

Rubrik: Unternehmensbewertung

Biografie: StB/vBP Dr. Carl W. Barthel ist in eigener Praxis als Steuerberater und vereidigter Buchprüfer in Köln tätig, insbesondere auch auf dem Gebiet der Erstellung von Gerichtsgutachten.

Unternehmenswert: Expected Utility Theory versus Similarity Theory

Dr. Carl W. Barthel, StB / vBP, Köln

I. Einleitung

Ist der methodische Ansatz für eine Bewertungsdurchführung theoriegeleitet, bietet dieser von vornherein weniger Angriffspunkte als eine nur auf Erfahrung gegründete Vorgehensweise. Ein theoriegeleitetes

S. 587:

Vorgehen bei der Ermittlung von Unternehmenswerten bietet den Vorteil, dass eine bessere Prognose abgegeben werden kann, ob hierdurch der „wahre“ Unternehmenswert (Marktwert) beschrieben, ermittelt und erklärt werden kann und bietet den weiteren Vorteil, dass Handlungsempfehlungen auf der Grundlage dieser Theorie für Fälle gegeben werden können, die komplex, noch nicht geklärt oder gar strittig sind.

Eine Theorie muss nicht unbedingt selbst von hochkomplexer Natur sein, vielmehr zeichnet sich eine gute Theorie, wie bedeutsame Erkenntnisse in der Physik zeigen, gerade dadurch aus, dass sie ein möglichst vereinfachtes, aber problemklärendes Bild eines Ausschnitts der Realität wiedergibt. Je komplexer, schwieriger und je weniger strukturiert die Problemstellung in der Realität ist – hiervon ist bei Unternehmenswertermittlungen regelmäßig auszugehen - und um so überzeugender die klassischen Gütekriterien einer guten Theorie für die Problemlösung – hier also die Ableitung des Marktwerts - erfüllt sind, um so besser ist diese Theorie und je höher ist die Akzeptanz bei den Nutzern und den Adressaten dieser Theorie. Wenn gleich mehrere Theorien um dieselbe Problemlösung konkurrieren, so stellt die „bessere“ Problemlösung ein wichtiges, aber nicht das einzige Kriterium für die Güte dieser Theorie dar.

Während in der höchstrichterlichen BGH-Rechtsprechung bei Unternehmensbewertungen eher an den „wahren Wert“ bzw. neuerdings wieder an den „objektiven Verkehrswert“ angeknüpft wird, ermitteln die Bewertungspraktiker regelmäßig (subjektive) „Entscheidungswerte“ auf der Basis von diskontierten künftigen Nutzenbeiträgen des Bewertungsobjekts, die oft externen Bewertungsadressaten, insbesondere Gerichten gegenüber argumentativ als „Marktwerte“

präsentiert werden. Ein einheitliches Vorgehen aufgrund einer überzeugenden Theorie ist nicht erkennbar.

Die im Folgenden zur Diskussion gestellten konkurrierenden theoretischen Bezugsrahmen zur Beurteilung von methodischen Ansätzen in der Unternehmensbewertung sind einerseits die *Expected Utility Theory* (EUT) und andererseits die *Similarity Theory* (ST). Hieraus ergeben sich unterschiedliche Bewertungskalküle, die zu enormen Wertabweichungen führen können, was wiederum unmittelbar auf die Vermögensdisposition eines Individuums sich auswirkt und letztlich auch volkswirtschaftlich betrachtet zur Fehlallokation von Kapital führt.

II. Zur theoretischen Fundierung nutzenorientierter Unternehmensbewertungen

Die Durchführung von nutzenorientierten Unternehmensbewertungen orientiert sich überwiegend an Zukunftserfolgswerten, deren theoretische Fundierung an der *Erwartungsnutzentheorie* (*Expected Utility Theory*) sowie an dem Rationalitätsprinzip (*Theory of Rationality* mit dem *homo oeconomicus* als Artefact) anknüpft. Grundlage ist die *Prognose*, was ein rational vorgehender Investor unter Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele maximal für ein (zu bewertendes) Unternehmen bereit wäre zu zahlen (= Entscheidungswert).

Die Erwartungsnutzentheorie basiert auf dem *Bernoulli-Prinzip* bzw. der *Bayes-Regel* (statistischer Erwartungswert) als Grundlage rationaler Präferenzen und wurde 1944 von Neumann/Morgenstern begründet. Es hat die Wirtschaftswissenschaft nachhaltig beeinflusst.

Dieses Modell rekurriert bei Unternehmensbewertungen auf Entnahme-Erwartungen des Eigentümers und impliziert die Phasenmethode sowie die Vollausschüttungshypothese, da der „gesamte Nutzen“ zu erfassen ist. Diese Entnahme-Erwartungen knüpfen bei der Variante der Vor-Steuer-Rechnung an die Nutzenbeiträge an, die dem Bewertungsobjekt „entzogen“ werden können, hingegen bei der Variante der Nach-Steuer-Rechnung an die Nutzenbeiträge, die letztlich beim Eigentümer „ankommen“. Dahinter versteckt sich die Frage, ob es auf eine *gesellschaftsbezogene* oder eine *gesellschafterbezogene* Sichtweise, oder anders ausgedrückt auf eine unternehmensbezogene oder auf eine eigentümerbezogene Sichtweise ankommt. Der künftige Nutzen der einzelnen Perioden wird auf den Bewertungsstichtag diskontiert (Kapitalwertkalkül). Bei der Bestimmung des Zukunftsnutzens lieferte diese Theorie aber bis heute keine überzeugenden Problemlösungen für das damit einhergehende Prognoseproblem und für das Problem der Festlegung des Nutzenumfangs und der Quantifizierung der Nutzenhöhe.

S. 588:

Zudem bestehe Methodenmonismus, da alle Varianten zum selben Ergebnis führen (sollen) und infolgedessen eine problematische Auswahlhandlung unterbleiben könne - eine These, die im Hinblick auf die in Theorie und Praxis bestehende Methoden-, Verfahrens- und Variantenvielfalt

und durch zahlreiche empirische Untersuchungen widerlegt ist. Dieses Modell wird im Folgenden als „*Investitionsmodell*“ bezeichnet.

Aufgrund empirischer Experimente konnten häufig systematische Abweichungen von dieser Theorie, beginnend mit den Untersuchungen von *Allais* im Jahre 1953, festgestellt werden. Von fundamentaler Art war zudem die in 1955 geäußerte Kritik von *Simon*, der bezweifelte, dass der *homo oeconomicus* als artefact tatsächliches Verhalten beschreiben kann, da der Mensch keine unbegrenzten kognitiven Fähigkeiten besitze; so breche er komplexe Probleme auf einfache herunter und strebe *satisficing*, also eine zufrieden stellende Lösung an, anstatt konsequent seinen Nutzen zu maximieren. Auf der Grundlage dieser *Entscheidungsanomalien* wurden nachfolgend Gesetzmäßigkeiten gesucht, um die Inkonsistenzen des menschlichen Entscheidungsverhaltens - zunächst auf der Grundlage der EUT - zu deuten und im Rahmen der deskriptiven Entscheidungstheorie das individuelle Entscheidungskalkül auch für spezielle Situationen zu beschreiben. Dabei wurde beispielsweise 1954 durch *Savage* die axiomisierte (subjektive) Erwartungsnutzentheorie – SEUT – um intuitive (subjektive) Wahrscheinlichkeiten erweitert. 1957 stellten *Luce/Raiffa* ein umfassendes repräsentatives Axiomssystem vor, das auf dem Ordinal-Prinzip, dem Stetigkeitsaxiom, dem Substitutionsaxiom, dem Reduktionsaxiom, dem Dominanzaxiom und – neben dem Invarianzprinzip – auf der Transitivität basiert. 1979 befassten sich *Kahnemann* und *Tversky* grundlegend mit den empirischen Abweichungen von der Erwartungsnutzentheorie und erweiterten die EUT durch die sog. „Prospect-Theorie“, wobei die empirischen Verletzungen bzw. Entscheidungsanomalien durch ein formales Modell zur Evaluierung der Alternativen zu erklären versucht wurden, wonach das Verhalten von Entscheidern weniger von der Editing-Phase (Aufbereitungsphase), sondern primär von der Evaluations-Phase determiniert wird. 1980 stellte *Thaler* auf der Grundlage der Prospect-Theorie empirisch fest, dass sich Entscheider nicht an dem Wert einer Endvermögensgröße orientieren, sondern vielmehr in Verlust- und Gewinngrößen denken, wobei diese Abweichungen am sog. „Referenzpunkt“ gemessen werden, der sowohl der Status quo als auch der sog. „aspiration-level“ (angestrebter Referenzpunkt) sein kann. Die Konsequenzen hieraus sind: Es müssten daher z. B. auch die Rahmenbedingungen (framing) der Entscheidungssituation berücksichtigt werden; out-of-pocket costs (eigentliche Verluste) würden im Vergleich mit Opportunitätskosten überbewertet; Entscheider würden den Besitz in der Regel hinsichtlich des Werts überbewerten (Besitztumseffekt, auch: endowment effect bzw. „status quo bias“); nach dem Phänomen der deminishing sensitivity würde z. B. der Unterschied zwischen 10 \$ und 20 \$ größer empfunden als der Unterschied zwischen 110 \$ und 120 \$. 1991 wies *Smith* nach, dass ein Teil der Entscheidungsanomalien im Rahmen der EUT mit der Nicht-Vertrautheit des Entscheiders mit den rationalen Entscheidungsregeln erklärt werden kann.

Obleich eine Reihe dieser Erklärungsversuche von Entscheidungsanomalien bzw. Erweiterungen der EUT auf Bewertungsfragen hätten übertragen werden können, blieb es zumindest in Deutschland bei dem ursprünglichen Konzept des Zukunftserfolgswerts auf der Basis von Erwartungsnutzen entsprechend der nicht modifizierten EUT. Hieraus wurde der „Grundsatz der Zukunftsbezogenheit der Bewertung“ abgeleitet und fachlich manifestiert. Das Erwartungsnutzenkonzept wurde lediglich dahin gehend eingeschränkt, dass der nicht-finanzielle Nutzen (insbesondere im Rahmen der DCF-Verfahren) ‚vereinfachend‘ unberücksichtigt blieb und dass die Vollausschüttungsthese mit der Folge einer weiteren Nutzenminderung mit dem Standard IDW S1 aufgegeben wurde.

S.589:

III. Zur theoretischen Fundierung vergleichsorientierter Unternehmensbewertungen

In den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts kamen als Gegenbewegung zur EUT zum einen die *Theorien des eingeschränkt rationalen Verhaltens (Theories of Bounded Rationality)* auf. Auf der anderen Seite wurde bei der Beobachtung angesetzt, dass Menschen ihre Entscheidungen vereinfachen, indem sie die „Ähnlichkeit“ der Alternativen, Objekte und/oder Situationen ausnutzen.

Soweit hier Ähnlichkeit vorliegt, wird gefolgert, dass die handelnden Personen auch ähnliche Schlussfolgerungen nach Maßgabe des Ähnlichkeitsvergleichs ziehen werden. Bezogen auf Unternehmensbewertung stehen im Fokus einerseits das Bewertungsobjekt und andererseits Vergleichsobjekte. Für das Bewertungsobjekt ist ein „Wert“ abzuleiten; Vergleichsobjekte liefern über Marktdaten („Preise“) Bezugsgrößen für die Wertableitung.

Die „*Similarity Theory*“ (ST) hat ihre Wurzeln in den Ähnlichkeitssätzen von *Euklid* und der Assoziationstheorie von *Hume*, wonach als allgemeine Prinzipien, nach denen unser Denken abläuft, Ähnlichkeit, Kontinuität (von Raum und Zeit) sowie das Verhältnis von Ursache und Wirkung erkannt wurden. Die ST wurde in der modernen Entscheidungstheorie maßgeblich von *Rubinstein*, *Buschena* und *Zilbermann* sowie von *Leland* geprägt. Das Ähnlichkeitsmodell fand nicht zuletzt infolge der zahlreichen experimentellen Untersuchungen auch in der gesellschafts- und steuerrechtlichen Unternehmensbewertungslehre der USA ihren Einzug. Dieses Modell rekurriert bei Unternehmensbewertungen auf Ähnlichkeitsbeziehungen des Bewertungsobjekts zu anderen Objekten, für die (Markt-)Preise bekannt sind (sog. Vergleichsobjekte) und impliziert die Adjustierung der jeweiligen Bezugsgrößen zur Vermeidung von Unähnlichkeiten zwischen Bewertungs- und Substitutionsobjekt (z. B. andere Unternehmen, oder Staatsanleihe usw.). Insofern ist dieses Modell von *Methodenpluralismus* geprägt. Es wird im Folgenden als „*Substitutionsmodell*“ bezeichnet.

Die Überlegenheit der *Similarity Theory* gegenüber der *Expected Utility Theory* wurde besonders deutlich in der empirischen Untersuchung von *Buschena/Zilbermann*, wonach die (bereits verfeinerte) Kumulative Prospect-Theorie auf der Basis der EUT lediglich zwischen 62% und 81%, die Ähnlichkeitshypothese hingegen zwischen 92% und 94% der Fälle erfasst. Damit sind auf der EUT basierende Bewertungsverfahren nicht mehr als „theoretisch fundiert“ zu qualifizieren. Die Anzahl der systematischen Verletzungen der Erwartungsnutzentheorie ist zu groß, als dass man von der prinzipiellen Gültigkeit für hoch komplexe und schlecht strukturierte Aufgabenstellungen, wie es z. B. eine Unternehmensbewertung ist, ausgehen könnte. Für eine Vielzahl von Bewertungsfällen (z. B. Freiberuflerpraxen, Kleinbetriebe und Konzerne) als Kriterium für Reichweite ist das auf der EUT basierende nutzentheoretisch geprägte Investitionsmodell ohne Relevanz, weil andere Kriterien wie Umsatz, Marktanteile oder Mengenausbringung für die Wertermittlung prägender sind. Im direkten Vergleich in Bezug auf eine empirische Verankerung waren die hohen Preise für (Anteile an) Unternehmen an der Börse wie für den M&A-Markt in 2000/01 nicht mehr nach Maßgabe diskontierter Zukunftsnutzen, wohl aber nach Maßgabe von Ähnlichkeitsvergleichen mittels gegenwartsnaher Multiples erklärbar. Die fachlichen Bewertungsregeln sowie Beurteilungskriterien für konzeptionelle Dichte wurden in kurzer zeitlicher Abfolge (2000 bzw. 2005) durch massive Erhöhung der Komplexität (Nach-Steuer-Rechnung) und konzeptionelle Verwässerung (Aufgabe der Vollausschüttungshypothese) zu einer Art Geheimwissenschaft für einige wenige große Gesellschaften ohne praktische Relevanz für eine

Vielzahl von Bewertern weiter entwickelt. Die Folge ist eine mangelnde Akzeptanz der Bewertungsadressaten in Bezug auf die präsentierten Bewertungsergebnisse. Im direkten Vergleich muss der EUT gegenüber der ST praktische Relevanz, konzeptionelle Dichte, Reichweite und empirische Verankerung abgesprochen werden.

Das *Investitionsmodell* mag für die Herleitung (interner) Entscheidungswerte, also für Investitionsentscheidungen geeignet sein, nicht aber für die Ermittlung von Marktwerten, die Dritten gegenüber offen gelegt werden. Es gibt keinen vernünftigen Grund für einen Entscheider, auf einen für ihn gegenüber einem Ertragswert günstigeren Marktwert nicht abzustellen oder gar diesen zu ignorieren. Wenn die Erwartungsnutzenverfechter das Rationalitätsprinzip so hoch halten, muss dies auch für den vorgenannten Fall gelten.

Beim *Substitutionsmodell* ist die Wahl des Substituts mit ähnlichen Merkmalen entscheidend. Ist dieses z. B. eine Staatsanleihe mit stichtagsbezogenen Marktdaten, führt dies im Rahmen des sich hieraus ergebenden Methodenpluralismus zu den nutzenorientierten Verfahren; ist das Substitut hingegen ein anderes Unternehmen oder der gewichtete Durchschnitt einer Menge anderer Unternehmen, führt dies zu den vergleichsorientierten Verfahren (z. B. Umsatzverfahren); basiert das Substitut auf der Summe von Anschaffungs- oder Herstellungskosten, führt dies zu den sachorientierten Verfahren.

Das dem Substitutionsmodell zugrunde liegende Prinzip soll an der Verwendung der *Formel der ewigen Rente* verdeutlicht werden: Die Ausgangsgleichung lautet (ohne Adjustierungen):

S.590:

$$\frac{\text{Unternehmenswert}}{\text{Ertrag aus dem Eigentum an einem Unternehmen}} = \frac{\text{Staatsanleihenkurs}}{\text{Ertrag aus dem Eigentum an einer Staatsanleihe}} (= 1 / i).$$

Die „Ähnlichkeit“ bezieht sich (a) auf die Zählergrößen (einerseits gesuchter Unternehmenswert und andererseits das Substitut „Staatsanleihe“) sowie (b) auf die Art der Basisgröße des Bewertungsobjekts (Ertrag, Gewinn, Nettoentnahmen, Einnahmenüberschuss) zu der Art der Basisgröße des Vergleichsobjekts (Zinsen einer risikolosen langfristigen Staatsanleihe). Je „ähnlicher“ die Objekte der beiden Zählerwerte sind und je höher die „Korrelation“ zwischen dem Zählerwert und dem Nennerwert ist, um so mehr ist das gewählte Bewertungsverfahren in qualitativer Hinsicht geeignet. Aus diesem Beispiel erschließt sich ohne weiteres, dass es nicht auf *Stromgrößen*, sondern auf ein *Verhältnis* (auch als Multiple bezeichnet) ankommt - hier: $1 / i$ - sowie ferner, dass nicht auf den erwarteten *Zukunftsnutzen*, sondern auf *Gegenwartsdaten* (strenges Stichtagsprinzip) abgestellt wird. Die Rendite aus dem Eigentum an einer Staatsanleihe ist stets eine Bruttorendite, also vor Steuern, sonst gibt es so viele Multiples, wie es Steuersätze gibt. Die linke Seite der Gleichung hat sich an der rechten Seite (wo Marktdaten angeführt sind) auszurichten, nicht umgekehrt.

In den USA gibt es eine breit gefächerte Diskussion auf der Grundlage zahlreicher empirischer Untersuchungen um die zutreffende Ableitung von Multiples, speziell zur Auswahl von Bezugsgrößen und der Vergleichsunternehmen sowie zur Durchschnittsbildung. Bezüglich der Auswahl von Bezugsgrößen kommt in den meisten Studien dem „Gewinn“ eine hohe Bedeutung zu, während die Bezugsgröße „Umsatz“ nur dann zu guten Ergebnissen führt, wenn die Vergleichsunternehmen nach Maßgabe spezieller Ähnlichkeitskriterien (Branchenähnlichkeit) ausgewählt wurden. Bezüglich der Auswahl der Vergleichsunternehmen kommt es entscheidend darauf an, ob diese derselben oder nur einer ähnlichen Branche angehören; der Einbezug des Gesamtmarktes weist keine Relevanz für eine zutreffende Unternehmenswert-Ermittlung auf. Eine Durchschnittsbildung (Verdichtung) auf der Basis des Median oder des harmonischen Mittels ist einer Durchschnittsbildung auf der Basis des arithmetischen Mittels zu präferieren.

Die *Formel der ewigen Rente* basiert bei Unternehmensbewertungen nicht, wie häufig angenommen wird, auf Erkenntnisse der Finanzmathematik, sondern auf der Identität zweier Verhältniszahlen nach Maßgabe des Ähnlichkeitsprinzips: $W / BG_{BO} = P / BG_{VO}$, wobei sich $W = E / i$ (= Formel der ewigen Rente) ergibt, wenn BG_{BO} als Bezugsgröße beim Bewertungsobjekt der Ertrag E ist und BG_{VO} als Bezugsgröße entsprechend der Ertrag aus dem Vergleichsobjekt (hier: Staatsanleihe in Höhe von P) ist. Das Bewertungsobjekt wird durch die Staatsanleihe substituiert. Das im Rahmen der Ähnlichkeit zu beurteilende Merkmal ist die Ähnlichkeit der beiden Nennerwerte, woraus sich entsprechende Adjustierungserfordernisse ergeben.

IV. Zusammenfassung

Wenn Entscheidungswerte zugleich externen Bewertungsadressaten gegenüber als *Marktwerte* präsentiert werden, diese aber auf einer als falsch erkannten, das heißt durch zahlreiche Experimente falsifizierten Theorie beruhen, kann die hierauf beruhende Phasenmethode mit Ertragsstromberechnungen unabhängig von der Art der Variante nicht für die Herleitung von Unternehmenswerten, sondern nur für (interne) Investitionsentscheidungen herangezogen werden. Für ein Festhalten an der Erwartungsnutzentheorie – und damit von Ertragsstromberechnungen – im Rahmen der Bewertung von Unternehmen gibt es keine stichhaltige Begründung, wenn eine bessere Theorie existiert.

Hierzu ein gedankliches Experiment: Eine Person hat sich verpflichtet, von einem Sparguthaben mit 1.000.000 und einer Rendite von 30.000 binnen kurzer Zeit max. 1.000.000 in eine Immobilie einer bestimmten Region anzulegen. Hierzu werden ihr fünf Immobilien vorgegeben, die einen festen Angebotspreis von $A = 700.000$, $B = 750.000$, $C = 800.000$, $D = 820.000$, $E = 830.000$ haben. Die jährlichen Erträge betragen bei den Objekten jeweils 35.000. Wie wird diese Person nun in der Entscheidungsphase vorgehen? Unter Zugrundelegung des Rationalitätsprinzips könnte diese Person als homo oeconomicus nur diejenige Alternative wählen, die den höchsten Nutzen, ausgedrückt in Höhe der jeweiligen Verzinsung einer Alternative, hat, berechnet entweder auf der Basis des nachhaltigen Ertrages oder auf der Basis diskontierter Ertragserwartungen. Vorliegend wäre dies also Objekt A. Wer dieser Auffassung zuneigt, sollte bei dem Investitionsmodell verharren. Wäre diese Person mit einer eingeschränkten Rationalität zufrieden, könnte sie aber auch die einzelnen Alternativen durch eine gegenwartsbezogene Besichtigung vor Ort ansehen und versuchen, die Ähnlichkeiten und die Unähnlichkeiten der einzelnen Objekte durch Analyse untereinander bzw. gegenüber einer Sparguthabanlage herauszuarbeiten (zu denen u.a. (!) auch die unterschiedliche

S. 591:

Höhe der Erträge, das Risiko, die Fungibilität sowie die spätere Verwertbarkeit zählen), ferner Optionen wie Begründung von Teileigentum und Vermarktung gegeneinander abwägen. Des Weiteren können ein Vergleich und eine Bewertung mit früheren ähnlichen Entscheidungssituationen vorgenommen werden. Statt der Verwendung eines rein mathematischen Berechnungskalküls könnte auch eine eher qualitativ ausgerichtete Vorgehensweise angezeigt sein. Wer diesem

Entscheidungsweg folgen würde, sollte sich für das Substitutionsmodell entscheiden. Dieses Beispiel belegt, dass das Investitionsmodell monistisch (nur ein Kriterium, nämlich der Nutzen) und das Substitutionsmodell pluralistisch (viele Kriterien) geprägt ist.

Hieraus folgt unmittelbar, dass es bei dem Substitutionsmodell im Rahmen des erforderlichen Ähnlichkeitsvergleiches Sinn macht, mit vielen Merkmalen zu operieren, mag auch das eine oder andere Merkmal dominierend sein. Bewerten heißt: Werte von Preisen ableiten und die Ergebnisse sachgerecht gewichten. Technisch erfolgen diese Ähnlichkeitsvergleiche mittels Multiples, also mit Verhältniszahlen aufgrund von Vergleichsobjekt-bezogenen Bezugsgrößen (z.B. Staatsanleihenkurs / Zinsertrag; oder: KGV, Deal Price / EBITDA; Enterprise Value / Menge).

Auch die der berufsständischen Auffassung (IDW S1) zugrunde liegende Phasenmethode mit der Ableitung sog. „objektivierter Werte“ basiert auf der veralteten und als falsch erkannten *Erwartungsnutzentheorie*. Sie mag zutreffend für (interne) Investitionsrechnungen (also Ermittlung von Werten „hinter der vorgehaltenen Hand“) sein, nicht aber bei der Herleitung von offen gelegten Werten, wo es auf das Stichtagsprinzip und die Ähnlichkeit zwischen Bewertungsobjekt und Bezugsobjekt (z.B. Staatsanleihe bzw. Referenzunternehmen) und die Möglichkeit der Beseitigung von Unähnlichkeiten durch Adjustierung ankommt. Insoweit wird in der Literatur und im IDW S 1 Investitionsrechnung mit Unternehmensbewertung verwechselt. Es bleibt zu hoffen, dass künftig die Judikatur verstärkt theoriegeleitet geprägt ist, zumal es zahlreiche Gerichtsentscheidungen gibt, wo der grundsätzlich zu befürwortende Methodenpluralismus für die Bewertung von Unternehmen anerkannt wurde.

Dies führt generell zum Verwerfen des Kapitalwertkalküls in der Unternehmensbewertung und damit des Investitionsmodells (charakterisiert durch Rationalitätsprinzip, Expected Utility Theory, Zukunftsorientierung, Phasenbewertung, Ertragsstromberechnung, Methodenmonismus), das den tradierten Bewertungsmethoden (Zukunftserfolgswertkonzept) bzw. dem IDW S 1 zugrunde liegt und zur Präferenzierung des Substitutionsmodells (charakterisiert durch eingeschränkte Rationalität, strenges Stichtagsprinzip, Similarity Theory, Multiples, Methodenpluralismus), was wiederum im Hinblick auf den speziellen Fall *nutzenorientierter Verfahren* auf der Basis eines *Ähnlichkeitsvergleichs zwischen Unternehmen und Staatsanleihe* im Ergebnis wieder zur Formel ($W = E / i$) führt, die auch in zutreffender Weise vielen gerichtlichen Entscheidungen zugrunde liegt. Auf einen kurzen Nenner gebracht: Für Zwecke der Unternehmensbewertung sind Multiples theoretisch fundiert, diskontierte Zukunftsnutzenbeiträge sind es nicht.

Die in der Theorie diskutierten bzw. in der Praxis angewandten Bewertungsmethoden basieren regelmäßig entweder auf der Erwartungsnutzentheorie – so insb. die Ertragswert- und DCF-Verfahren – oder auf der Ähnlichkeitstheorie – so insb. bei Verwendung von Multiples. Nachfolgend werden die jeweiligen theoretischen Bezugsrahmen gegenüber gestellt und auf ihre Güte für die Ableitung von Marktwerten hin beurteilt.