

Themenheft: Aktuelle Probleme der Unternehmensbewertung

Wolfgang Ballwieser · Andreas Löffler

© Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. 2018

Das vorliegende Themenheft widmet sich mit fünf Beiträgen einem in den deutschsprachigen Ländern hoch entwickelten Gebiet der Betriebswirtschaftslehre: der Unternehmensbewertung. Wie sehr sich die Diskussion dort spätestens seit den 60er-Jahren des letzten Jahrhunderts von anderen Ländern abgesetzt hat, zeigt ein Vergleich deutschsprachiger Lehrbücher und Fachartikel einschlägiger wissenschaftlicher Zeitschriften mit angelsächsischen Werken. Artikel zur Unternehmensbewertung sind aus den „führenden“ wissenschaftlichen Zeitschriften (im Sinne der heute modernen Rankings) nahezu verschwunden.

Ein Blick auf den in London ansässigen International Valuation Standards Council (IVSC), der sich bemüht, weltweit einheitliche Bewertungsstandards zu schaffen, macht es nicht besser. Zwar charakterisiert sich diese Institution auf ihrer Website (<https://www.ivsc.org/>) als „independent, not-for-profit organisation that acts as the global standard setter for valuation practice and the valuation profession, serving the public interest“. In seinen aktuellen International Valuation Standards (IVS 2017) heißt es dann auch: „Our primary objective is to build confidence and public trust in valuation by producing standards and securing their universal adoption and implementation for the valuation of assets across the world. We believe that International Valuation Standards (IVS) are a fundamental part of the financial system, along with high levels of professionalism in applying them.“

Das International Accounting Standards Board (IASB) und die International Financial Reporting Standards (IFRS) werden vom IVSC dabei bewusst als institutionelles Vorbild genommen (vgl. insb. Talbot 2017). Konzeptionell und bewertungs-

W. Ballwieser (✉)

Fakultät für Betriebswirtschaft, Ludwig-Maximilians-Universität, München, Deutschland
E-Mail: ballwieser@bwl.lmu.de

A. Löffler

Fachbereich Wirtschaftswissenschaft, Freie Universität, Berlin, Deutschland

technisch zeigt sich aber in IVS 105 „Valuation Approaches and Methods“, dass die Bewertungszwecke weitgehend untergehen. Marktmultiplikatoren, die – mit viel Mühe – allenfalls Preisschätzungen vorzunehmen erlauben (aber nicht auf Werte rückschließen lassen, deren Resultat aufgrund von Handlungen der Marktteilnehmer erst Preise werden), sind ebenso wie „Premiums and Discounts“ zentral und umfangreich; die dort zu findenden Ausführungen zu Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren sind oberflächlich.

Das überwiegend induktive Gewinnungselement von Bewertungsregeln bei den IVS kollidiert mit der in der deutschsprachigen akademischen Welt vorherrschenden deduktiven Ableitung zweckgerechter Bewertungskalküle, mit der gebotenen Unterscheidung von Wert und Preis, mit der Verankerung an ganz unterschiedlichen Bewertungszwecken und damit verbundenen Komplexitätsreduktionen und entsprechend differenzierten Bewertungskalkülen. Es ist zwar verständlich, dass man in einer zunehmend wirtschaftlich verflochtenen Welt weltweit einheitliche, unterschiedliche Rahmenbedingungen verschiedener Länder abschleifende, leicht zu kommunizierende Bewertungslösungen nachfragt. Man darf aber nicht davon ausgehen, dass sie ohne weiteres zur angemessenen Lösung komplexer realer Sachverhalte in unterschiedlichen Rechtsordnungen führen.

In diesem Sonderheft wollen wir erneut zeigen, dass die deutschsprachige Literatur den zweifellos vorhandenen Vorsprung weiter ausbauen wird. Die vorliegenden Beiträge sind Ausdruck verschiedener aktueller Problemstellungen, sie schließen in Theorie und Praxis zu findende Lücken, haben kein eintönig einheitliches methodisches Vorgehen und unterschiedlich weitreichende Implikationen. Sie zeigen überzeugend die Reichhaltigkeit der Elemente einer theoretisch anspruchsvollen wie praktisch bedeutsamen Unternehmensbewertungstheorie.

Lutz Kruschwitz hat sich bereits in seiner Abschlussvorlesung am 13. Februar 2009 zum Problem der Anschlussverzinsung geäußert, nicht ohne zahlreiche Seitenhiebe gegen – aus seiner Sicht – unklare Fragen und Literaturäußerungen Dritter samt unangemessener Problembehandlungen. Eine überarbeitete und von ihm bewusst als Essay bezeichnete Fassung dieser Ausführungen liegt als Working Paper der FU Berlin vor (vgl. Kruschwitz 2009).

Kruschwitz behandelt hierin das theoretisch wie praktisch bedeutsame Problem bei der Gewinnung des sogenannten risikolosen Zinssatzes als einem üblichen Element des Barwertkalküls und stellt die Frage: „Mit welchen Zinssätzen soll man Cashflows diskontieren, die so weit in der Zukunft liegen, dass aus aktuellen Marktdaten keine Kassa-Zinssätze mit entsprechender Laufzeit abgeleitet werden können?“ (Kruschwitz 2009, S. 2). Seine Empfehlung lautet nach ausführlicher Literaturauseinandersetzung: „Cashflows, die so weit in der Zukunft liegen, dass aus aktuellen Marktdaten keine Kassa-Zinssätze mit entsprechender Laufzeit abgeleitet werden können, sollen mit dem Kassa-Zinssatz der längsten Laufzeit diskontiert werden, den man gerade noch aus aktuellen Marktdaten gewinnen kann.“ (Kruschwitz 2009, S. 26). Er begründet diese Aussage mit der Erfüllung vorher aufgestellter Forderungen nach Stichtagsabhängigkeit, Freiheit von erkennbaren Bruchpunkten und zunehmender Flachheit der mit Hilfe der *Svensson*-Methode geschätzten Zinsstrukturkurve. Das Vorgehen führe nicht zu logischen Widersprüchen, erfülle das Prinzip der Sparsamkeit und sei im Übrigen an Einfachheit kaum zu überbieten.

Der nunmehr vorliegende Beitrag von *Kruschwitz* geht über den Stand von 2009 weit hinaus. Die Diskussion wird über die damals vorherrschende Beschäftigung mit der *Svensson*-Methode, die der *Nelson-Siegel*-Klasse zugehörig ist, um die Auseinandersetzung mit dem *Smith-Wilson*-Modell erweitert, das in der Literatur zur Unternehmensbewertung bislang nur geringe Aufmerksamkeit gefunden hat. Während deutsche Wirtschaftsprüfer – in Anlehnung an die Deutsche Bundesbank und die Europäische Zentralbank – auf die *Svensson*-Methode zur Schätzung der Zinsstrukturkurve zur Gewinnung des sogenannten risikolosen Zinses setzen, verwendet die Europäische Versicherungsaufsicht EIOPA eine Variante der *Smith-Wilson*-Methode. Sie wurde – soweit erkennbar – im deutschsprachigen und praxisorientierten Bereich erstmals von *Martin Jonas* in der für das BMWI erstellten Gutachtlichen Stellungnahme zur Bewertung der Rückstellungen im Kernenergiebereich von Warth & Klein Grant Thornton aus dem Jahr 2015 (Warth & Klein 2015) ausführlicher behandelt. Die kritische Auseinandersetzung des Verfassers mit beiden Methoden hat damit eine erkennbar praktische Bedeutung. Weiterhin setzt sich der Verfasser mit einer jahrzehntealten Diskussion zur „social discount rate“ auseinander, die Ähnlichkeit mit der Problematik angemessener Anschlusszinssätze hat, und nennt Anhaltspunkte, weshalb es ratsam sein könnte, dass sich die Literatur zur Unternehmensbewertung auch damit künftig beschäftigt.

Kruschwitz selbst nennt seine Ergebnisse zur Extrapolation von Zinsstrukturkurven „ernüchternd“ und sieht als einzig erkennbaren Ausweg, sich „auf eine Konvention einzulassen“. Das mindert die Qualität seiner Analyse nicht, weil eine derart umfangreiche und transparente Argumentation anhand explizit genannter Kriterien zur Lösung eines theoretisch wie praktisch bedeutsamen Problems in der Literatur bisher fehlte.

Mit einem gleichermaßen aus der Praxis gewonnenen Problem setzen sich **Frederik Ruthardt** und **Dirk Hachmeister** unter dem Titel „Unternehmensbewertung zur Abfindungsbemessung – Normzweckadäquate Typisierungen für das Ertragswertverfahren unter Beachtung der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre“ auseinander. Sie knüpfen an eine zwischen Juristen, (akademischen) Betriebswirten und Wirtschaftsprüfern kontrovers ausgetragene Diskussion über normzweckadäquate Typisierungen für das Ertragswertverfahren bei aktienrechtlichen Abfindungen an. Juristen verweisen regelmäßig auf die Notwendigkeit einer Bestimmung des Verkehrswerts des Unternehmens, während von Wirtschaftsprüfern der sogenannte objektivierte Unternehmenswert nach IDW S1 herangezogen wird und die betriebswirtschaftliche Funktionenlehre auf Grenzpreise und deren Verarbeitung im Rahmen der Vermittlungsfunktion verweist. Auf Basis der aktienrechtlichen Wertungen werden die unterschiedlichen Perspektiven und deren Konsequenzen bei der Umsetzung des Ertragswertverfahrens diskutiert. Zur Problemlösung schlagen sie einen rechtlich typisierten Verkäufergrenzpreis vor, der sich konzeptionell in die betriebswirtschaftliche Funktionenlehre einfügt.

Die gebotenen Typisierungen haben sich nach *Ruthardt/Hachmeister* mit dem einer aktienrechtlichen Abfindungsbemessung zugrunde zu legenden Informationsstand des Bewerter (öffentliche vs. öffentliche und unternehmensinterne Informationen), der zu unterstellenden Geschäftspolitik (aktuelle vs. optimale Geschäftspolitik), der Berücksichtigung von Synergieeffekten (in der Sprache der Wirtschafts-

prüfer: unechte vs. unechte und echte Synergieeffekte), der Erfassung persönlicher Steuern und dem relevanten Alternativertragssatz zu beschäftigen. Ihre Diskussion beschränken sie auf die Themen Informationsstand, Unternehmenskonzept und Synergieeffekte. Nach *Ruthardt/Hachmeister* ist bei der Unternehmensbewertung von einer Angleichung des Informationsstandes zwischen Mehrheit und Minderheit, d. h. einer unternehmensinternen Perspektive, einem optimalen Unternehmenskonzept und einem typisierten Verkäufergrenzpreis auszugehen. „Aus Fairnessüberlegungen ist darüber hinaus ein Transaktionsvorteil aufgrund echter Synergien aus der konkreten Transaktion mit dem Mehrheitsaktionär zu ermitteln. Da es betriebswirtschaftlich an einer eindeutigen theoretisch richtigen Lösung mangelt, ist dieser Vorteil von den Spruchgerichten nach normativen Gesichtspunkten zu verteilen.“

Der Beitrag hat vielfältige Wurzeln in der betriebswirtschaftlichen Unternehmensbewertungstheorie und der aktienrechtlichen Rechtsprechung. Er geht dennoch an mehreren Stellen nicht nur darüber hinaus, sondern plädiert auch für eine bisher in der Rechtsprechung noch nicht (vollständig) akzeptierte Sichtweise. Es dürfte nicht leicht fallen, ihn als konträr zu aktienrechtlichen Wertungen (und damit als *de lege ferenda*) einzustufen.

Nicht als unmittelbar oder vorrangig praxisgetrieben, sondern stärker der grundlegenden analytischen Theorieentwicklung zugehörig sind die folgenden drei Beiträge einzustufen. Das macht sie nicht weniger spannend, zumal die methodischen Vorgehensweisen ganz unterschiedlich ausfallen.

Alexander Lahmann, Maximilian Schreiter und Bernhard Schwetzler widmen sich dem Einfluss von Insolvenz, Kapitalstruktur und Fremdkapitalfälligkeit auf den Unternehmenswert. Sie ermitteln mit Hilfe geschlossener Bewertungsgleichungen die Wirkung der gewählten Finanzierungsstrategie auf die Barwerte der Steuervorteile, der Refinanzierungs- und der Insolvenzkosten. Ferner zeigen sie, wie eine den Unternehmenswert maximierende Kapital- und Fälligkeitsstruktur, der nominelle risikoangepasste Fremdkapitalzinssatz und die Insolvenzwahrscheinlichkeit bestimmt werden können. Sie überprüfen ihre Modellergebnisse zu Fälligkeits- und Kapitalstruktur und zur Insolvenzwahrscheinlichkeit mit empirischen Beobachtungen und finden, dass die Modellergebnisse innerhalb der Bandbreite der Observationen liegen. Der Unternehmenswert hängt nach ihrem Modell nicht nur vom Trade-Off zwischen Steuervorteilen und Insolvenzkosten, sondern auch von der Abwägung des Vorteils einer kurzfristigen Anpassung des Fremdkapitalbestandes an die ökonomische Situation des Unternehmens samt damit verbundenen Refinanzierungskosten ab.

Ihre Analyse basiert auf einem zeitstetigen Modell, bei dem die operativen Risikoereignisse des Unternehmens durch eine geometrische *Brownsche* Bewegung für die „earnings before interest and taxes“ (das EBIT) des Unternehmens repräsentiert werden. Das schließt zwar negative freie Cashflows aus, ist aber mit dem Insolvenzauslöser „Zahlungsunfähigkeit“ vereinbar und vermeidet, die Fragestellungen von *Lahmann et al.* mit dem des Ausgleichs negativer EBITs, der Dividendenpolitik oder dem Vorhalten von Liquiditätsreserven zu vermischen. „Die hier abgeleiteten Ergebnisse zeigen zum einen, dass die Einbeziehung einer möglichen Insolvenz und damit verbundene finanzielle Nachteile einen erheblichen Effekt auf die Wahl der Kapitalstruktur sowie den damit verbundenen Unternehmenswert aufweisen. Eine

Vernachlässigung dieses Einflusses kann zu deutlichen Fehlbewertungen führen. Zum zweiten verdeutlichen die Ergebnisse, dass neben der Kapitalstruktur mit der Laufzeit-/Fälligkeitsentscheidung für das Fremdkapital ein weiterer, in Unternehmensbewertungsmodellen bislang unbeachteter Faktor mit signifikantem Einfluss auf den Unternehmenswert existiert.“

Der hier abgedruckte, gleichermaßen technisch anspruchsvolle wie lange Beitrag findet eine Erweiterung in einem Online-Anhang, der zusätzliche mathematische Ableitungen enthält. Er geht zweifellos über die bestehende Literatur deutlich hinaus.

Mit dem Zusammenhang von aktienbasierter erfolgsabhängiger Entlohnung und Unternehmensbewertung beschäftigt sich im Folgenden **Andreas Schüler**. Aufgrund ihrer theoretischen und praktischen Bedeutung ist nach seiner Auffassung – unabhängig vom Bewertungsanlass – eine konsistente Berücksichtigung der aktienbasierten Entlohnung bei der Unternehmensbewertung notwendig, um den Wert des Eigenkapitals korrekt berechnen zu können. Die Literatur hierzu offenbart aber große Lücken. Er untersucht deshalb eingangs, wie sich ausgewählte Formen der erfolgsabhängigen Entlohnung von Managern mit realen oder virtuellen Aktien oder Optionen in der Unternehmensbewertung abbilden lassen und zeigt mit Hilfe eines einperiodigen Binomialmodells, welche Bewertungsvarianten sich für Kaufoptionen ergeben, die an Manager ausgereicht werden. Er stellt Alternativen zur Integration eines Optionsplans in die Discounted Cash Flow (DCF)-Bewertung dar und entwickelt mit dessen Zahlungs- und Risikowirkungen kompatible Bewertungsverfahren in Form von Brutto- und Nettoansatz, einschließlich zugehöriger Kapitalkostendefinitionen. Dabei ergibt sich beim Nettoansatz ein Interdependenzproblem.

Schüler geht sodann auch auf die sogenannte Treasury Stock-Methode, die in SFAS 128 und in IAS 33 verankert ist, ein, die u. a. *Damodaran (2012)* zur Bewertung bei ausgereichten Employee Stock Options (ESO) anführt. Er diskutiert die Aufteilung von Risiko und erwartetem Mehrwert zwischen Managern und (Alt)Eigentümern und erhält als Nebenprodukt „schlanke Betadefinitionen“ für den Binomialfall, die in der Literatur neu sind. Schließlich erweitert er seine Betrachtung um zusätzliche praxisrelevante Varianten der aktienbasierten Entlohnung, eine Skizze der Abbildung weiterer Teilzahlungsströme und den Zweiperiodenfall. Ebenso zeigt er, dass ein Einsatz der in der internationalen Rechnungslegung zur Ermittlung des verwässerten Gewinns pro Aktie verankerten Treasury Stock-Methode auch in einer korrigierten Fassung nicht empfehlenswert ist.

Der Beitrag fügt zwei bisher weitgehend unabhängig voneinander diskutierte Bereiche produktiv zusammen und trägt als ein erster robuster Schritt zur Schließung der eingangs genannten Theorielücke bei.

Christian Toll beschäftigt sich schließlich im letzten Beitrag mit der Bewertung einer Unternehmensspaltung aus Sicht der Anteilseigner des zu spaltenden Unternehmens. Die Besonderheit des Beitrags liegt nicht nur in der Thematik, sondern insbesondere in dem investitionstheoretischen Ansatz, wie er insbesondere von *Manfred Jürgen Matschke* und *Thomas Hering* entwickelt und gepflegt wird, ohne Mainstream zu sein. Sollte die Entscheidung zur Unternehmensspaltung unter Abwägung ihrer Vor- und Nachteile fallen, steht die Verteilung der Einflussrechte (direkte oder indirekte Eigentumsanteile) und damit die Aufteilung der Zukunftserfolge der aus der Spaltung hervorgehenden Unternehmen auf die betroffenen Parteien im Mittelpunkt

eines Konflikts. Dieser liegt freilich nur dann vor, wenn sich die Eigentumsstruktur an den Spaltungsunternehmen von derjenigen vor der Spaltung unterscheidet. Genau diese Annahme liegt den Ausführungen von *Toll* zugrunde. Zur Lösung des bei der verhältnisändernden Spaltung aufkommenden Konflikts bestimmt er mit Hilfe einer Unternehmensbewertung, welche Anteilsquote die Eigentümer des Ursprungsunternehmens an den Spaltungsunternehmen mindestens erhalten müssen (Grenzquotenkalkül), damit sie sich ökonomisch nicht verschlechtern. Da neben den erwarteten Ausschüttungsbeträgen auch die Ausgestaltung der Herrschafts- und Kontrollrechte entscheidungsrelevant sein könnte, lässt er für die in die Spaltung involvierten Parteien auch derartige Nebenziele in den Bewertungskalkül einfließen.

Tolls Analyse erfolgt unter den Annahmen der Sicherheit und der Unsicherheit, wobei im letzten Fall unsicherheitsaufdeckende anstelle von unsicherheitsverdichtenden Verfahren präferiert werden. Da die hierbei erfolgende „Risikoanalyse dem betrachteten Anteilseigner (...) nicht ‚vorgaukeln‘ möchte, ihm die Letztentscheidung hinsichtlich der Unternehmensspaltung abnehmen zu können, ist es vielmehr ihre Aufgabe, eine transparente Entscheidungsgrundlage zur Verfügung zu stellen, auf deren Basis er in der Verhandlungssituation eine unternehmerische Entscheidung unter Berücksichtigung seiner Sicherheitspräferenz fällen kann.“

Der Verfahrensvorschlag wird als heuristische Vereinfachung verstanden, um das in Theorie und Praxis bekannte Komplexitätsproblem zu bewältigen. Die Vor- und Nachteile des Vorschlags werden umfang- und kenntnisreich diskutiert. Aufbauend auf *Bysikiewicz* (2008), welcher für die Entwicklung seines Verfahrensvorschlags auf das Zustands-Grenzquotenmodell in *Hering* (2004) zurückgriff, zeigt der Beitrag erstmalig auf, „wie eine allgemeingültige Grenzquotenermittlung bei Vermögensmaximierung und Berücksichtigung privater Finanzumschichtungen zu erfolgen hat. Die Analyse unter dem Vermögensmaximierungsziel ist nicht nur wegen des Umgehens des besonders unter Unsicherheit relevanten Flaschenhalsoptimierungsproblems, sondern auch angesichts der an die neoklassischen Arbitragemodelle anschlussfähigen Struktur bedeutsam, welche einen Brückenschlag zwischen Investitions- und Finanzierungstheorie ermöglicht.“

Die Unterschiedlichkeit der Themen, Methoden und Implikationen zeigt die Vielschichtigkeit und den Entwicklungsstand der Unternehmensbewertungstheorie auf das Schönste auf. Das Heft kann Anregung für zahlreiche weitere Auseinandersetzungen sein, zu denen die Leser aufgerufen sind. Wir als Betreuer dieses Themenheftes danken nicht nur den Autoren, sondern insbesondere auch den gleichermaßen kompetenten wie geduldigen, aber hier namenlos bleibenden Gutachtern der Manuskripte für ihren großen, keineswegs selbstverständlichen Einsatz!

Wolfgang Ballwieser

Andreas Löffler

Literatur

- Bysikiewicz, Marcus. 2008. *Unternehmensbewertung bei der Spaltung*. Wiesbaden: Gabler.
- Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation*. (3. Aufl.). Hoboken: John Wiley & Sons.
- Hering, Thomas. 2004. Der Entscheidungswert bei der Fusion. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 56(2):148–165.
- IVSC, *International Valuation Standards 2017*.
- Kruschwitz, Lutz. 2009. Zum Problem der Anschlussverzinsung, School of Business & Economics Discussion Paper: FACTS, No. 2009/15. <http://hdl.handle.net/10419/30160>. Zugegriffen: 07.03.2018.
- Talbot, Nick. 2017. Promoting a European Valuation Profession, Präsentation auf der VI. OIV Konferenz an der Bocconi Universität in Mailand am 4. Dezember. <http://www.fondazioneoiv.it/it/relazioni-4-dic-17>. Zugegriffen: 07.03.2018.
- Warth & Klein. 2015. Gutachtliche Stellungnahme zur Bewertung der Rückstellungen im Kernenergiebereich. bmwi.pro.contentstream.de/18004initag/ondemand/3706initag/bmwi/pdf/stresstestkernenergie.pdf. Zugegriffen: 07.03.2018.