

Kombinationsverfahren und Residualgewinnmethode in der Unternehmensbewertung: konzeptioneller Zusammenhang

Wolfgang Schultze

Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Schultze, Wolfgang. 2003. "Kombinationsverfahren und Residualgewinnmethode in der Unternehmensbewertung: konzeptioneller Zusammenhang." *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR)* 2003 (10): 458–64.

Nutzungsbedingungen / Terms of use:

licgercopyright

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under these conditions:

Deutsches Urheberrecht

Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:

<https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publiz/>



KOMBINATIONSVERFAHREN UND RESIDUALGEWINNMETHODE IN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG: KONZEPTIONELLER ZUSAMMENHANG

I. Einleitung

Unter Kombinationsverfahren versteht man Bewertungsverfahren, die Elemente sowohl der Einzel- als auch der Gesamtbewertung in die Unternehmensbewertung einfließen lassen.¹ Sie existieren als einfache Mischwerte aus Substanz- und Ertragswert sowie als Übergewinnverfahren. Sie sind in der Praxis sehr beliebt.² Eine Studie von *Peemöller/Meyer-Pries* über die Bedeutung von Bewertungsverfahren bei Steuerberatern ergibt z. B. eine Häufigkeit der Anwendung von Kombinationsverfahren in 56,5 % der Bewertungsfälle.³ Diese Beliebtheit resultiert im Wesentlichen aus der Notwendigkeit zur Vereinfachung bei der Bewertung.⁴ In der Literatur gelten die Kombinationsverfahren dagegen seit langem als problematisch und überholt.⁵ Als theoretisch richtig gelten heute allein die zukunftsorientierten Verfahren, deren verschiedene Varianten grundsätzlich ineinander überführbar sind.⁶

Unter den zukunftsorientierten Verfahren ähnelt das Residualgewinnmodell den in der Praxis beliebten Kombinationsverfahren in verschiedener Hinsicht. Erstens wird auch hier der Unternehmenswert durch zwei Komponenten, den Wert der Substanz und den Barwert der Residualgewinne ermittelt. Zweitens spielt bei beiden Verfahren der Wert und die Lebensdauer des Geschäftswerts (Goodwill) als Barwert der Übergewinne eine entscheidende Rolle. Im Folgenden sollen daher Parallelen aufgezeigt werden und Schlussfolgerungen für die Bewertungspraxis gezogen werden. Insbesondere gilt es zu untersuchen, ob sich die kritische Sicht der Kombinationsmodelle durch die neueren Erkenntnisse der Bewertungstheorie und der

* Dr. Wolfgang Schultze, wissenschaftlicher Assistent und Habilitand am Lehrstuhl für Wirtschaftsprüfung und Controlling der Universität Augsburg, Universitätsstraße 16, 86135 Augsburg, E-mail: wolfgang.schultze@wiwi.uni-augsburg.de

¹ Vgl. Mandl/Rabel, Unternehmensbewertung, 1997, S. 49.

² Vgl. Helbling, Unternehmensbewertung und Steuern, 1995, S. 121, 151. Für einen Überblick über verschiedene Studien vgl. Mandl/Rabel, a. a. O. (Fn. 1), S. 58ff.

³ Vgl. Peemöller/Meyer-Pries, Unternehmensbewertung in Deutschland, DStR 1995, S. 1204.

⁴ „Dabei dürfen solche theoretisch unangemessene Verfahren nicht einfach abgetan werden, sondern sie sind infolge der Unsicherheit der Zukunft häufig in der Praxis der einzig gangbare und sinnvolle Weg zur Bewertung eines Unternehmens als Ganzes.“ Helbling, a. a. O. (Fn. 2), S. 149; vgl. auch Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983, S. 62.

⁵ Vgl. Moxter, a. a. O. (Fn. 4), S. 60ff. m. w. N.; Mandl/Rabel, a. a. O. (Fn. 1), S. 63. Wie Moxter (S. 62) betont, darf man „vom Spezialisten eine andere Kunstfertigkeit erwarten als vom Nichtspezialisten“.

⁶ Vgl. hierzu Coenenberg/Schultze, Unternehmensbewertung: Konzeptionen und Perspektiven, in: DBW 2002, S. 597-621.

Residualgewinnmethode relativieren lassen oder ob sich, bei Fortbestehen der Kritik, Elemente der Kombinationsverfahren für die zukunftsorientierte Bewertung nutzen lassen.⁷

II. Kombinationsverfahren

Die Entwicklung der Lehre von der Bewertung ganzer Unternehmen fußt historisch auf der Bewertung der vorhandenen Substanz, wobei aber schon immer der entsprechende Nutzwert der Vermögenswerte im Sinne der mit ihrem Eigentum verbundenen Zukunftserfolge eine wesentliche Rolle gespielt hat.⁸ Sehr früh wurde erkannt, dass der Geschäftswert (Goodwill) im Sinne nicht einzelbewertbarer Substanz wie Know-How, Organisation etc. einen wesentlichen Anteil am Unternehmenswert trägt. Wegen der fehlenden Einzelbewertbarkeit dieser Wertkomponente scheidet eine Unternehmensbewertung allein anhand der Substanzwertmethode (im Sinne eines Vollrekonstruktionswerts) aus. Aus der Kritik an den substanzorientierten Verfahren heraus wurde der Ertragswert als entsprechender Gegenpol zur Substanzbewertung entwickelt, um alle wertrelevanten Aspekte in die Bewertung einfließen lassen zu können. Der Goodwill ergibt sich als Residualgröße aus Ertragswert und Teilrekonstruktionswert (ohne Goodwill). Der Substanzwert als Vollrekonstruktionswert (inkl. Goodwill) entspricht damit in der Höhe dem Ertragswert, lässt sich aber nicht ohne einen Umweg über die Bewertung von Zukunftserfolgen ermitteln.

Auch wenn sich inzwischen die Meinung durchgesetzt hat, dass der Unternehmenswert zukunftsbezogen als Bewertungseinheit zu ermitteln ist, wird doch wegen der vielen unbekannten und unsicheren Faktoren, die in eine solche Bewertung einfließen, in der Praxis häufig auf Konventionen und Kompromisslösungen abgestellt. Statt einer reinen Ertragsbewertung und dem Substanzwert werden unterschiedlich geartete Kombinationen vorgenommen.⁹

1. Überblick

a) Mittelwertverfahren

Das Mittelwertverfahren wurde von Schmalenbach begründet und war früher auch unter dem Begriff *Berliner Methode* bekannt.¹⁰ Es errechnet den Unternehmenswert (UW) als einfaches arithmetisches Mittel aus Ertragswert (E) und Substanzwert im Sinne des Teilrekonstruktionswerts (S):¹¹

⁷ „Auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung ist eine Verbindung von Theorie und Praxis besonders wichtig. Viele Arbeiten werden sonst zur reinen „l’art pour l’art“.“ Helbling, a. a. O. (Fn. 2), S. 153.

⁸ Vgl. hierzu und zum Folgenden Helbling, a. a. O. (Fn. 2), S. 151.

⁹ Vgl. Helbling, a. a. O. (Fn. 2), S. 115, 149; hierzu auch Moxter, a. a. O. (Fn. 4), S. 62.

¹⁰ Vgl. Schmalenbach, Die Beteiligungsfinanzierung, 1966, S. 36; hierzu Helbling, a. a. O. (Fn. 2), S. 121.

¹¹ Vgl. hierzu Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 1976, S. 85. In der Praxis sind aber auch andere Gewichtungen üblich. So wird z. B. nach der *Schweizer Methode* der Ertragswert wegen seiner größeren Bedeutung doppelt gewichtet; vgl. Helbling, a. a. O. (Fn. 2), S. 123.

$$UW = \frac{S + E}{2}.$$

Der Ertragswert wird dabei i. d. R. vereinfacht durch den Barwert der ewigen Rente der durchschnittlichen erwarteten Zukunftserfolge (Gewinne) ermittelt, $E = \frac{G}{i}$, womit der

Mittelwert sich generalisieren lässt als:

$$UW = \frac{(aS + bE)}{a + b} \Leftrightarrow UW = S + \frac{b}{a + b}(E - S)$$

Berücksichtigt man weiterhin, dass $S = \frac{i \times S}{i}$, so lässt sich die Mittelwertmethode auch auf der Basis von Übergewinnen formulieren:

$$UW = S + \frac{b}{a + b} \frac{(G - iS)}{i}.$$

Der Barwert der die Verzinsung der Substanz übersteigenden Gewinne, der Übergewinne, entspricht dem Geschäftswert des Unternehmens. Der Gewichtungsfaktor¹² ist interpretierbar als ein Faktor zur Bemessung der Lebensdauer des Goodwill bzw. desjenigen Anteils am Goodwill, der mit dem Kaufpreis abgegolten werden soll. Damit gehen die Mittelwertverfahren in die Verfahren zur Abgeltung von Übergewinnen über.

b) Verfahren der Übergewinnabgeltung

Grundsätzlich setzt sich der Unternehmenswert aus dem Substanzwert und dem Wert des Goodwills (GW) zusammen: $UW = S + GW$. Der Goodwill „bezeichnet die Möglichkeiten des Unternehmens, ‚Übergewinne‘ zu erzielen.“¹³ Als Übergewinne werden solche Gewinne bezeichnet, die den ‚Normalgewinn‘ im Sinne einer Verzinsung des Substanzwerts zu den Kapitalkosten übersteigen. „Solche ‚Übergewinne‘ gelten indessen als ‚flüchtig‘, als nur vorübergehend realisierbar.“¹⁴ Dem Übergewinnverfahren liegt die Vorstellung zugrunde,¹⁵ dass langfristig nur ein Normalertrag in Höhe der Verzinsung des Substanzwerts zu den Kapitalkosten erzielt werden kann. Eine darüber hinausgehende Überrendite kann aufgrund des Konkurrenzmechanismus nur vorübergehend erzielt werden. Deshalb werden sie bei den Verfahren der Übergewinnabgeltung nur für eine begrenzte Anzahl von Jahren (n) der „Übergewinndauer“, i. d. R. von 3-8 Jahren, im Unternehmenswert berücksichtigt.¹⁶

¹² Vgl. Coenenberg/Sieben, Unternehmensbewertung, in: Grochla/Wittmann (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4. Aufl. 1976, Sp. 4075f. für einen Überblick über die verschiedenen verfahrensspezifischen Gewichtungsfaktoren.

¹³ Moxter, a. a. O. (Fn. 12), S. 86.

¹⁴ Moxter, a. a. O. (Fn. 12), S. 86.

¹⁵ Vgl. hierzu Moxter, a. a. O. (Fn. 4), S. 56.

¹⁶ Vgl. Moxter, a. a. O. (Fn. 4), S. 56.

In der einfachsten Version der Verfahren der Übergewinnabgeltung werden Übergewinne für eine bestimmte Anzahl von Jahren (n) (z. B. 5 Jahre) zum Substanzwert undiskontiert hinzugezählt: $UW = S + n(G - iS)$. Dieser einfachen Vorgehensweise sehr ähnlich ist das Stuttgarter Verfahren, bei dem zum Substanzwert das Fünffache des Übergewinns, d. h. des die Normalverzinsung bzw. die Kapitalkosten (i. H. v. derzeit 9 %) überschreitenden Gewinns, hinzugezählt wird.¹⁷ Die Berechnung der Mindestverzinsung erfolgt dabei allerdings auf Basis des Unternehmenswerts, nicht des Substanzwerts:¹⁸

$$UW = S + n(G - i \times UW) \Rightarrow UW = \frac{1}{(1 + n \times i)} (S + n \times G)$$

Das Stuttgarter Verfahren ist nach R 96ff. ErbStR für die Ermittlung des gemeinen Werts nach § 11 Abs. 2 S. 2 BewG vorgeschrieben, um den Wert nicht notierter Anteile an Kapitalgesellschaften für Zwecke der Steuerbemessung (Erbschafts-, Schenkungssteuer) abzuschätzen. Auch für gesellschaftsvertragliche Abfindungsregelungen, bei denen vertraglich das Stuttgarter Verfahren vorgegeben ist, wird es häufig angewendet.¹⁹ Mit $E = \frac{G}{i}$ lässt sich der daraus resultierende Unternehmenswert auch als Kombination aus Ertragswert und Substanzwert darstellen, bei der die Differenz aus Ertrags- und Substanzwert, der Goodwill, zu $0,45/1,45 = 31\%$ in den Wert einfließt:

$$UW = S + \frac{n \times i}{1 + n \times i} \times (E - S).$$

Bei der Methode der Übergewinndiskontierung, auch als UEC-Methode bekannt, wird nicht nur eine Anzahl von Übergewinnen durch einfache Addition zum Substanzwert hinzugezählt, sondern deren Barwert. Der Barwert wird über den Rentenbarwertfaktor ($RBF_{i,n}$), in Abhängigkeit vom Kalkulationszins i und der Lebensdauer n des Goodwill bestimmt.²⁰

$$UW = S + RBF_{i,n}(G - iS)$$

¹⁷ Vgl. R 100 ErbStR.

¹⁸ Das Stuttgarter Verfahren betrachtet folglich die Verzinsung des ermittelten Unternehmenswert als Normalverzinsung; vgl. auch Moxter, a. a. O. (Fn. 12), S. 99f.

¹⁹ Auch in der Rechtsprechung wird heute primär den zukunftsorientierten Verfahren die Befähigung zur Ermittlung eines rechtsrichtigen Werts zuerkannt. Das Stuttgarter Verfahren wird daher von Sachverständigen und Gerichten nicht mehr angewendet, wenn es nicht in Gesellschafterverträgen als Wertmaßstab zugrundegelegt wird, was jedoch relativ häufig der Fall ist. Vgl. Piltz, Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2001, Tz. 1920ff. m. w. N.

²⁰ Vgl. Helbling, a. a. O. (Fn. 2), S. 113 m. w. N.; Moxter, a. a. O. (Fn. 12), S. 87; Viel/Bredt/Renard, Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, 1975, S. 62f.

2. Kritik

Die Literatur hat sich eingehend mit den Kombinationsverfahren auseinandergesetzt²¹ und kommt einhellig zum Urteil, dass ihre Anwendung „theoretisch unhaltbar ist“²².

Hauptansatzpunkte der Kritik sind die schematische Kombination von Substanz- und Ertragswert sowie die Festlegung der Lebensdauer des Goodwill auf einen festen Zeitraum.²³ Die Frage nach der Lebensdauer des Goodwill ist, wie schon die Diskussion um die planmäßige Abschreibung des Goodwill zeigt, nicht generalisierbar.²⁴ Der Substanzwert ist aufgrund der damit verbundenen Schätzungsprobleme als eigenständiger Wertfaktor im Rahmen der Unternehmensbewertung theoretisch nicht begründbar,²⁵ weshalb ihm in der modernen Unternehmensbewertung nur mehr Hilfsfunktionen zugesprochen werden.²⁶ Da sich auch die Kombinationsverfahren auf ihn stützen, gelten hierfür dieselben Kritikpunkte.²⁷

Kritisch hierbei ist, dass bei den Kombinationsverfahren der Substanzwert als selbständige Wertdeterminante betrachtet wird, so dass das Verhältnis von Substanz und Ertrag ungeklärt bleibt und somit nicht die Substanz als ursächlich für den Ertrag verstanden wird.²⁸ Die Kombinationsverfahren können aber als ein Versuch gewertet werden, die früher bei der Ertragswertmethode häufig übliche ewige Fortschreibung der Zukunftserfolge, und damit auch der Überrenditen, auf den Zeitraum der Lebensdauer des Goodwill zu beschränken.²⁹ Dieses grundsätzliche Problem der Fortschreibung von Zukunftserfolgen zeigt sich auch heute bei der Bemessung der ewigen Rente zur Berechnung des Restwerts am Ende des Planungshorizonts. Gerade hier bietet das Residualgewinnmodell entscheidende Vorteile. Auch dieses beruht auf einer Kombination von Übergewinnen und dem Wert der Substanz. Es ist jedoch theoretisch fundiert und in die übrigen zukunftsorientierten Bewertungsverfahren überführbar. Im Folgenden werden daher Parallelen und Unterschiede zu den Kombinationsmodellen aufgezeigt sowie Lehren aus den Kombinationsmethoden gezogen.

²¹ Für einen ausführlichen Literaturüberblick vgl. Moxter, a. a. O. (Fn. 4), S. 60ff.

²² Dörner, Die neue UEC-Methode der Unternehmensbewertung, WPg 1977, S. 659; vgl. auch Moxter, a. a. O. (Fn. 4), S. 61; WP-Handbuch 1977, S. 1133ff., 1225ff.

²³ Vgl. Dörner, a. a. O. (Fn. 23), S. 658.

²⁴ Vgl. nur Coenenberg, Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 19. Aufl. 2003, S. 616f.

²⁵ Vgl. Dörner, a. a. O. (Fn. 23), S. 659.

²⁶ Vgl. WP-Handbuch 1998, S. 133.

²⁷ Vgl. Moxter, a. a. O. (Fn. 12), S. 103, 62ff.; Moxter, a. a. O. (Fn. 4), S. 60.

²⁸ Vgl. z. B. Viel, Empfehlungen zur Bewertung von ganzen Unternehmungen, ZfbF 1970, S. 333.

²⁹ Vgl. Viel/Bredt/Renard, a. a. O. (Fn. 21), S. 66f.

III. Residualgewinnmodell

1. Theoretische Grundlagen

Das Residualgewinn-Modell stellt neben der Ertragswertmethode und den Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren eine von drei Alternativen der zukunftsorientierten Bewertung dar, bei der im Gegensatz zu substanzorientierten Verfahren der Unternehmenswert auf Basis von erwarteten, zukünftigen Erfolgen ermittelt wird. Grundlage aller zukunftsorientierten Methoden ist das Zuflussprinzip, d. h. der Grundsatz der Bewertung der Rückflüsse aus dem Unternehmen an die Eigner.³⁰ Alle Zukunftserfolgswerte basieren daher theoretisch auf der Diskontierung der Nettoentnahmeerwartungen (ENÜ), d. h. der erwarteten Ausschüttungen (D) abzüglich von Kapitalerhöhungen (mp), was von MILLER/MODIGLIANI auch als „fundamentale Bewertungsgleichung“ bezeichnet wird.³¹

$$UW_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(D_t - m_t p_t)}{(1 + r_{Ek})^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ENÜ_t)}{(1 + r_{Ek})^t}$$

Da Entnahmeüberschüsse (ENÜ) aber nicht ohne eine Prognose der im operativen Geschäft erwirtschafteten Überschüsse bestimmt werden können, werden sie in der Unternehmensbewertung durch betriebliche Ertrags-, Einnahme- oder Einzahlungsüberschüsse approximiert.³²

Die in Deutschland weitverbreitete Ertragswertmethode greift bei der Ermittlung der Nettoausschüttungen an die Unternehmenseigner auf prognostizierte Ertragsüberschüsse zurück. Ihre tatsächliche finanzielle Ausschüttungsfähigkeit wird in einer Nebenrechnung, der Finanzbedarfsrechnung überprüft, die den Außenfinanzierungsbedarf unter Berücksichtigung der geplanten Ausschüttungen, Investitionen und möglichen Innenfinanzierung ermittelt.³³ Zusätzlich müssen bei der Bewertung Anpassungen vorgenommen werden die sicherstellen, dass das Unternehmen unter diesen Ausschüttungsannahmen weiter existieren kann.

³⁰ Vgl. Moxter, a. a. O. (Fn. 4), S. 79. Vgl. hierzu auch Sieben, Der Unternehmenserfolg als Determinante des Unternehmenswerts, Domsch et. al. (Hrsg.), Unternehmungserfolg: Planung - Ermittlung - Kontrolle, FS für Walther Busse von Colbe, 1988, S. 361 m. w. N. Vgl. auch die bekannte Darstellung in Helbling, a. a. O. (Fn. 2), S. 86 und auch Miller/Modigliani, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business 1961, S. 411f.

³¹ Vgl. Miller/Modigliani, a. a. O. (Fn. 31), S. 419; m bezeichnet hier die Anzahl neuer Aktien, p deren Ausgabepreis.

³² Vgl. z. B. Gerling, Unternehmensbewertung in den USA, 1985, S. 66ff., 199; Maul, Offene Probleme der Bewertung von Unternehmen durch Wirtschaftsprüfer, DB 1992, S. 1255ff.; im Folgenden wird der Begriff Einzahlungsüberschuss ausschließlich für betriebliche Zahlungsüberschüsse, also für Zahlungen zwischen der Umwelt ohne Eigner und dem Unternehmen, verwendet.

³³ Vgl. WP-Handbuch 1998, S. 89ff.

Die Discounted Cashflow-Methoden bewerten an der Stelle von Nettoausschüttungen sog. Free Cashflows (FCF) bei denen es sich um Einzahlungsüberschüsse handelt, die im Unternehmen frei verfügbar sind, um sie zur Befriedigung der Ansprüche der Investoren zu verwenden, nachdem alle nötigen bzw. sinnvoll möglichen Investitionen getätigt wurden.³⁴ Grundlage dieser Methodik ist die Arbeit von MILLER /MODIGLIANI³⁵, die auf der Gleichheit von Mittelherkunft und Mittelverwendung basiert: Bei gegebenen Investitionen (ICF) und gegebenen Cashflows aus dem operativen Geschäft (OCF) können höhere Ausschüttungen (D) nur durch neues Eigenkapital (mp) bewirkt werden:³⁶

$$m_t p_t + OCF_t = ICF_t + D_t$$

Durch Umstellen der Gleichung wird offensichtlich, dass die Nettoausschüttungen den operativen abzgl. investiven Einzahlungsüberschüssen des Unternehmens entsprechen:

$$D_t - m_t p_t = OCF_t - ICF_t$$

Durch Substitution der Nettoausschüttungen durch die Differenz aus operativen und investiven Einzahlungsüberschüssen im Bewertungsmodell entsteht das DCF-Modell:

$$UW_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(OCF_t - ICF_t)}{(1 + r_{Ek})^t}.$$

Nach dieser Vorgehensweise lassen sich unter Vervollständigung der Gleichung für Mittelherkunft und –verwendung um die Möglichkeit der Fremdfinanzierung sowie die Nutzung bestehender Bestände an Liquidität mithilfe der Kapitalflussrechnung die verschiedenen praktisch angewendeten DCF-Ansätze ableiten.³⁷

Auch das Residualgewinn-Modell lässt sich aus der „fundamentalen Bewertungsgleichung“, d. h. dem Barwert der erwarteten Entnahmeüberschüsse (ENÜ), ableiten. Anders als beim DCF-Modell bildet hier aber nicht die Gleichheit von Mittelherkunft und –verwendung den Ausgangspunkt für die Substitution der Nettoausschüttungen, sondern das Kongruenzprinzip, nach dem über die gesamte Lebensdauer des Unternehmens der Totalgewinn gleich der

³⁴ Vgl. hierzu ausführlich Schultze, Methoden der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2003, S. 370ff.

³⁵ Vgl. Miller/Modigliani, a. a. O. (Fn. 31), S. 416; hierzu auch Damodaran, Investment Valuation, 1996, S. 101.

³⁶ Vgl. Miller/Modigliani, a. a. O. (Fn. 31), S. 414f.

³⁷ Vgl. Coenenberg/Schultze, Unternehmensbewertung anhand von Entnahme- oder Einzahlungsüberschüssen: Die Discounted Cash Flow-Methode, in: Matschke/Schildbach (Hrsg.), Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, 1998, S. 275ff.; ausführlich zur Kapitalflussrechnung Coenenberg, a. a. O. (Fn. 25), S. 972ff.; Coenenberg, Kapitalflussrechnung als Instrument der Bilanzanalyse, Der Schweizer Treuhänder, S. 311ff.; Coenenberg/Meyer, Kapitalflussrechnung als Objekt der Bilanzpolitik, in: Wollmert et. al. (Hrsg.), Wirtschaftsprüfung und Unternehmensüberwachung, 2003.

Reinvermögensmehrung, gleich der Summe der Einzahlungsüberschüsse (EZÜ) ist.³⁸ Die Summe der Abschnittserfolge muss deckungsgleich mit dem Totalerfolg sein:

$$\sum_{t=0}^T (EN\ddot{U}_t) = \sum_{t=0}^T (ER\ddot{U}_t) = \sum_{t=0}^T (EZ\ddot{U}_t)$$

Diese Bedingung ist gleichbedeutend mit der sog. „*clean surplus relation*“, die in der angloamerikanischen Literatur den Umstand bezeichnet, dass alle nicht auf Außenfinanzierung beruhenden Änderungen des Eigenkapitals über die GuV geführt werden und damit auch zu einer Veränderung des Gewinns führen, m. a. W. dass sich alle Veränderungen des Eigenkapitals auf Ertrags- und Entnahmeüberschüsse zurückführen lassen.³⁹

$$\begin{aligned} EK_t^B &= EK_{t-1}^B + ER\ddot{U}_t - EN\ddot{U}_t \\ \Leftrightarrow EN\ddot{U}_t &= ER\ddot{U}_t - (EK_t^B - EK_{t-1}^B) = ER\ddot{U}_t - \Delta EK_t^B \end{aligned}$$

Die Bedingung lässt sich nutzen, um die „fundamentale Bewertungsgleichung“ auf der Grundlage von Ertragsüberschüssen zu formulieren:⁴⁰

$$UW_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(EN\ddot{U}_t)}{(1 + r_{EK})^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ER\ddot{U}_t - \Delta EK_t^B}{(1 + r_{EK})^t}$$

Der Abzug der Eigenkapitalveränderungen von den Ertragsüberschüssen lässt sich auch durch den Abzug von kalkulatorischen Zinsen auf diese Eigenkapitalveränderungen ersetzen, solange der Barwert dieser kalkulatorischen Zinsen der Höhe der Eigenkapitalveränderungen entspricht. Nach dem LÜCKE-Theorem gilt allgemein, dass sich der Barwert jeder Rechengröße durch eine andere ermitteln lässt, indem man kalkulatorische Zinsen (z_t) auf die jeweilige Bestandsgröße (B) berechnet, mit der die beiden Rechengrößen miteinander in Zusammenhang stehen.⁴¹

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{Y_t}{(1+r)^t} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{X_t - z_t}{(1+r)^t} \text{ mit } z_t = r \times B_{t-1} \text{ und } B_{t-1} = B_0 + \sum_{s=0}^{t-1} (X_s - Y_s)$$

³⁸ Vgl. Hax, Investitionstheorie, 5. Aufl. 1993, S. 149; Münstermann, Kongruenzprinzip und Vergleichbarkeitsgrundsatz im Rahmen der dynamischen Bilanzlehre, BFuP 1964, S. 430; Schmalenbach, Dynamische Bilanz, 13. Aufl. 1962, S. 65, 96ff.; auch Schildbach, Externe Rechnungslegung und Kongruenz, DB 1999, S. 1813ff.

³⁹ Vgl. Ohlson, Earnings, Book Value and Dividends in Security Valuation, in: Contemporary Accounting Research 1995, S. 661, 666; vgl. auch Francis/Olsson/Oswald, Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates, in: Journal of Accounting Research 2000, S. 50.

⁴⁰ Diese Form entspricht der Ertragswertmethode, bei der modifizierte Ertragsüberschüsse nach Abzug von Eigenkapitalaufnahmen diskontiert werden; vgl. Schultze, a. a. O. (Fn. 34), S. 76ff.

⁴¹ Vgl. Lücke (1965), S. 23. Für die Beweisführung für bereits bestehende Unternehmen vgl. Hax (1993), S. 149ff.; Gerling (1985), S. 416ff.; für unbegrenzte Lebensdauern vgl. Schultze, a. a. O. (Fn. 34), S. 202ff.

Durch den Ansatz der kalkulatorischen Zinsen auf die kumulierte Differenz der beiden Rechengrößen wird bei der Diskontierung genau der Unterschied dieser eliminiert.⁴² Der Unternehmenswert lässt sich als Barwert der Residualgewinne, berechnet durch Abzug von kalkulatorischen Zinsen auf das Buch-Eigenkapital (E_k^B) am Periodenanfang, zuzüglich dem Buchwert des Eigenkapitals errechnen:

$$UW_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(EN\ddot{U}_t)}{(1 + r_{EK})^t} = EK_0^B + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ER\ddot{U}_t - z_t}{(1 + r_{EK})^t},$$

$$\text{mit } z_t = r_{EK} \times Ek_{t-1} = r_{EK} \times \left(Ek_0 + \sum_{s=0}^{t-1} (ER\ddot{U}_s - EN\ddot{U}_s) \right).$$

Das Residualgewinnmodell hat gegenüber den Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren und der Ertragswertmethode einige Vorteile:⁴³ Erstens erweist es sich aus empirischer Sicht als das Modell, das kapitalmarktorientierte Unternehmenswerte am besten erklärt.⁴⁴ Zweitens beruht es auf Daten, die unmittelbar mit dem ergebnisorientierten Planungs- und Kontrollsystem des Unternehmens verknüpft sind.⁴⁵ Es hat drittens den Vorteil, dass der Restwert am Ende des Planungshorizonts im Hinblick auf seine Annahmen transparenter wird und einen geringeren prozentualen Anteil am Unternehmensgesamtwert trägt. Letzterer Vorteil resultiert daraus, dass sich der in der Endphase angesetzte Residualgewinn relativ zum erforderlichen Kapitaleinsatz als Überrendite interpretieren und mit den strategischen Gegebenheit in Einklang bringen lässt, was auf Basis von Free Cashflows und Gewinnen nicht in ebenso transparenter Weise möglich ist.

2. Zusammenhang von Residualgewinnmodell und Kombinationsverfahren

Die obigen Ausführungen haben gezeigt, dass sich Residualgewinnmodell und Übergewinnmethoden im Ansatz sehr ähnlich sind, dass jedoch das Residualgewinnmodell theoretisch fundiert ist, während die Kombinationsmodelle als unfundiert gelten.

Die Kombinationsverfahren stützen sich auf den Substanzwert als Wertbasis, der *per se* als Wertdeterminante angesehen wird.⁴⁶ Dies setzt sie der erwähnten Kritik aus, sie beruhen auf der Substanzbewertung und seien daher für die Bewertung nicht tauglich. Das Residualgewinnmodell und die damit verbundene Bewertungstheorie zeigt jedoch, dass beide

⁴² Vgl. Laux/Liermann, Grundlagen der Organisation, 3. Aufl. 1993, S. 551f.

⁴³ Vgl. ausführlich Coenberg/Schultze, a. a. O. (Fn. 6), S. 603 m. w. N.

⁴⁴ Beim DCF-Modell wird der Unternehmenswert ausschließlich durch Stromgrößen erklärt. Beim Residualgewinnmodell macht die Bestandsgröße Eigenkapital einen wesentlichen Anteil des Unternehmenswerts aus. Somit erscheinen Bewertungsfehler des externen Rechnungswesens bei der Bewertung von Eigenkapital weniger schwerwiegend zu sein als die Prognosefehler bei der Abschätzung zukünftiger Zahlungsströme. Vgl. Francis/Olsson/Oswald, a. a. O. (Fn. 40), S. 57.

⁴⁵ Vgl. hierzu insbesondere Coenberg/Mattner/Schultze, Kostenmanagement im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung, in: Franz/Kajüter (Hrsg.): Kostenmanagement, 2002, S. 33-46.

⁴⁶ Vgl. z. B. Viel, a. a. O. (Fn. 28), S. 333.

Standpunkte im Ergebnis nicht haltbar sind, da tatsächlich die absolute Höhe der in die Bewertung einfließenden Bestandsgröße für den Unternehmenswert irrelevant ist, solange die kalkulatorischen Zinsen mit dem Kalkulationszinsfuß auf diese Bestandsgröße ermittelt werden. Denn es gilt:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{z_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{r \times B_{t-1}}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{r}{(1+r)^t} \times \left(B_0 + \sum_{s=0}^{t-1} (X_s - Y_s) \right)$$

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{r \times B}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{r \sum_{s=0}^{t-1} (X_s - Y_s)}{(1+r)^t} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{r \sum_{s=0}^{t-1} (X_s - Y_s)}{(1+r)^t}.$$

Damit ist der Unternehmenswert unabhängig von der Bestandsgröße B_0 :

$$B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{X_t - z_t}{(1+r)^t} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{X_t}{(1+r)^t} - B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{r \sum_{s=0}^{t-1} (X_s - Y_s)}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{X_t - r \sum_{s=0}^{t-1} (X_s - Y_s)}{(1+r)^t}$$

Die Bewertung kann also allein durch Abzug von kalkulatorischen Zinsen auf die kumulierte Differenz der Rechengrößen erfolgen, die Bestandsgröße ist irrelevant, lediglich die Erfolgsgrößen determinieren den Wert.⁴⁷

Ein einfaches Beispiel zeigt dies deutlich: Eine Investition von 1.000 verdiene ewige Rückflüsse von 120 p.a. bei Kapitalkosten von 10 %. Dann beträgt der Wert der Investition als Barwert der Rückflüsse 1.200. Die Residualgewinne betragen 20 p.a., deren Barwert von 200 entspricht dem Mehrwert der Investition von 200, der zur Kapitalbindung von 1.000 zu addieren ist, um den Gesamtwert von 1.200 zu erhalten. Beträgt die Kapitalbindung hingegen 2.000, so entsteht ein Residualgewinn von $120 - 200 = -80$, dessen Barwert -800 beträgt. Addiert man diesen zur Kapitalbindung, erhält man erneut den Unternehmensgesamtwert von 1.200. Die Höhe der Bestandsgröße hat folglich keine Auswirkung auf den Unternehmenswert. Gleichwohl ist sie nicht irrelevant für die Beurteilung der Performanz des Unternehmens in der einzelnen Periode - im Gegenteil lassen sich hieraus für die Prognose der Zukunftserfolge wichtige Erkenntnisse gewinnen.

Aus den traditionellen Verfahren der Übergewinnabgeltung lässt sich die Lehre ziehen, dass die Bewertung von Unternehmen im Wesentlichen von den Überlegungen über die Fortschreibung von Überrenditen bzw. die erwartete Lebensdauer des Goodwill abhängt, auch wenn dies in derer einfachen Methodik viel zu undifferenziert und pauschalisiert geschieht.⁴⁸ Durch die vorgegebene Schematisierung der Kombinationsverfahren werden Unternehmenswert-

⁴⁷ Vgl. ähnlich auch Jaensch, Empfehlungen zur Bewertung von ganzen Unternehmungen, ZfbF 1969, S. 652.

⁴⁸ Vgl. Viel/Bredt/Renard, a. a. O. (Fn. 21), S. 66f.

Ermittlung und Kaufpreisfindung vermischt. Die Bewertungsformeln zielen gleichzeitig auf einen fairen Interessensausgleich ab, indem ein Teil des vorhandenen Goodwill dem Verkäufer, der andere Teil dem Käufer zugesprochen wird, und schätzen die Lebensdauer des vorhandenen Goodwill ab.⁴⁹

Beim Residualgewinnmodell hingegen wird der Unternehmenswert als Grenzpreis ermittelt. Erst in den Verhandlungen schafft der Preis einen Ausgleich zwischen den unterschiedlichen Positionen und damit eine Aufteilung des Goodwill, was sich nur im Einzelfall und nicht generell durch Schablonisierung sinnvoll regeln lässt. Dennoch weisen die Überlegungen der Kombinationsmodelle über die Lebensdauer des Goodwill in die richtige Richtung: der Goodwill ist auch im Rahmen der zukunftsorientierten Bewertung die entscheidende Wertkomponente, die aber aufgrund ihrer scheinbaren Verbindung zur Substanzbewertung in der modernen Bewertungslehre kaum Beachtung findet.

Denn bei der zukunftsorientierten Bewertung liegt häufig ein großer Teil des Unternehmenswerts in der Phase der ewigen Rente begründet, die durch Fortschreibung der Verhältnisse der Detailplanung ermittelt wird. Die dabei zugrunde gelegten Annahmen über die Rentabilität des Unternehmens bestimmen den Unternehmenswert maßgeblich.⁵⁰ Es stellt sich daher die Frage, welche Rentabilitätsannahmen gerechtfertigt erscheinen, insbesondere von welcher Höhe und Dauer von Überrenditen auszugehen ist. Dies lässt sich allein auf der Grundlage einer einzelfallbezogenen strategischen Analyse beantworten. Da der Barwert der Überrenditen dem Goodwill des Unternehmens entspricht, stellt er diejenige Wertkomponente dar, die sich unmittelbar mit der modernen, industrieökonomisch geprägten Theorie der Unternehmensstrategie in Zusammenhang bringen lässt. Im folgenden Abschnitt werden die strategischen Faktoren, welche die Höhe und Dauer von Überrenditen determinieren, näher untersucht.

3. Unternehmensstrategische Determinanten der Goodwill-Bewertung

Die Investitionstheorie lehrt, dass ein Unternehmen nur dann mehr wert sein kann als das investierte Kapital, wenn es Renditen erwirtschaftet, die über die Kapitalkosten hinausgehen. Der Mehrwert einer Investition, ihr Kapitalwert oder Nettobarwert, entspricht auf Gesamt-Unternehmensebene dem Goodwill. Da aufgrund der Wettbewerbskräfte Märkte langfristig einem Gleichgewicht zustreben, in dem die Wettbewerber gerade noch Ihre Kapitalkosten verdienen, müssen Umstände existieren, die ein Zustandekommen eines solchen Konkurrenzgleichgewichts verhindern bzw. hinauszögern, um einen Unternehmenswert erzielen zu können, der über das eingesetzte Kapital hinausgeht. Hierzu muss entweder das Unternehmen

⁴⁹ Vgl. Viel/Bredt/Renard, a. a. O. (Fn. 21), S. 62.

⁵⁰ Vgl. Coenenberg/Sautter, Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, DBW 1988, S. 692f.

spezifische Vorteile generieren, die die anderen Wettbewerber nur langsam oder gar nicht aufholen können, oder aber der entsprechende Markt muss besondere Vorteile bieten.

Nach den Erkenntnissen der Industrieökonomik führt die von der Betriebswirtschaftslehre vertretene Zielsetzung der Gewinnmaximierung bzw. der Kapitalwertmaximierung unter Berücksichtigung von Zeitpräferenzen zu einem pareto-optimalen langfristigen Konkurrenzgleichgewicht, das dadurch gekennzeichnet ist, dass alle Unternehmen einen (Über-) Gewinn von Null, also gerade ihre Kapitalkosten, erwirtschaften. Rational agierende Unternehmen werden so lange Investitionen tätigen, bis der letzte investierte Euro gerade einen Kapitalwert von Null erwirtschaftet. Ökonomische Gewinne (Renten), d. h. Renditen über den (risikoadäquaten) Kapitalkosten, können nur vorübergehend auftreten und werden durch Konkurrenz zunichte gemacht. Positive Gewinne bieten einen Anreiz zum Markteintritt bzw. zur Ausdehnung der Kapazitäten, bis bei der vorhandenen Technologie sich dies nicht mehr lohnt, der Gewinn auf Null gedrückt wird. Bei Vorliegen eines vollkommenen Marktes wird sich dieser Prozess so lange fortsetzen, bis alle Unternehmen im Markt zu gleichen Bedingungen produzieren und sich keine weiteren Markteintritte mehr lohnen, da keine Gewinne mehr entstehen. In einem solchen Markt kann ein Unternehmen nur erfolgreich sein, wenn es diesen Anpassungsprozess ständig von Neuem in Gang bringt, wenn es durch Innovation die Preis/Kostenverhältnisse ändert. Bei Auftreten neuer Marktbedingungen kommt es zu Reallokationen, in deren Ablauf es zu Gewinnen kommen kann. Das heißt, das Entstehen neuer Information, neuen Wissens, neuer Technologien etc. verschafft einem Marktteilnehmer vorübergehend Vorteile, die er ausnutzen kann bis seine Konkurrenten den Vorsprung eingeholt haben, sich ein neuer Gleichgewichtspreis bildet und sein Gewinn wieder auf Null gedrückt wird. In der Schaffung und Sicherung neuen Wissens sowie in der konsequenten Ausnutzung von Zeitvorteilen liegen daher wesentliche Erfolgchancen des Unternehmens.⁵¹

Ist ein freier Markteintritt allerdings nicht ohne weiteres möglich, d. h. sind von potenziellen Konkurrenten bestimmte Kosten zu tragen, die von den etablierten Unternehmen nicht getragen werden müssen, dann lohnen sich Markteintritte nur so lange, wie diese Markteintrittskosten den Wert der zu erwartenden zukünftigen Gewinne nicht übersteigen. Solche Kosten nennt man auch Markteintrittsbarrieren.⁵² Sie ermöglichen es den etablierten Unternehmen, langfristig positive Gewinne zu erzielen, ohne damit neue Unternehmen anzulocken.

Aber noch andere Faktoren sind ausschlaggebend für die Frage, wie viele Marktteilnehmer nötig wären, um den Preis bis auf die Kosten zu drücken. Im Extremfall kann bereits der Preiskrieg

⁵¹ Vgl. hierzu auch Baum/Coenenberg/Günther, Strategisches Controlling, 2. Aufl. 1999, S. 133ff.

⁵² Entsprechend der Definition von Bain, Barriers to New Competition, 1956; vgl. Clarke, Industrial Economics, 1985, S. 73.

zwischen nur zwei Unternehmen dies herbeiführen.⁵³ Über den Erfolg eines einzelnen Unternehmens entscheiden aber nicht nur die Umfeldbedingungen sondern auch dessen besondere Eigenschaften, d. h. seine relative Positionierung innerhalb der Branche.⁵⁴ Selbst wenn eine Branche aufgrund geringer Wettbewerbsintensität durchaus interessant ist, kann dies nur genutzt werden, wenn das Unternehmen sich nachhaltig im Markt halten kann. Diese Fähigkeit eines einzelnen Unternehmens, mit den „Fünf Wettbewerbskräften“ besser umzugehen als die Konkurrenten, resultiert aus den beiden Grundformen von Wettbewerbsvorteilen: dem Kostenvorteil und der Differenzierung.⁵⁵ Sie ermöglichen ihm Gewinne über dem Branchendurchschnitt.⁵⁶ Branchenrentabilität und nachhaltige Wettbewerbsvorteile zusammen entscheiden über Dauer und Höhe der Gewinne und sind damit die Quellen ökonomischer Renten. Sie bestimmen über die Fähigkeit, langfristig in einer Branche Renditen über den Kapitalkosten zu erzielen und rechtfertigen damit einen über den Wert des eingesetzten Kapitals hinausgehenden Unternehmenswert, also einen positiven Unternehmens-Kapitalwert, d. h. Goodwill. Damit wird für die Unternehmensbewertung die Einschätzung der Wettbewerbskräfte zur zentralen Aufgabe, um die Höhe und Dauer der Überrenditen abzuschätzen, die den Wert des Unternehmens determinieren. Im Bewertungskalkül lassen sich die Wettbewerbskräfte über die Differenz aus Zukunftserfolgen und Kapitalkosten abbilden: letztere reflektieren die erzielbare Branchenrendite, welche die Wettbewerber langfristig erzielen können und auf die die Wettbewerbskräfte hinwirken.⁵⁷

IV. Fazit

Aus den in der Praxis sehr beliebten Kombinationsmodellen lässt sich die Lehre ziehen, dass Überlegungen über die Fortschreibung von Überrenditen bzw. die erwartete Lebensdauer des Goodwill zentrale Bedeutung bei der praktischen Durchführung von Bewertungen haben. Um eine über die Kapitalkosten hinausgehende Rendite, eine Überrendite, zu erzielen, muss ein Unternehmen in irgendeiner Weise gegenüber seinen Wettbewerbern bevorteilt sein. Nach dem Zeitpunkt des Erlöschens des Wettbewerbsvorteils erzielt das Unternehmen im Durchschnitt mit

⁵³ Diese Art des Wettbewerbs wird in der Industrieökonomik als Bertrand-Wettbewerb bezeichnet, der sich durch die Aussage „two are enough for competition“ darstellt. Den Gegenpol hierzu bildet der Cournot-Wettbewerb als Form des sanften Wettbewerbs. Vgl. Clarke, a. a. O. (Fn. 52), S. 39ff.

⁵⁴ Zur Analyse der Wettbewerbsintensität hat PORTER das Modell der „Fünf Wettbewerbskräfte“ entwickelt, das neben der Bedrohung durch potenzielle Konkurrenten noch die Marktmacht von Lieferanten und Abnehmern, die Bedrohung durch Ersatzprodukte und die generelle Branchenstruktur als Triebkräfte des Wettbewerbs identifiziert. Die Wettbewerbsintensität entscheidet damit über die Stärke der Tendenz hin zu einem Konkurrenzgleichgewicht und damit über die langfristige Attraktivität einer Branche. Vgl. Porter, Wettbewerbsstrategie, 5. Aufl. 1988, S. 27f.; Porter, Competitive Advantage, 1985, S. 1. Die Rentabilität einer Branche wird determiniert von ihrer Struktur und dem Verhalten der Wettbewerber. Dies drückt sich im sog. „Structure-Conduct-Performance“-Paradigma der Industrieökonomik aus. Vgl. Clarke, a. a. O. (Fn. 52), S. 3.

⁵⁵ Vgl. Porter, a. a. O. (Fn. 58), S. 11.

⁵⁶ Vgl. Rappaport, Creating Shareholder Value, 1986, S. 92.

⁵⁷ Um die Kapitalkosten für diese Zwecke richtig abzubilden, ist die Perspektive der Wettbewerber einzunehmen, die für den Markteintritt eine entsprechende Investition durchzuführen haben. Basis der Berechnung müssen daher die Wiederbeschaffungskosten sein.

seinen Projekten nur noch eine branchenübliche, durchschnittliche Rendite in Höhe der Kapitalkosten. Deshalb wird die Abschätzung des Zeitraums, bis zu dem der Vorteil - und damit die Überrendite - durch die Wettbewerbskräfte erodiert ist, zur zentralen Aufgabe der Unternehmensbewertung. Die Länge dieses Zeitraums kann aber nicht schablonisiert werden, wie dies bei den Kombinationsmodellen der Fall ist, sondern lässt sich ausschließlich einzelfallbezogen im Rahmen einer strategischen Analyse beurteilen und hängt vor allem von der Wettbewerbsintensität der Branche ab.⁵⁸

Das Residualgewinnmodell hat konzeptionell nahe Verwandtschaft mit den Kombinationsverfahren, ohne den ihnen entgegengehaltenen Kritikpunkten zu unterliegen. Dabei wird zwar auf den ersten Blick der Unternehmenswert aus einer substanzbezogenen und einer ertragsbezogenen Komponente ermittelt, jedoch ist die Substanzgröße für das Ergebnis irrelevant, allein die prognostizierten Zukunftserfolge determinieren den Wert. Gegenüber den übrigen zukunftsorientierten Verfahren weist das Residualgewinnmodell aber den Vorteil auf, dass es die Fortschreibung von Überrenditen unmittelbar transparent macht.⁵⁹ Damit ermöglicht es, die Ergebnisse der strategischen Überlegungen im Bewertungskalkül umzusetzen.

⁵⁸ Vgl. ähnlich auch Moxter, a. a. O. (Fn. 4), S. 63.

⁵⁹ Vgl. zu einem Beispiel Coenenberg/Schultze, a. a. O. (Fn. 6), S. 608f.