientierte Unternehmensbewertung modellogisch nicht kompatibel: auch werden beim ,CAMP idealisierte Marktbedingungen unterstellt, sodass das Modell zur Ableitung von Risikozuschlägen fragwürdig erscheint.

4. **Mangel einer eindeutigen Festlegung des Betrachtungszeitraumes:** Werte werden hierdurch letztlich beliebig bzw. manipulierbar (1 Jahr, 10 Jahre, oder: 2 Phasen, 3 Phasen)
5. **Verwendungen der Netto-Ertragswertformel:** Bei einer positiven Wachstumsrate kommt es *ceteris paribus* zu höheren Ertragswerten als bei einer Rechen ohne Einkommensteuer bzw. bei zunehmenden ESt-Sätzen zu einem (progressiv) ansteigenden Netto-Ertragswert.
6. **Mangelnde Vollständigkeit aller Erträge:** Dies ist im Hinblick auf „verdeckte Auszahlungen“ zu beachten. Die faktische (gesetzwidrige) Steuerfreiheit bestimmter Betriebseinnahmen, die zugleich bewertungstechnische „Auszahlungen“ an den Unternehmenseigner darstellen, erklärt zum Teil die verhältnismäßig hohen Kaufpreis für Taxibetriebe, Spezialitätenrestaurants, Imbissbetriebe usw.
7. **Zirkularitätsproblem:** Das Zirkularitätsproblem ergibt sich bei möglichen Finanzstrukturen in allen (phasenorientierten) Entity-Ansätzen. Demnach hängt der Unternehmenswert vom künftig zu erwartenden Zahlungsstrom, dieser wiederum vom künftigen Zinsaufwand und dieser wiederum vom künftig zu erwartenden Zahlungsstrom (Zahlungsüberschuss) ab.
8. **Schwierigkeit einer zutreffenden Bestimmung des „Terminal Value“:** Der Terminal Value (Restwert) macht den dominierenden Anteil am Gesamtbewertungsergebnis aus. Der Terminal Value wird in der Regel für den Zeitpunkt nach der ersten Phase (1 bis 3 Jahre) ermittelt, sodass die Verifizierung erst erfolgen kann, wenn die Verjährungsfristen für eine unzutreffende Unternehmensbewertung bereits abgelaufen ist.
9. **in der Definition von "Nutzen":** Bei nutzungsorientierten Verfahren sind auch Synergieeffekte, Liebhaberaspekte, Marktanteilsmaximierungsaspekte, Steuervermeidungsaspekte (z.B. bei Taxiunternehmen und Gastronomiebetrieben) Nutzengrößen, die kaum einer Quantifizierung zugänglich sind. Jedoch sind sie in der Praxis bei der Entscheidung über Kauf oder Nichtkauf eines Unternehmens zunehmend entscheidungsrelevant. Ferner in der Wissenschaft unverändert nicht geklärt ist, ob die Nutzengrößen Nettoentnahmen, Zahlungsüberschüsse, Gewinne (mit und ohne Vollausschüttungshypothese), Dividendenzahlungen darstellen;
10. **Problem bei der Bemessung "angemessener Geschäftsführerverfügungen“:** Schwächen existieren analog bei der Ermittlung anderer kalkulatorisch zu erfassender Betragsgrößen für Mieten und Zinsen und der Eliminierung ganz oder teilweise privat verursachter Aufwendungen, insbesondere bei der Bewertung von Unternehmen mit enger Eigentümerbindung ("Closely Held Businesses" bzw. "Privately Held Businesses");
11. **Adjustierungen:** Es besteht Unklarheit darüber, in welcher Art (Verwendung von Zu- und Abschlägen oder Sicherheitsäquivalenzmethode) und in welchem Umfang Adjustierungen vorzunehmen sind (Problem der marktmäßigen Ableitung);
12. **in der Nutzenerfassung im Zahlungsstrom bei ertragsschwachen Beteiligungen im In- und Ausland:** die nicht zuletzt wegen der ertragsteuerlichen Behandlung zu realitätsfernen Teilgrößen führen;
13. **Abgrenzung und Werterfassung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens:** Probleme ergeben sich insbesondere in Bezug auf einen überhöhten oder ungewöhnlich niedrigen Warenbestand bzw. Ansatz teilfertiger Arbeiten, überhöhter oder zu geringer Bestand an liquiden Mitteln, Forderungen bzw. Verbindlichkeiten, Immobilienbesitz;

- 14. Werterfassung bedeutsamer Teilgrößen als Vermögen wie Pensionsrückstellungen, Immobilienbesitz im Rahmen der Planung künftiger Zahlungsüberschüsse:** Problematisch sind beispielsweise Immobilienbesitz und Pensionsrückstellungen: Im Hinblick auf die Verwendung meist hoher, nicht marktgerechter Kapitalisierungszinssätze (steuerlich bedingt), die Nichtberücksichtigung des dynamischen Faktors bei künftigen Rentensteigerungen und die höhere Langlebigkeit der Menschen (demzufolge Verwendung falscher Sterbetafeln) sind die Jahresabschlüssen ausgewiesenen Pensionsrückstellungen im Allgemeinen um rund 50% bis 80% zu gering bilanziert. Die gesonderte Bewertung setzt natürlich die Eliminierung der anteilig Aufwendungen und Erträge bei der Planungsrechnung voraus.
- 15. Intransparenz für die betrachtende Partei:** Infolge ständiger Verfeinerungen und Verkomplizierungen werden scheingenaue Ergebnisse ermittelt.

Seite 411:

- 16. Theoriedefizit:** Die zugrunde liegende Erwartungsnutzentheorie gilt in den USA bereits längst als überholt und mit Fehlern behaftet.
- 17. Anwendung des Kapitalisierungszinssatzes oder niedrig verzinsliche Bilanzposten:** deren anteiliger Wert sich separat schnell ermittelbar. Beispiel: Ein Unternehmen hat einen Ertragswert von 2 Mio. € (Ertrag=200.000 €; Kapitalisierungszinssatz=10%): im Betriebsvermögen sind 1 Mio. langfristige Bankverbindlichkeiten erhalten, die zu 5% verzinst werden. Würden der Zinsaufwand von 50 000 € aus dem Ertrag eliminiert, ergäbe sich ein Ertragswert für das nunmehr um 1 Mio. entschuldete Unternehmen von 1,5 Mio. €. Fazit: Droht die Anwendung des Ertragswertverfahrens unter Verwendung eines hohen Kapitalisierungszinssatzes, empfiehlt sich – je nach Interessenlage eine entsprechende Finanzierungspolitik. Im Ausgangsfall ergäbe sich für den Käufer vergleichsweise ein Nachteil von 500 000 €.
- 18. Nachsteuer-Rechnung:** Diese erfolgt mit subjektiven oder typisierten Steuersätzen (wie in Deutschland, nicht aber im Ausland). Die Berücksichtigung der Ertragsteuern des bzw. der Eigentümer(s) ist bei Investitionsrechnungen zutreffen, bei einer Unternehmensbewertung aber nur dann, wenn die Bezugsgrößen (Nennerwerte) bei der Ausgangsgleichung aller Bewertungsverfahren bezüglich Bewertungs- bzw. Vergleichsobjekt insoweit äquivalent sind.
- 19. Mangelnde Verifizierung durch den Markt:** Dies ist insbesondere in wichtigen Anwendungsfällen der nutzenorientierten Verfahren der Fall. **Beispiel:** Real beobachtbare Aktienpreise weichen zum Teil sehr deutlich von modellmäßigen, d.h. DCF-basierten Fundamentalwerten ab, sodass „eine Orientierung tatsächlicher Aktienkurse an künftig erwarteten Dividenden ..nahezu als ausgeschlossen gelten kann“.
- 20. Berücksichtigung etwaiger Verlustvorträge:** Je nachdem, ob die Verlustvorträge auf der Basis eines isolierten Wertansatzes (getrennte Ermittlung), der Vergleichskonzeption des Barwertkriteriums (Differenz aus zwei Gesamtunternehmenswerten) oder einer simultanen Integration der Verlustvorträge in den Prozess der Unternehmensbewertung im Unternehmenswert berücksichtigt werden, gibt es enorme Wertunterschiede.
- 21. Abzugsfähigkeit "geplanter" Investitionen als Reinvestitionsraten im Rahmen der künftigen Zahlungsüberschüsse bzw. der Berechnungsweise substanzerhaltender Abschreibungsbeträge:** Gerade bei einer Fusion kann der Großaktionär auf der Hauptversammlung glaubhaft auf künftig hohe (geplante bzw. erforderliche) Investitionen verweisen, was letztlich aber – ohne dass dies in der

Regel explizit vermittelt wird – zu drastisch verminderten Unternehmenswerten und damit auch zu einem ungünstigen Umtauschverhältnis führt (=Nachteil für die Minderheitsaktionäre).

1.2 Stärken

Folgende Stärken zeichnen die nutzorientierten Verfahren aus:

- **Flexibilität:** Es wird eine Vielzahl von Stellgrößen, die - mit minimalem Aufwand geändert - enorme Effekte bewirken.
- **Praxisrelevanz im Beratungsgeschäft sowie in der Judikatur:** Die Häufigkeit der Verwendung in diesen Bereichen unterstützt die These, dass ihnen eine gewisse Qualität zukommt.
- **Undurchsichtigkeit der Verfahren:** Mittels Verwendung hochkomplizierter Formeln werden die Entscheider auf der Gegenseite beeindruckt.
- **Einseitige Festlegung der Thematik auf das Risiko zugunsten der Käufers und zulasten des Verkäufers:** Dies ist insbesondere dann gegeben, wenn die Varianten „Sicherheitsäquivalenzmethode“ gegenüber dem Verkäufer (bzw. der abzufindenden Partei) durchgesetzt werden kann.

Allein das Kriterium "Risiko" kann aus Käufer- bzw. Verpflichtetensicht nahezu unendlich zu Lasten der Gegenseite (Verkäufer, Berechtigter) thematisiert werden, zumal es der menschlichen Einstellung entgegen kommt, bei Zukunftsdeutereien eher eine vorsichtige Grundeinstellung hervorzukehren. Es ist daher nahe liegend und gesichtswahrend, bei Abbruch von Verhandlungen die Begründung im Bereich der jeweiligen Risikolage zu suchen. Es lassen sich einige hundert unterschiedliche Risikoarten unterscheiden, wobei Redundanzen häufig nicht unmittelbar erkennbar sind, und zwar branchenbezogen, marktbezogen, Region-bezogen, Bilanz-bezogen, GuV-bezogen, rechtsformbezogen, umweltbezogen, bezogen auf künftige Entwicklungen im Bereich Gesetzgebung, Judikatur und Verwaltung, personalbezogen, Informationstechnologie-bezogen, produktionsbezogen, organisationsbezogen, abnehmerbezogen usw.

Befremdlich erscheint, dass einmal erkannte und als Wertminderung berücksichtigte Risiken bei Unternehmensbewertungen als dauerhaft gegeben betrachtet werden und eine "Risikoauflösung im Zeitablauf" offenbar trotz eines bedeutenden betriebswirtschaftlichen Instrumentariums unmöglich erscheint; bei einer Berücksichtigung von Risiken nach Ablauf von drei Jahren

mangelt es entweder an betriebswirtschaftlicher Inkompetenz eines (gedachten oder tatsächlichen) Käufers oder an der Fragwürdigkeit des Rationalitätsprinzips oder an einer kritischen Grundeinstellung zu spekulativen oder astrologischen Aspekten einer Bewertungsdurchführung.

Vgl. z.B. Schwetzler, B.: Das Ende des Ertragswertverfahrens, ZfbF 2002

Betreffend "**branchenbezogenen Risiken**" unterscheidet Kunowski allein bei der Bewertung von Kreditinstituten: Erfolgsrisiken (Zinsänderungsrisiko, Ausfallrisiko, Aktienkurs- und Währungsrisiko), Liquiditätsrisiken (Abrufisiken, Terminrisiken, Liquiditätsanspannungsrisiken) und Operationelle Risiken (operative Risiken, strategische Risiken); dabei differenziert Kunowski die operativen Risiken in Transaktionsrisiko, Überwachungsrisiko, personelles Risiko, Systemrisiko, Katastrophenrisiko, Reputationsrisiko und die strategischen Risiken in Rechts- und Steuerrisiko, regulatorisches Risiko und Investitionsrisiko. Den Risikoarten stehen annähernd gleich viele Arten von Chancen gegenüber, deren Einzelwürdigung regelmäßig einer Quantifizierung nicht zugänglich sind und daher "vereinfachend" bei der Bewertung außen vor bleiben.

Befremdlich erscheint , dass einmal erkannt und als Wertminderung berücksichtigte Risiken bei Unternehmensbewertungen als dauerhaft gegeben betrachtet werden und eine „Risikoauflösung im Zeitablauf“ offenbar trotz eines bedeutenden betriebswirtschaftlichen Instrumentariums unmöglich erscheint; bei einer Berücksichtigung von Risiken nach Ablauf von drei Jahren mangelt es entweder an betriebswirtschaftlicher Kompetenz eines (gedachten oder tatsächlichen) Käufers, an der Fragwürdigkeit des Rationalität Prinzips oder an einer kritischen Grundeinstellung zu spekulativen oder astrologischen Aspekten einer Bewertungsdurchführung.

2. Sachorientierte Verfahren

Bei der Verwendung von Bewertungsverfahren, die an **Einzelwirtschaftsgüter** eines Unternehmens anknüpfen (asset approach), liegen die Schwachstellen in der Hauptsache

- in der Ermittlung des Goodwills, der durch die Ermittlung des Sachwertes nicht erfasst wird, dann aber separat zu ermitteln ist,
- Umständlichkeit der Bewertung infolge der Komplexität und der Vielzahl einzeln zu bewertender Gegenstände,
- Marktmäßigen Ableitung von Teuerungsindizes bei der Marktwertermittlung von Teileinheiten sowie der Bildung dieser Teileinheiten,
- Unzutreffende Handhabung unter Gleichsetzung von Substanzwert mit Unternehmenswert.

Stärken:

- **Überraschend hohe Akzeptanz bei kleinsten und kleinen Unternehmen:** die sachorientierten Verfahren werden insbesondere im Bereich der Abfindung von Gesellschaftern und von Handwerksbetrieben,
- **Stabilität der Ergebnisse:** Diese ist selbst im Rahmen enger Bandbreiten gegeben, wenn in einem Bewertungsfall unterschiedliche Bewerter dieses Verfahren anwenden,
- **Vornahme von Vereinfachungen:** Vereinfachungen sind relativ leicht möglich: so z.B. durch Verwendung der Buchwerte zuzüglich Zu- und Aufschlägen auf diese Buchwerte durch Verwendung von Preisindizes im Hinblick auf die Erzielung von Marktwerten von Einzelwirtschaftsgütern,
- **Transparenz,** es ist den Adressaten leicht ersichtlich, was im Einzelnen gekauft/verkauft bzw. bewertet wurde.

3. Vergleichsorientierter Verfahren

Bei vergleichsorientierter Verfahren lassen sich die nachstehenden Schwächen und Stärken identifizieren.

3.1 Schwächen:

- **Fehlenden oder eingeschränkten Vergleichbarkeit der Unternehmen, für die Kaufpreise bekannt sind**
- **Zusammensetzung der Peer Group,** diese lässt ein erhebliches Maß an Individualität lässt,
- **Schwankenden Entwicklungen bezüglich gezahlter Kaufpreise, sowohl bezüglich Börsenpreisen als auch im M&A-Bereich**
- **Unsichere Festlegung des Betrachtungszeitraums in der Vergangenheit: Beträgt dieser sechs Monate oder drei Jahre?**
- **Datengewinnung und Auswahl der anzuwendenden Multiplikatoren.** Dies ist in den USA kein Problem, wohl aber in der BDR
- **Gewichtung der einzelnen Multiplikatoren untereinander.**
- **Mangelnden Vergleichbarkeit durch unterschiedliche Rechnungslegungsnormen Betrachtungszeitraumes in der Vergangenheit**
- **Mangelnde Effizienz der Kapitalmärkte.** Einflüsse infolge Spekulationen und Börsenstimmungen lassen sich kaum eliminieren.

3.2 Stärken

- **Marktnähe der Verfahren:** Die vergleichsorientierten Verfahren sind theoretisch wie praktisch vorzuziehenswertig - ,
- **Starke Akzeptanz bei den Entscheidern in den Unternehmen:** Die Entscheider vermeiden mathematisch komplizierte Problemstellungen und präferieren eine Wertermittlung mittels einfachen Dreisatzes auf der Basis bekannter Kaufpreise oder Multiples vergleichbarer Unternehmen.

VII. Schlussbetrachtung

Zielsetzung der Argumentationsfunktion in der Unternehmensbewertungslehre ist es, einen Entscheidungsträger zur Akzeptanz eines präsentierten Unternehmenswertes zu bewegen. Im Rahmen dieses Beitrages stand der Teilaspekt der Herleitung geeigneter Bewertungsverfahren zur Erreichung des vorgenannten Zieles im Vordergrund der Erörterung.

Der Schwerpunkt der theoretischen Auseinandersetzung im Rahmen der Argumentationsfunktion sollte sich, von der nach wie vor zu beobachtenden Perfektionierung und Mathematisierung einer einzigen Methode auf Basis des Zukunftserfolgswertes mit großer Variantenvielfalt (Ertragswert, DCF, APV), zu einer Stärken-/Schwächen-Analyse aller in der Theorie propagierten oder in der Praxis verwendeten Verfahren - hierzu zählen auch die sonst so verpönten „Praktikerverfahren“ - und der bewerber- und adressatenbezogenen Anwendung des entscheidungs- und verhaltenstheoretischen Instrumentariums verlagern.

Im Rahmen der Ausbildung zukünftiger Bewerter liegt es nahe, diese nicht nur einseitig auf die Ertragswertverfahren einzuschwören, sondern sie auch mit allen in Betracht kommenden alternativen Bewertungsverfahren (insbesondere den vergleichsorientierten Verfahren), vor allem bezüglich ihrer Stärken und Schwächen, einschließlich der Kenntnis der maßgeblichen gerichtlichen Entscheidungen, und ihrer Verwendung in den unterschiedlichen Entscheidungssituationen eines Bewerter, vertraut zu machen.