

## Unternehmensbewertung: Konzeptionen und Perspektiven

Adolf Gerhard Coenenberg, Wolfgang Schultze

### Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Coenenberg, Adolf Gerhard, and Wolfgang Schultze. 2002.  
"Unternehmensbewertung: Konzeptionen und Perspektiven." Die Betriebswirtschaft 62 (6): 597-621.

### 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/>



Adolf G. Coenenberg/Wolfgang Schultze\*

## **UNTERNEHMENSBEWERTUNG: KONZEPTIONEN UND PERSPEKTIVEN**

### **Stichworte:**

Multiplikatoren, Performance Measurement, Residualgewinn, Unternehmensbewertung, Wertorientiertes Controlling, Bewertungsmethoden

\* *Prof. Dr. Dr. h.c.* Adolf G. Coenenberg ist Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftsprüfung und Controlling der Universität Augsburg, Universitätsstraße 16, 86135 Augsburg, E-mail: [adolf.coenenberg@wiwi.uni-augsburg.de](mailto:adolf.coenenberg@wiwi.uni-augsburg.de); Dr. Wolfgang Schultze ist Habilitand an diesem Lehrstuhl; z. Zt. vertritt er den Lehrstuhl für Internationales Rechnungswesen an der Universität Ulm; E-mail: [schultze@mathematik.uni-ulm.de](mailto:schultze@mathematik.uni-ulm.de).

## 1. Einleitung

Die Unternehmensbewertung ist seit langem ein zentrales Aufgabenfeld der Betriebswirtschaftslehre. Traditionell standen insbesondere die klassischen Fragestellungen des Bewertungsgutachtens im Vordergrund, wie die schiedsgutachterliche Ermittlung eines Preises für den Erwerb eines ganzen Unternehmens oder von angemessenen Abfindungen bei freiwilligem oder zwangsweisem Ausscheiden von Gesellschaftern. Dabei waren insbesondere die betriebswirtschaftlichen Teildisziplinen Investitionsrechnung und Rechnungswesen der Rahmen der Bewertungskonzeption.

In den letzten Jahren sind Unternehmensbewertungsfragen in das Zentrum vieler anderer betriebswirtschaftlicher Teildisziplinen gerückt, wie der strategischen Unternehmensführung, dem Controlling, der Finanzierung und der Rechnungslegung. Primärer Grund für die breitere Relevanz dieses Themas ist die zunehmende Kapitalmarktorientierung der Unternehmen. Die Folge ist, dass nicht nur die Konzepte zur Steuerung von Unternehmen, sondern auch die Lehre von der Unternehmensbewertung eine verstärkte Kapitalmarktorientierung erfahren hat. Denn einerseits gewinnt die Kapitalmarktfinanzierung für deutsche Unternehmen immer größere Bedeutung und führt über einen zunehmenden Einfluss der Investoren zu einer immer weitergehenden Ausrichtung aller unternehmerischer Entscheidungen am Unternehmenswert. Andererseits wird die Funktionsweise der Kapitalmärkte von der Wissenschaft immer tiefer durchdrungen, was zu einer Weiterentwicklung der Theorie der Unternehmensbewertung genutzt wird.

Diese Vielfältigkeit der betriebswirtschaftlichen Teildisziplinen, in denen der Unternehmenswert zum relevanten Zielmaßstab geworden ist, sowie die daraus erwachsenen vielfältigen neuen Fragestellungen legen eine Bestandsaufnahme nahe. Dieser Beitrag will eine solche wertende Bestandsaufnahme vorlegen. Die Vielfalt von Anwendungsfeldern und daraus resultierenden Aufgaben der Unternehmensbewertung soll in einen übergreifenden Bezug gestellt und so integrative Aspekte aufgezeigt werden. Dabei sollen Zwecke und Mittel der Bewertung, hier als Bewertungskonzeptionen bezeichnet, in Einklang gebracht werden.

Dabei gilt es insbesondere zu klären, ob ein bestimmter Zweck jeweils eine ganz bestimmte Methodik erfordert, ob die Anwendung verschiedener Methoden dem Bewertungszweck dienlich oder ob die Anwendung einer einzigen Methodik in manchen Fällen vorteilhafter sein kann. Gleichzeitig werden bei dieser Diskussion Vor- und Nachteile der Vorgehensweisen untersucht.

Im Einzelnen werden folgende Ziele verfolgt:

- zunächst sollen die verschiedenen Bewertungszwecke und die mit ihnen verbundenen Bewertungsmethoden, d.h. die verschiedenen Bewertungskonzeptionen dargestellt und kritisch untersucht werden (vgl. Abschnitte 2 und 3).
- Sodann wird die Frage aufgeworfen, ab trotz der Vielfältigkeit von Zwecken, Methoden und angesprochenen betriebswirtschaftlichen Teildisziplinen auf dem Hintergrund der Kapitalmarktorientierung der Unternehmensbewertung eine Methodenharmonisierung Vorteile hat (Abschnitt 4).

## 2. Bewertungskonzeptionen

Zur Bewertung von Unternehmen gibt es verschiedene Konzeptionen. Eine Bewertungskonzeption ist durch den Bewertungszweck und die diesem Zweck dienende Bewertungsmethode gekennzeichnet.

### 2.1. Bewertungszweck

Ein wesentliches Grundprinzip der Unternehmensbewertung ist das Prinzip der Zweckadäquanz der Bewertung.[1] Es existiert kein einzig richtiger Unternehmenswert, er ist stets in Abhängigkeit von dem Zweck zu sehen, dem die Bewertung dient. Traditionell werden nach der sog. Funktionenlehre der Unternehmensbewertung die Beratungs-, Argumentations- und Vermittlungsfunktion als Hauptzwecke der Unternehmensbewertung unterschieden. Untergeordnete Aufgaben wie Steuerbemessung, Vertragsgestaltung und Bilanzierung gelten als Nebenfunktionen.[2]

In der Beratungsfunktion dient die Unternehmensbewertung der Bereitstellung von Entscheidungswerten für Verhandlungen, d. h. individuellen Grenzpreisen, bei deren Über- bzw. Unterschreitung sich der Kauf bzw. Verkauf ökonomisch nicht lohnt. In der Argumentationsfunktion ermittelte Argumentationswerte werden offen in die Verhandlungen eingebracht und sollen die Wertvorstellungen der zu unterstützenden Partei untermauern. Im Rahmen der Vermittlungsfunktion hat der Bewerter die Aufgabe des Vermittlers zwischen den Parteien, um eine Konfliktsituation zu schlichten und einen fairen Einigungspreis zu finden. Hierfür werden so genannte Schiedsspruchwerte oder auch Arbitriumwerte ermittelt.

Zwar akzeptiert auch der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer die Funktionsbezogenheit der Bewertung, jedoch sieht er seine Bewertungsaufgabe neben der Beratung im Wesentlichen in den Tätigkeiten als Neutraler Gutachter und Schiedsgutachter[3], weil Wirtschaftsprüfer häufig im Rahmen von Bewertungsanlässen tätig werden, die unabhängig vom Willen der betroffenen Eigentümer erfolgen und an besondere gesetzliche Normen gebunden sind, wie z. B. Fälle der Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs oder von Abfindungen nach §§304, 305 AktG. Solche Anlässe erfordern eine gewisse Objektivierbarkeit des Unternehmenswerts, da der zu ermittelnde Wert eine Lösung in Konfliktsituationen herbeiführen bzw. verschiedenen Interessengruppen in gleicher Weise gerecht werden soll. Deshalb sind Wirtschaftsprüfer im Rahmen dieser Funktionen vor eine besondere Aufgabe gestellt. Wir wollen deshalb die Aufgaben im Rahmen der Tätigkeit als neutraler Gutachter sowie als Schiedsgutachter unter dem Begriff „gutachterliche Unternehmensbewertung“ zusammenfassen. Ebenso seien die Beratungsfunktion und die Argumentationsfunktion der Bewertung bei Unternehmenskäufen unter dem Begriff „beratungsorientierte Bewertung“ zusammengefasst. Die gutachterliche Bewertung und die beratungsorientierte Bewertung bei Unternehmenskäufen bilden die Basisfunktionen der Unternehmensbewertung. Neben diese klassischen Zwecke der Unternehmensbewertung sind durch die zunehmende Bedeutung des „Shareholder Value“-Gedankens weitere Aspekte hinzugetreten (vgl. Abb. 1). Die Finanzierung über den Kapitalmarkt hat in den vergangenen Jahren in Deutschland immer größere Bedeutung erlangt und damit haben auch die Interessen der Investoren stärkeres

Gewicht erhalten. Vor diesem Hintergrund ist es nur allzu verständlich, dass auch die Ausrichtung der Unternehmensführung an der Zielsetzung der Anteilseigner sich inzwischen weitestgehend durchgesetzt hat.

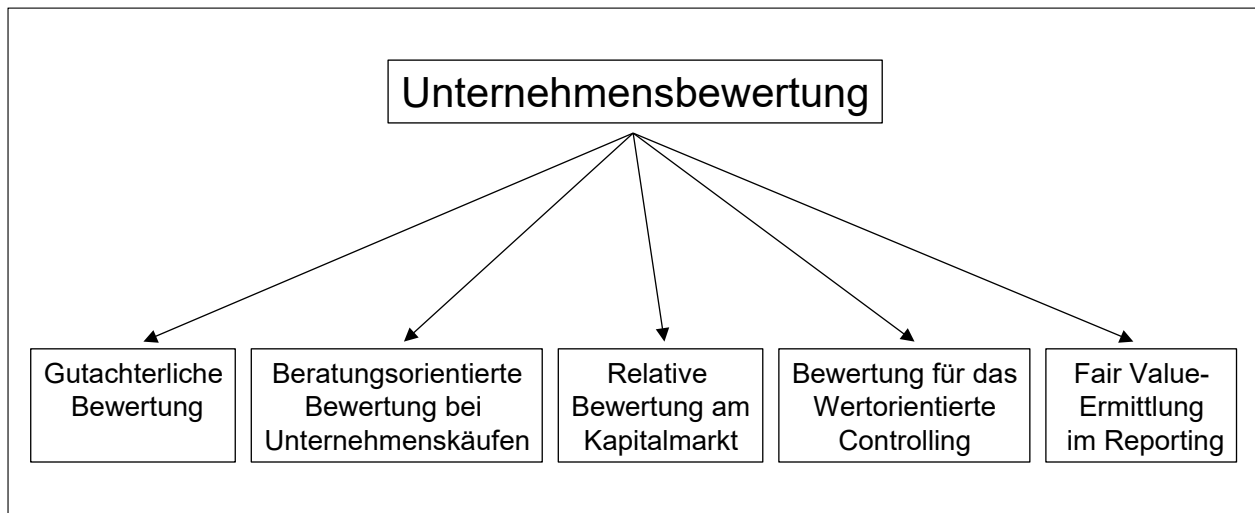


Abb. 1: Zwecke der Unternehmensbewertung

Grundprinzip der Bewertung von Kapitalmarkttiteln ist das Arbitrage-Prinzip, das auf dem „Law of One Price“ beruht, nach welchem zwei identische Güter keinen unterschiedlichen Preis haben können.[4] Am Kapitalmarkt werden ständig Vergleiche angestellt, um aus Fehlbewertungen von Wertpapieren relativ zu anderen zu profitieren. Während die beratungsorientierte Bewertung primär auf den Kauf von ganzen Unternehmen als Anlass abstellt, geht es aus Sicht des Kapitalmarkts häufig nur um einen relativen Vorteilhaftigkeitsvergleich. Insofern lässt sich die „Relative Bewertung“[5] als eigenständiger Bewertungszweck am Kapitalmarkt identifizieren.

Die Zielsetzung der Unternehmenswertsteigerung hat in der Betriebswirtschaftslehre lange Tradition und stellt im Ergebnis nichts anderes dar als langfristige, dynamische Gewinnmaximierung.[6] Das Treffen von Investitionsentscheidungen anhand des Kapitalwertkriteriums, das nichts anderes abbildet als den Unternehmenswertzuwachs der einzelnen Investition, ist Allgemeingut des Betriebswirts. Akzeptiert man die Kapitalwertmaximierung als Auswahlkriterium für Investitionsvorhaben, so wird deren Aggregat, die Unternehmenswertmaximierung, zum obersten Auswahlkriterium aller möglichen Strategien des Gesamtunternehmens. Neu an der Entwicklung der wertorientierten Unternehmensführung ist die Ausdehnung der Erkenntnisse der Investitions- und Kapitalmarkttheorie auf die Unternehmenssteuerung, also nicht nur auf die Planung von Investitionen und Strategien, sondern auch auf die Umsetzung und Kontrolle im Sinne eines gesamten Controlling Regelkreises. Hieraus resultiert als eigener Bewertungszweck die laufende, dynamische Unterstützung des Controlling mit dem Handwerkszeug der Unternehmensbewertung. Freilich könnte man diesen als eine Unterfunktion der klassischen Beratungsfunktion verstehen, jedoch geht es hier nicht um die Beratung einer der Kaufparteien, sondern um die Beratung der Unternehmensführung im Hinblick auf langfristige Entscheidungen und deren Umsetzung.

Im gleichen Zuge erfordert die Umsetzung von intern durchgeführten Wertsteigerungsmaßnahmen in tatsächlichen Börsenwert, dass der Kapitalmarkt hiervon Kenntnis erhält und ihm die erwarteten Potenziale auch glaubhaft gemacht werden können. Im Zuge der Internationalisierung der Rechnungslegung hat die Ausrichtung der externen Berichterstattung an den Interessen der Anteilseigner, wie sie für den angloamerikanischen Raum typisch ist, zugenommen. Der Investor soll in die Lage versetzt werden, Anlageentscheidungen zu treffen. Hierzu benötigt er Informationen, um eine Vorstellung vom „inneren“ Wert des Unternehmen zu entwickeln. Insofern richtet sich das Reporting zunehmend an den Informationsbedürfnissen des Kapitalmarkts und damit an den von den Kapitalmarktakteuren verwendeten Bewertungs-„Tools“ aus. Gleichzeitig werden die Anstrengungen vermehrt, bisher nicht bewertbare und damit nicht bilanzierbare Vermögenswerte zu erfassen. Im Zuge der Diskussion um immaterielle Vermögenswerte, wie z. B. Marken, steht häufig der Bewertungsaspekt im Vordergrund. Ziel ist, das Auseinanderfallen des Buchwerts vom Marktwert des Eigenkapitals zu reduzieren.[7] Nach den neuen Vorschriften über die Bilanzierung des Geschäfts- oder Firmenwertes nach US-GAAP ist sogar eine fortlaufende Neubewertung des Geschäftswerts unerlässlich geworden. Auch für das *impairment* anderer *assets* ist der „Fair Value“ in Gestalt des Barwerts ein wichtiger Korrekturwert. Damit ist die Unternehmensbewertung zum ständigen Begleiter des externen Rechnungswesens geworden. Die frühere Nebenfunktion der Bewertung, die Bilanzierung, hat sich zu einer Hauptfunktion entwickelt.[8]

## 2.2. Bewertungsmethoden

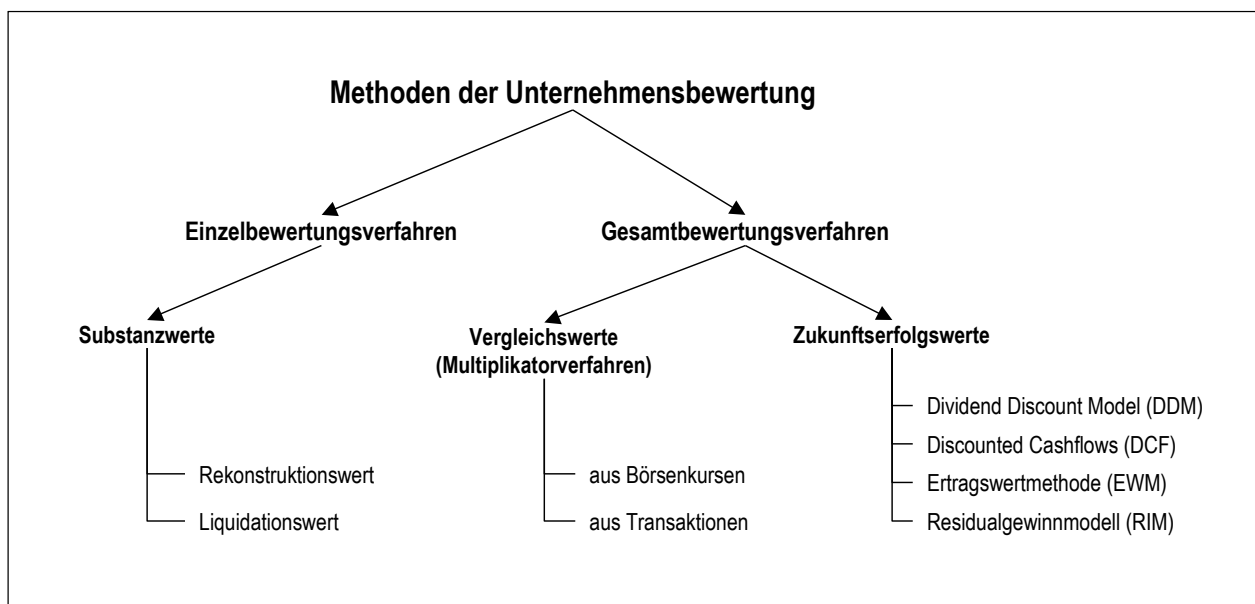


Abb. 2: Methoden der Unternehmensbewertung

Aus dem Prinzip der Zweckadäquanz folgt, dass nicht für jeden der genannten Bewertungszwecke derselbe Unternehmenswert resultieren muss. Die unterschiedlichen Zwecke werden in der Praxis häufig mit unterschiedlichen Methoden gelöst, die oft mit dem Bewertungszweck entstanden sind oder stärkeres Gewicht erhielten. Die heute in der Bewertungspraxis dominierenden

Gesamtbewertungsverfahren stellen im Gegensatz zu den substanzorientierten Einzelbewertungsverfahren auf das Unternehmen im Ganzen als Bewertungsobjekt ab. Zukunftserfolgswerte ermitteln den Wert des Unternehmens als Bewertungseinheit auf Basis der erwarteten, den Investoren künftig zufließenden Zukunftserfolge. Daneben existiert eine weitere Möglichkeit zur Gesamtbewertung: die vergleichsorientierte Bewertung mithilfe von Multiplikatoren („Multiples“). Historisch stand neben den Einzelbewertungsverfahren die Ertragswertmethode (EWM), die auf aus Ertragsüberschüssen abgeleiteten Ausschüttungen aufbaut, im Vordergrund. Die zunehmende Kapitalmarktorientierung hat zu einer stärkeren Betonung der auf Zahlungsströme ausgerichteten Discounted Cashflow (DCF)-Methodik geführt. Über das wertorientierte Controlling sind Residualgewinne (Residual Income-Model, RIM) für die Unternehmensbewertung zur Anwendung gekommen. Vereinfachungsmodelle für relative Bewertungszwecke sind die Dividenden- (Dividenden Diskontierungs-Modell, DDM) und die Multiplikatormethoden. Aus der historischen Entstehung lassen sich die Methoden den Bewertungszwecken, in denen sie primär Verwendung finden, zuordnen (vgl. Abb. 3).

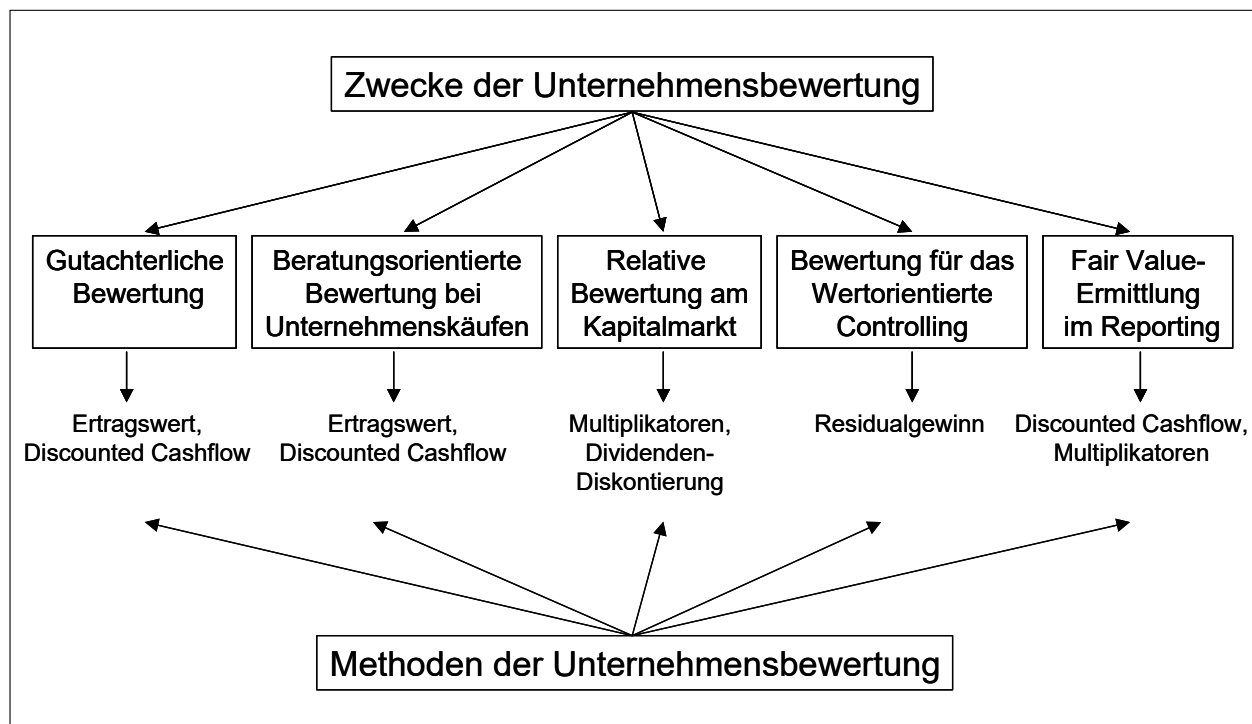


Abb. 3: Zwecke und Methoden der Unternehmensbewertung

Wie ausgeführt wurde, haben verschiedene Methoden durch das Vordringen neuer Bewertungszwecke ihre Begründung oder zumindest ihre Verbreitung gefunden. Im Folgenden werden die Gesamtbewertungsverfahren daraufhin untersucht, ob sie für die Zwecke, für die sie entstanden sind, tatsächlich gegenüber jeweils anderen Verfahren Vorteile haben. Nur dann wäre die bisherige Praxis, die verschiedenen Bewertungszwecke mit jeweils anderen Bewertungsverfahren zu lösen, sinnvoll.

### 3. Eignung der Bewertungsmethoden für verschiedene Bewertungszwecke

### 3.1. Vergleichswerte (Multiplikatormethode)

Vor allem in der Zeit des New Economy-Booms sind Multiplikator-Methoden zur relativen Bewertung am Kapitalmarkt besonders populär geworden. Dabei ist das Grundprinzip – beruhend auf dem Law of one Price – uralte. Denn Bewertung basiert stets auf Vergleichen.[9] Ohne eine Vergleichsgröße lässt sich einem Objekt kein Wert beimessen, denn es fehlt der Maßstab. Nur wenn man den Wert eines vergleichbaren Objekts kennt, kann man diesen auf das Bewertungsobjekt übertragen.[10] Kennt man ein in den Eigenschaften identisches Gut, dann kann man dessen Wert unmittelbar für das Bewertungsobjekt heranziehen. Lediglich Größenunterschiede müsste man berücksichtigen. Dieses Bewertungsprinzip findet sich bereits unter dem Begriff „Leistungseinheitswert“ bei Eugen Schmalenbach, die er wie folgt beschreibt: „Wenn ... eine Kohlenzeche, die jährlich 100.000 Tonnen Kohlen produziert, einen Wert von 5 Millionen DM hat, so muss nach dieser Regel eine andere gleichartige Kohlenzeche, die 150.000 Tonnen Kohlen im Jahr produziert, einen Wert von 7,5 Millionen DM haben“.[11]

Natürlich hat sich die Multiplikatormethode mit neuen Anwendungsfeldern weiterentwickelt. So treten an die Stelle der produzierten Menge Kohlen im Schmalenbach-Beispiel etwa die Anzahl von Vertragskunden bei Mobilfunkanbietern oder die Anzahl von „Pageviews“ bei Internetanbietern, die zum Börsenwert des Vergleichsunternehmens ins Verhältnis gesetzt werden. Die Bewertung mit solchen, oder auch mit Umsatzmultiples bedeutet jedoch nicht, dass ein Käufer bereit wäre, für diese Größen bzw. den Umsatz an sich zu bezahlen. Sie unterstellt vielmehr ein identisches Margen- und Risikoprofil der verglichenen Unternehmen.[12] Sie dienen dazu, auch in solchen Fällen eine Bewertung zu ermöglichen, in denen aufgrund fehlender Vergangenheitserfahrungen eine Abschätzung künftiger Entnahmeüberschüsse schwierig ist.

Multiplikatoren, auch "multiples" genannt, sind heute insbesondere am Kapitalmarkt von großer praktischer Bedeutung bei der Bewertung von Unternehmen.[13] Besondere Popularität genießen Multiplikatoren auf der Grundlage von Kursgewinnverhältnissen oder von Enterprise-Value zu EBIT-Relationen.[14] Multiplikatoren auf Basis von Börsenkursen dienen in erster Linie dem Zweck der *relativen Bewertung* unterschiedlicher Kapitalmarkttitle. Mit ihrer Hilfe werden Vergleichswerte zu einem relativen Preisvergleich mit dem Ziel ermittelt, Fehlbewertungen zueinander aufzudecken. Durch Gegenüberstellen der Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen soll ein Indiz dafür gefunden werden, ob einer der Titel fehlerhaft bewertet ist. Damit sollen Preisunterschiede aufgedeckt und kurzfristig Arbitragegewinne erzielt werden.[15] Dabei dienen die Multiplikatoren jedoch nicht der Ermittlung eines „intrinsischen“, d. h. des fundamentalen inneren Wertes, sondern der Abschätzung ihres Marktpreises, d. h. des erzielbaren Kauf- oder Verkaufspreises.[16]

Fraglich ist, inwieweit die Multiplikator-Methode auch für andere Bewertungszwecke, z.B. für Unternehmenskauf oder –wie nach FAS 142 empfohlen – für die Goodwillbilanzierung, sinnvoll einsetzbar ist. Ihr scheinbarer Vorteil ist ihre Anwendbarkeit als vereinfachtes Bewertungsverfahren auch in den Fällen, in denen eine exakte Bewertung aufgrund des unzureichenden Informationsstandes des Bewerbers schier unmöglich erscheint.[17] Denn: Im Gegensatz zu den zukunftsorientierten Methoden müssen keine expliziten Annahmen über den Kalkulationszinsfuß einerseits - einschließlich der Überlegungen zu Basiszins, Risikozuschlag, Geldentwertungsabschlag und Kapitalstrukturproblematik - sowie der Cashflow-Struktur andererseits - mit Überlegungen zu Gewinnmargen, Nachhaltigkeit und Wachstumsraten - getroffen werden.[18] Jedoch ist dieser Vorteil vordergründig, denn alle diese Annahmen sind in den Multiplikatoren implizit enthalten und werden durch ihre Auswahl ebenso getroffen, nur eben nicht explizit.[19] Eine richtige Anwendung der Multiplikator-Methode setzt Identität aller Parameter bei Vergleichs- und Bewertungsobjekt voraus; dann ist die Bewertung allerdings trivial. Unterschiede der Parameter erfordern die Anpassung der Multiplikatoren um die Unterschiede zwischen den Unternehmen; die Multiplikator-Methode wird dann ebenso komplex wie die Zukunftserfolgs-Methode. Ihr Vorteil der Einfachheit entfällt.

Ein mithilfe von Multiples ermittelter Unternehmenswert verdeckt die implizit gesetzten Prämissen und führt deshalb leicht zu Fehlbewertungen. Das Multiplikator-Modell kann deshalb bestenfalls als Plausibilitätscheck den zukunftsorientierten Bewertungsmethoden zur Seite stehen.

### 3.2. Zukunftserfolgswerte

Zukunftserfolgswerte ergeben sich durch Diskontierung von Zukunftserfolgen. Sie sind grundsätzlich als Entscheidungswerte konzipiert, d. h. als Grenzpreise, deren Über- bzw. Unterschreitung die Transaktion ökonomisch nicht lohnenswert macht. Insofern beziehen sie grundsätzlich den Standpunkt einer bestimmten Partei. Maßstab für die Bewertung ist dabei der Vergleich des Bewertungsobjekts mit der bestmöglichen Handlungsalternative. Der Unternehmenswert als Grenzpreis repräsentiert folglich denjenigen Wert, bei dem beide Alternativen gerade gleichwertig sind. Die Übertragung des bekannten Preises der Handlungsalternative auf das Bewertungsobjekt erfolgt durch Diskontierung: der Kalkulationszinsfuß ist entsprechend so zu wählen, dass er die interne Verzinsung der besten Handlungsalternative wiedergibt.[20] Wegen der damit verbundenen praktischen Schwierigkeiten wird für den Kalkulationszinsfuß häufig von den Renditen typischer Alternativinvestitionen am Kapitalmarkt ausgegangen.[21]

Bewertungsrelevant sind alle vom Unternehmen zu erwartenden Zahlungen wie etwa Gewinnausschüttungen, Anteilsrückkäufe, Bezugsrechtsverkäufe etc.[22] Über diesen Grundsatz der Bewertung von Rückflüssen an die Eigner ist sich die Theorie einig (sog. Zuflussprinzip).[23] Die verschiedenen Methoden der Unternehmensbewertung unterscheiden sich vor allem in der Art und Weise, wie aus den Prognosen der zukünftigen Geschäftsentwicklung die möglichen Ausschüttungen approximiert werden. Als Zukunftserfolge kommen Dividenden, Cash Flows, aus Ertragsüberschüssen abgeleitete Ausschüttungen sowie Residualgewinne in Betracht. Demgemäß werden als Bewertungsmodelle das Dividenden Diskontierungs-Modell (DDM), das Discounted Cash Flow-Modell (DCF), die Ertragswertmethode (EWM) und schließlich das Residual Income-Modell (RIM) unterschieden.

Die Diskussion der letzten Jahre ist geprägt von der Harmonisierung von Ertragswert und DCF-Methoden.[24] In Theorie und Praxis hat sich inzwischen die Meinung durchgesetzt, dass die verschiedenen zukunftsorientierten Methoden grundsätzlich in der Lage sind, zum selben Ergebnis zu gelangen. Hierfür ist freilich erforderlich, dass die Methodik auf den selben Plandaten aufsetzt und die diskontierten Zukunftserfolge in einem integrierten Planungsmodell sachgerecht definiert und ermittelt werden, wobei jeweils identische Finanzierungsprämissen zugrunde zu legen sind.[25]

### 3.2.1. Dividenden-Diskontierungs-Modell

Bewertungsrelevant sind grundsätzlich die Nettoausschüttungen (Div) an die Unternehmenseigner. Das Dividenden-Diskontierungs-Modell knüpft unmittelbar an den Zahlungsströmen zwischen Unternehmen und Anteilseignern an. Es hat einen in den Ursprüngen der Bewertungslehre tief verwurzelten theoretischen Hintergrund in den frühen Arbeiten von WILLIAMS (1938) und GORDON (1959) und bildet den gedanklichen Ausgangspunkt für die anderen Methoden, kommt aber in der Praxis regelmäßig nur in der Aktienbewertung zum Einsatz. Bei konstanten, ewigen Ausschüttungen ergibt sich der Unternehmenswert aus Sicht der Unternehmenseigner ( $Ek_0$ ) anhand des Dividenden-Diskontierungs-Modells wie folgt:[26]

$$Ek_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Div}}{(1+r)^t} = \frac{\text{Div}}{r}.$$

Der Bewertungsansatz ist primär davon abhängig, Abschätzungen der zukünftigen Höhe und des Wachstums der Ausschüttungen auf Basis der aus der Vergangenheit gewonnenen Erfahrungen gewinnen zu können. Würde man diesem Modell eine detaillierte Unternehmens- und Ausschüttungsplanung zugrunde legen, dann wäre der Ansatz mit der Ertragswertmethode identisch. Jedoch liegen in der externen Aktienanalyse meist solch detaillierte Informationen nicht vor, weshalb es sich hierbei um einen vereinfachten Bewertungsansatz handelt, bei dem die Entwicklungen der Ausschüttungen häufig nur für bis zu zwei oder drei Perioden detailliert abgeschätzt, häufig auch nur mit der sog. „Gordon-Formel“ für konstantes, ewiges Wachstum

formelhaft abgebildet werden. Denn bei konstantem Wachstum ( $g$ ) der Ausschüttungen ( $Div_1 = Div_0 (1+g)$ ) lässt sich der Unternehmenswert mithilfe der „Gordon-Formel“ wie folgt ermitteln:[27]

$$Ek_0 = \sum_{t=1}^{\infty} Div_0 \frac{(1+g)^t}{(1+r)^t} = Div_0 \frac{(1+g)}{r-g} = \frac{Div_1}{r-g}.$$

Eine detaillierte Unternehmensanalyse leitet hingegen die künftigen Ausschüttungen aus einer umfangreichen Abschätzung der künftig vom Unternehmen erwirtschafteten Zahlungsüberschüsse bzw. Ertragsüberschüsse ab, was zu den beiden bedeutendsten Bewertungsmodellen, der Ertragswert- und DCF-Methodik führt.

### 3.2.2. Ertragswert- und Discounted Cashflow-Methoden

Bei den DCF-Methoden geschieht die Bewertung auf der Grundlage der dem Unternehmen zufließenden Zahlungsüberschüsse nach Abzug aller Investitionen (sog. Free Cashflows), die zur Ausschüttung an die Investoren zur Verfügung stehen.[28] Dahinter steht die Investitionstheorie, die postuliert, dass nur tatsächliche Zahlungen verzinslich und damit diskontierbar sind. Bei der Ertragswertmethode werden aus Gewinnen die möglichen Ausschüttungen abgeleitet.[29] Dahinter steht eine rechnungswesenorientierte Sicht, nach der Ausschüttungen nur aus erwirtschafteten Gewinnen und dem Eigenkapital möglich sind. Beide Sichtweisen unterscheiden sich aber nur vordergründig, denn die Bewertung muss zwangsläufig beide Größen, Zahlungen und Gewinne, betrachten. Gewinne sind schon für die Ermittlung der Steuerschuld notwendig, Cashflows für den Finanzierungsbedarf. Darüber hinaus sind beide Methoden über die Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsentscheidungen verkoppelt, wie im Folgenden diskutiert wird.

Startet man die Betrachtung ausgehend von Gewinnausschüttungen (Ertragswertmethode), dann muss bedacht werden, was mit den übrigen, im Unternehmen verbleibenden Finanzmitteln (Cash) geschehen soll. Diese werden investiert und führen zu später erhöhten Ausschüttungen. Ein negativer Finanzierungssaldo wäre durch zusätzliche Kapitalaufnahme auszugleichen und reduziert damit zukünftige Ausschüttungen. Instrument dieser Überlegungen ist die Finanzbedarfsrechnung, die seit jeher zentrale Ergänzung der Gewinn- bzw. Ausschüttungsermittlung einer Ertragswertmethode ist.

Startet man dagegen die Bewertung ausgehend von Cashflows (DCF-Methoden), so wird in der Regel nicht unterschieden, ob diese ausschüttungsfähig im rechtlichen Sinne sind oder nicht.[30] Die DCF-Methodik geht vielmehr von der Gleichheit von Mittelherkunft- und -verwendung aus, sodass die Zahlungsüberschüsse der Ebene Unternehmen-Umwelt den Zahlungsüberschüssen Unternehmen-Investoren entsprechen.[31] Ein Unterschied ergibt sich nur, wenn die erwirtschafteten Free Cashflows tatsächlich nicht ausgeschüttet würden.[32] Jedoch werden auch diese im Unternehmen verbliebenen Überschüsse im Unternehmen investiert und führen damit zu später erhöhten Ausschüttungen. Ein Unterschied von erwirtschafteten Zahlungsüberschüssen (Free Cashflows) und Ausschüttungen wird damit ausgeglichen, dass der Barwert der erhöhten späteren Ausschüttungen exakt der anfänglichen Minderausschüttung entspricht. Für diesen Ausgleich ist

eine Anlage der einbehaltenen Mittel zum Kapitalkostensatz erforderlich.

Beide Sichtweisen lassen sich integrieren: Die Kenntnis der erwirtschafteten Zahlungsüberschüsse ist auch für die Ertragswertmethode notwendig, um die Wiederanlage der den Gewinn übersteigenden Beträge ermitteln zu können. Die tatsächliche Ausschüttung spielt im Rahmen der DCF-Methoden keine primäre Rolle, da alle Überschüsse den Investoren entweder unmittelbar durch Ausschüttung oder mittelbar durch eine spätere Ausschüttung und die damit verbundene Wertsteigerung zu Gute kommen. Beide Methoden sind dann äquivalent, wenn die Differenz aus erwirtschafteten und ausgeschütteten finanziellen Überschüssen zu den Kapitalkosten investiert wird. Ist die Differenz gleich Null, dann liegt natürlich unmittelbare Gleichheit vor.[33]

Für die Bewertung wäre es folglich prinzipiell notwendig, das Ausschüttungsverhalten explizit zu planen und den aus den Einbehaltungen resultierenden „Erfolg vom Erfolg“ zusätzlich explizit einzubeziehen. Eine Einbehaltung wirkt sich jedoch bekanntlich nur dann auf den Unternehmenswert aus, wenn die Wiederanlage zu einer Rendite erfolgt, die sich von den Kapitalkosten unterscheidet.[34] Der Aufwand der expliziten Berücksichtigung des Ausschüttungsverhaltens sowie der resultierenden Wiederanlageerfolge lohnt sich deshalb nur dann, wenn konkrete Hinweise vorliegen, dass eine kapitalwertneutrale Reinvestition nicht möglich bzw. nicht realistisch ist.

Sind Reinvestitionen zu einer Rendite oberhalb der Kapitalkosten möglich, entsteht zusätzlicher Wert durch weitere Einbehaltungen. Unter solchen Umständen wäre der Unternehmenswert beliebig durch Veränderung des Ausschüttungsverhaltens steigerbar – es wäre sogar eine zusätzliche Kapitalaufnahme sinnvoll. In der Realität können solche Investitionsgelegenheit mit positivem Kapitalwert jedoch nur in begrenztem Ausmaß vorhanden sein. Soweit lohnenswerte Investitionsgelegenheiten bekannt sind, sind diese ohnehin Bestandteil der Prognose der Zukunftserfolge und damit bereits im Bewertungsmodell integriert. Da man darüber hinaus erst zukünftig sich bietende Investitionsgelegenheiten aber nicht kennen kann, ist es fraglich, ob man systematisch von Wiederanlagemöglichkeiten zu mehr als den Kapitalkosten ausgehen kann, ohne konkrete Aussichten darauf zu haben.

Umgekehrt ist nur bedingt einzusehen, weshalb ein Unternehmen weniger als die Kapitalkosten auf einbehaltene Erfolge verdienen können sollte. „Da bei rationalem Verhalten der Eigentümer bzw. bei einer am Shareholder Value orientierten Unternehmenspolitik des Managements erzielte finanzielle Überschüsse nur dann einbehalten werden sollen, wenn sie mindestens eine Verzinsung in Höhe der geforderten Eigenkapitalrendite versprechen,“[35] ist es vernünftig anzunehmen, dass das Unternehmen nur solche Investitionen durchführt, mit denen es zumindest die Kapitalkosten erwirtschaften kann. Insofern wird in der Literatur „das Prinzip der Vollausschüttung als ein „vorsichtiges Schätzverfahren der tatsächlichen Nettoentnahmeerwartungen“[36] bezeichnet – eine Aussage, die sich nicht nur auf die Vollausschüttung der Gewinne bezieht, sondern sich allgemein

auf die Annahme der kapitalwertneutralen Wiederanlage nicht ausgeschütteter Überschüsse ausdehnen lässt.

Diese Annahme bedarf allerdings expliziter Überprüfung, wenn bei den Gewinn übersteigenden Free Cashflows aufgrund fehlenden Eigenkapitals weder Rücklagenauflösungen noch Kapitalherabsetzungen zur Ermöglichung erhöhter Ausschüttungen möglich sind. In diesem Falle ist eine kapitalwertneutrale Reinvestition im Unternehmen nur gegeben, wenn der Wiederanlagesatz die Kapitalkosten um den Gewerbeertragsteuereffekt übersteigt.[37]

### 3.2.3. Residualgewinn-Modell

Die Diskontierung von Residualgewinnen ist neben der Diskontierung von Free Cashflows und Ausschüttungen die dritte grundlegende Alternative zur zukunftsorientierten Bewertung von Unternehmen. In die deutsche Bewertungslehre hat es in den letzten Jahren durch die verbreitete Anwendung verschiedener Residualgewinn-Konzepte, wie z. B. dem Economic Value Added, im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung erneuten Einzug gehalten. Ursprünglich war das Konzept bereits in den 50er Jahren als Alternative zu einer auf Cashflows basierten Investitionsrechnung von LÜCKE (1955) eingeführt worden. In der anglo-amerikanischen Literatur wird das Residual-Income-Model (RIM) auf PREINREICH (1938) und EDWARDS/BELL (1961) zurückgeführt und ist auch unter dem Begriff des Abnormal-Earnings-Models bekannt.[38] In der Accounting-Literatur ist die Diskussion um dieses Modell durch die Arbeiten von OHLSON (1995) wieder neu angeregt worden, der zeigte, dass unter der Voraussetzung eines *clean surplus accounting* die verschiedenen Bewertungsmethoden zu übereinstimmenden Ergebnissen führen. Unter *clean surplus* wird der Umstand verstanden, dass alle nicht auf Außenfinanzierung beruhenden Änderungen des Eigenkapitals über die GuV geführt werden und damit auch zu einer Veränderung des Gewinns führen.[39]

In der deutschsprachigen Literatur ist diese Bedingung als Kongruenzprinzip der dynamischen Bilanz bekannt.[40] Dabei muss die Summe der Abschnittserfolge deckungsgleich mit dem Totalerfolg sein.[41] Dann lässt sich zeigen, dass sich der Unternehmenswert aus dem Barwert der Residualgewinne, berechnet durch Abzug von kalkulatorischen Zinsen auf das Buch-Eigenkapital ( $Ek^B$ ) am Periodenanfang, zuzüglich dem Buchwert des Eigenkapitals errechnen lässt:

$$Ek_0 = Ek_0^B + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{G_t - r_{Ek} Ek_{t-1}^B}{1 + r_{Ek}}$$

Dieses Netto-Residualgewinnmodell lässt sich auch als Bruttomethode formulieren, die für die wertorientierte Unternehmensführung besser geeignet ist, da auf Geschäftsbereichsebene die Steuerung anhand von Gewinnen vor Zinsen den Vorteil hat, dass sie unabhängig von Finanzierungseinflüssen ist, auf die operative Einheiten i. d. R. keinen Einfluss haben.[42]

$$Gk_0 = Gk_0^B + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EBIT_t (1-s) - r_{wacc} Gk_{t-1}^B}{1 + r_{wacc}}$$

Beachtenswert scheint in diesem Zusammenhang die Tatsache zu sein, dass es sich beim Residualgewinnmodell keinesfalls um ein Kombinationsverfahren aus Substanz- und Ertragswert handelt, auch wenn die Addition aus den Bestandsgrößen Eigen- oder Gesamtkapital und dem Barwert der Residualgewinne diesen Eindruck erwecken könnte. Tatsächlich ist die Höhe der zum Barwert der Residualgewinne addierten Bestandgröße für die Höhe des Unternehmenswerts irrelevant, da die abzuziehenden kalkulatorischen Zinsen ebenfalls von dieser Bestandgröße abhängen und sich in der Rechenarithmetik des Modells die Addition des Bestandes und Subtraktion der kalkulatorischen Zinsen hierauf exakt aufheben. Für die Bewertung relevant sind lediglich die kalkulatorischen Zinsen auf die in späteren Perioden vorgenommenen Investitionen, also Erhöhungen bzw. Senkungen der Kapitalbasis, wodurch das Doppelzählungsproblem bei der Diskontierung von Gewinnen behoben wird. Die Zinsen auf die Bestandgröße im Bewertungszeitpunkt sind hingegen lediglich für die Steuerung als relevant anzusehen, um die Opportunitätskosten des eingesetzten Eigenkapitals zu betonen.

Zu den bekanntesten wertorientierten Erfolgskennzahlen zählen neben dem Economic Value Added<sup>TM</sup> (EVA) von Stern/Stewart[43] der Economic Profit von McKinsey [44] sowie der Cash Value Added (CVA) der Boston Consulting Group (BCG)[45]. Daneben existieren noch eine Vielzahl von Abwandlungen, die sich aber letztlich alle auf das Residualgewinnmodell zurückführen lassen.

3.2.4. Beurteilung des Residualgewinn-Modells im Vergleich zur Ertragswert- und DCF-Methode  
Üblicherweise wird von Vertretern der DCF-Methodik deren Überlegenheit aus der Tatsache abgeleitet, dass sie auf der Investitionstheorie beruht und Cashflows gegenüber Gewinngrößen den Vorteil haben, nicht durch Bilanzpolitik beeinflussbar zu sein.[46] Dies gilt freilich nur im Hinblick auf Bilanzansatz und Bewertung, und nicht im Hinblick auf die eigentlich gravierenderen Sachverhaltsgestaltungen. Andererseits haben Free Cashflows auch den Nachteil, dass Investitionsauszahlungen dazu führen, dass über längere Zeiträume negative Werte erzielt werden können, und erst relativ spät die entsprechenden Rückflüsse ins Kalkül eingehen.[47] Dies erfordert i. d. R. längere Prognosezeiträume zur Erreichung eines Gleichgewichtszustands und führt häufig zu einem hohen Anteil der Residualwerte am Gesamtunternehmenswert. Dagegen werden bei periodisierten Größen die Investitionsauszahlungen über die Nutzungsdauer verteilt und mit den aus ihnen generierten Rückflüssen zusammengebracht („matching“). Wegen der damit verbundenen geringeren Schwankungen ermöglichen diese Größen verlässlichere Prognosen über kürzere Prognosezeiträume. Der Anteil des Residualwerts am Gesamtwert fällt bedeutend geringer aus. [48]

Empirischen Untersuchungen haben gezeigt, dass dem Residualgewinn-Modell aufgrund der dargestellten Vorteile ein bedeutend besserer Erklärungsgehalt von Unternehmenswerten am Kapitalmarkt zukommt.[49] So zeigt z. B. eine Studie von Francis et al. in Übereinstimmung mit verschiedenen anderen Untersuchungen einen Erklärungsgehalt von 71% für das Residualgewinn-Modell, während mithilfe des DCF-Modell nur 35 % und mit dem Dividenden-Diskontierungs-

Modell nur 51% der Preisänderungen erklärt werden konnten. Eine mögliche Erklärung für diesen Unterschied wird von den Autoren in dem Umstand gesehen, dass in ihrer Untersuchung der durchschnittliche Anteil des Restwerts am Gesamtwert beim Residualgewinn-Modell nur 21%, dagegen beim Dividenden-Diskontierungs-Modell 65% und beim DCF-Modell 82% ausmacht. Bei den beiden letzteren wird der Unternehmenswert ausschließlich durch Stromgrößen erklärt, während die Bestandsgröße Eigenkapital beim Residualgewinn-Modell 72% der Unternehmenswerte ausmacht. Somit erscheinen Bewertungsfehler des externen Rechnungswesens bei der Bewertung des Eigenkapitals weniger schwerwiegend zu sein, als die Prognosefehler bei der Abschätzung zukünftiger Zahlungsströme.[50]

Diese Studien beruhen jedoch auf öffentlich verfügbaren Informationen und lassen somit lediglich Schlüsse auf Kapitalmarktbewertungen zu. Es liegen jedoch keine Ergebnisse vor, die eine Übertragung dieser empirischen Ergebnisse auf eine Unternehmensbewertung auf Unternehmensebene zulassen würden, wenn dieses über alle notwendigen Informationen verfügt.[51] Gleiches lässt sich allerdings auch für die von den Befürwortern der DCF-Methode genannten Vorteile einer Cashflow-basierten Bewertung sagen. In einer intern aufgestellten Prognoserechnung sind grundsätzlich alle Rechengrößen zueinander konsistent zu ermitteln und führen dann auch zu identischen Ergebnissen.[52] Ein geringerer Anteil des Residualwertes am Unternehmenswert stellt folglich nicht *per se* einen Vorteil einer Methodik dar, da sich theoretisch jederzeit gleiche Ergebnisse erzielen lassen – keines der Verfahren ist „richtiger“, unabhängig von dem damit verbundenen Anteil des Residualwerts. Ein Vorteil ist eher in der damit verbundenen größeren Transparenz der Annahmen und größeren Plausibilität des Restwerts zu sehen.[53] Denn gerade durch die Fortschreibung der Verhältnisse des letzten detailliert geplanten Jahres kann es zu erheblichen Inkonsistenzen kommen.

Der Restwert am Ende des Planungshorizonts wird häufig durch eine Fortschreibung des letzten detailliert geplanten Jahres als konstante oder als wachsende ewige Rente mithilfe des Gordon-Modells ermittelt. Um die Verhältnisse eines Jahres fortschreiben zu können, ist es als ein „normalisiertes Jahr“ zu bestimmen, das repräsentativ für die gesamte darauffolgende Zukunft stehen kann und in dem eine Art Gleichgewichtszustand erreicht sein muss, welches sich im Wesentlichen auf die zu Beginn sehr unterschiedlich verlaufenden Wachstumsraten der Plandaten bezieht. Besondere Bedeutung kommt den Investitionen und Abschreibungen zu, weil ein Unternehmen auf Dauer nicht mehr abschreiben kann, als es investiert. Das für die Endphase fortgeschriebene Jahr muss daher als ein für die gesamte darauffolgende Zukunft repräsentatives Jahr geplant werden und darf deshalb nur solche Investitionen vorsehen, wie sie für die Erzielung des in der Endphase vorgesehenen Wachstums ausreichend sind. Statt des nunmehr empfohlenen Zwei-Phasen-Modells mit der Zweiteilung in Detailplanung und ewige Rente bedarf es in Fällen mit hohen Veränderungsraten in der Detailplanungsphase tatsächlich eines Drei-Phasen-Modells, in dem die zweite Phase der allmählichen Annäherung der detailliert geplanten Zahlen an den Gleichgewichtszustand dient, in dem Investitionen und Abschreibungen gleichlaufen.[54]

Auch was die dabei zugrundeliegende Rentabilität des Unternehmens betrifft, ist die Frage zu stellen, ob diese nachhaltig in der Endphase erzielt werden kann. Um eine über die Kapitalkosten hinausgehende Rendite, d. h. eine Überrendite, zu erzielen, muss ein Unternehmen in irgendeiner Weise gegenüber seinen Wettbewerbern bevorteilt sein.[55] Ein Kostenvorteil erlaubt es ihm, höhere Margen über geringere Kosten oder Marktanteilsgewinne über günstigere Preise zu erzielen. Ein Differenzierungsvorteil ermöglicht höhere Margen durch einen überdurchschnittlichen Preis, ebenso wie eine erhöhte Attraktivität in den Augen der Kunden und damit eine erhöhte Nachfrage. Nach dem Zeitpunkt des Erlöschens des Wettbewerbsvorteils erzielt das Unternehmen im Durchschnitt mit seinen Projekten nur noch eine branchenübliche, durchschnittliche Rendite in Höhe der Kapitalkosten.[56] Deshalb ist für die Unternehmensbewertung der Zeitraum abzuschätzen, bis zu dem der Vorteil, und damit die Überrendite, durch die Wettbewerbskräfte erodiert ist. Die Länge dieses Zeitraums hängt vor allem von den Investitionszyklen sowie der Wettbewerbsintensität der Branche ab.

Die Frage der Abschätzung der Dauer des Fortbestehens von Überrenditen hängt auch unmittelbar mit der Abgrenzung des Bewertungsobjekts („wie es steht und liegt“) zusammen. Natürlich ist es Aufgabe des neuen Managements nach einer Akquisition, auch über den Planungshorizont bei Unternehmenserwerb hinaus neue Wettbewerbsvorteile zu schaffen und so dauerhaft für das Fortbestehen von Überrenditen zu sorgen. Jedoch ist es zum Bewertungszeitpunkt nicht absehbar, inwieweit dies mit noch nicht einmal bestehenden Geschäftsideen gelingen kann und ist vor allem im vorliegenden Bewertungsobjekt selbst nicht angelegt, sondern erst durch zukünftige Leistungen zu generieren. Werden diese jedoch bereits bei der Bewertung antizipiert, so wird bereits bei Akquisition bezahlt, was zukünftige Management-Generationen an kreativen Ideen leisten sollen. Außerdem haben empirische Untersuchungen gezeigt, dass es nur wenige Unternehmen gibt, die auf Dauer wirklich ihre Kapitalkosten erwirtschaften.[57] Deshalb scheint ein Planungsmodell, in dem von einer im Zeitablauf gegen die Kapitalkosten konvergierenden Rendite ausgegangen wird, für die Unternehmensbewertung sinnvoll und notwendig. Hierfür scheinen Residualgewinnmodelle am geeignetsten zu sein, wie im Folgenden an einem Beispiel veranschaulicht wird:

	0	1	2	3	4	5 - ∞
OCF		500	2000	2900	2200	2200
ICF	-3000	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200
FCF	-3000	-700	800	1700	1000	1000
PV FCF @ 10%	<b>8815,18</b>	-636,36	661,16	1277,24	683,01	6830,13

Tab. 1: Beispiel: Unternehmensbewertung nach der DCF-Methodik

Im Jahr 4 wird ein konstantes Niveau erreicht, das für die Zukunft fortgeschrieben wird, was zu einem Unternehmenswert von 8.815,18 GE führt. Aus den Cashflows ist schwer zu erkennen, ob diese Fortschreibung ökonomisch sinnvoll und begründet ist.[58] Tab. 2 gibt die Residualgewinne wieder, die sich bei einer Nutzungsdauer der Investitionen von 3 Jahren ergeben. Betrachtet man diese, so ist leicht zu erkennen, dass ab Periode 4 ein Übergewinn von 760 GE bei einem

Kapitaleinsatz von 2.400 GE, also eine Überrendite von 32 % erzielt wird. Eine solche Überrendite in alle Ewigkeit fortzuschreiben scheint mehr als bedenklich.

	0	1	2	3	4	5 - ∞
Abschreibungen	0	-1000	-1400	-1800	-1200	-1200
Gewinn	0	-500	600	1100	1000	1000
Kapitalbindung	3000	3200	3000	2400	2400	2400
Kapitalkosten	0	300	320	300	240	240
RG	0	-800	280	800	760	760
PV RG @ 10%	5815,18	-727,27	231,40	601,05	519,09	5190,90
geb. Kapital	3000,00					
Unternehmenswert	<b>8815,18</b>					

Tab. 2: Beispiel: Unternehmensbewertung nach der RIM-Methodik

Geht man dagegen davon aus, dass der Wettbewerbsvorteil noch weitere 5 Jahre verteidigt werden kann und ab Periode 10 nur noch die Kapitalkosten auf die dann getätigten Investitionen verdient werden können und lässt man die Rentabilität über diesen Zeitraum linear sinken, dann ergibt sich lediglich ein Unternehmenswert in Höhe von 4.879,66 GE:

		1. Phase					2. Phase			3. Phase	
t =	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10 - ∞
OCF	0	500	2000	2900	2200	2200	2048	1896	1744	1592	1440
ICF	-3.000	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200
FCF	-3.000	-700	800	1700	1000	1000	848	696	544	392	240
PV FCF @ 10%	<b>4.879,66</b>	-636,36	661,16	1277,24	683,01	620,92	478,67	357,16	253,78	166,25	1017,83

Tab. 3: Beispiel: Unternehmensbewertung nach der DCF-Methodik mit konvergierender Überrendite

Obwohl DCF-Methodik und RIM für die Bewertung gleiche Ergebnisse liefern, ist die praktische Handhabung einer Bewertung mit Residualgewinnen wesentlich transparenter, weil hier der Zusammenhang von Rentabilität und Kapitalkosten deutlich erkennbar ist. Ab Periode 10 wird eine Überrendite von Null und damit ein Residualgewinn von Null erwirtschaftet:

		1. Phase					2. Phase			3. Phase	
t =	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10 - ∞
Abschreibungen	0	-1000	-1400	-1800	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200
Gewinn	0	-500	600	1100	1000	1000	848	696	544	392	240
Kapitalbindung	3.000	3.200	3.000	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400
Kapitalkosten	0	300	320	300	240	240	240	240	240	240	240
RG	0	-800	280	800	760	760	608	456	304	152	<b>0</b>
PV RG @ 10%	1.879,66	-727,27	231,40	601,05	519,09	471,90	343,20	234,00	141,82	64,46	0,00
geb. Kapital	3.000,00										
Unternehmenswert	<b>4.879,66</b>										

Tab. 4: Beispiel: Unternehmensbewertung nach der RIM-Methodik mit konvergierender Überrendite

Die Residualgewinn-Methodik hat somit den wesentlichen Vorteil, die in der Endphase unterstellte Rentabilität deutlicher zum Ausdruck zu bringen und so die Planung transparenter zu machen. Dieser Vorteil ist als umso gewichtiger einzuschätzen, je schlechter die Datenbasis für die weiter in der Zukunft liegenden Zeiträume ist. Gerade für die externe Bewertung in der

kapitalmarktorientierten Bewertung ist dies der Fall wie von den oben erwähnten empirischen Ergebnissen bestätigt wird. Gleichwohl keinesfalls zu vernachlässigen ist dieses Problem der zunehmenden Unsicherheit späterer Zeitpunkte in der beratungsorientierten Bewertung ebenso wie in den übrigen Bewertungsfällen. Das Beispiel macht aber auch deutlich: Vor allem bei sich dynamisch verändernden Unternehmen kann es sinnvoll sein, nach dem Planungshorizont vor Einsatz der sogenannten ewigen Rente eine Übergangsphase einzubauen, die der Normalisierung von Rendite und Investitionen auf ein auf Dauer zu erwartendes Maß dient. Das Institut der Wirtschaftsprüfer sollte u. E., nachdem es erst kürzlich von der 3-Phasen-Methode auf die Empfehlung einer 2-Phasen-Methode übergegangen ist, die Notwendigkeit einer nach der Planungsphase und vor der ewigen Rente oft erforderlichen Übergangsphase in seiner Bewertungsrichtlinie betonen.

### 3.2.5. Implikationen für die gutachterliche Unternehmensbewertung

Die dargestellten Vorteile der Residualgewinnmethode legen ihre Anwendung auch für die gutachterliche Bewertung nahe.[59] Bislang ist die Ertragswertmethode bei der gutachterlichen Bewertung durch den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer vorherrschend. Aufgrund der konzeptionellen Nähe des Residualgewinnmodells zum periodisierten Rechnungswesen und dem Ertragswert-Verfahren bietet sich seine verstärkte Anwendung geradezu an.

Durch die Zusammenführung von Ertragswertmethode und Residualgewinnmethode ergibt sich ein weiterer Vorteil: bei der Anwendung der Ertragswertmethode bleibt häufig der Einfluss der Kapitalstruktur auf den Kapitalisierungszinsfuß unberücksichtigt, was sich durch eine Übertragung der Vorgehensweise der Residualgewinnmethodik auf die Ertragswertmethodik beheben ließe.

Aus der Bewertungstheorie ist bekannt, dass Veränderungen der Kapitalstruktur Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes erfordern.[60] Ein konstanter Kapitalisierungszinssatz hingegen erfordert eine gleichbleibende, konstante Kapitalstruktur in Marktwerten, was wiederum Eigenkapitalaufnahmen oder Thesaurierungen erfordert. Eigenkapitalerhöhungen wiederum sind von den Zukunftserfolgen abzuziehen und nur die Nettoausschüttungen sind zu diskontieren, um Doppelzählungen zu vermeiden. Alternativ zum Abzug der Eigenkapitalerhöhungen ist auch ein Abzug kalkulatorischer Kapitalkosten auf die Eigenkapitalerhöhungen möglich, da deren Barwert genau den Erhöhungen entspricht.

Beim Ertragswert-Verfahren gehen die zukünftigen Finanzierungsbedarfe in die Finanzbedarfsrechnung ein, mit deren Hilfe der vom Ertrag vor Zinsen abzusetzende Zinsaufwand ermittelt wird. Eigenkapitalfinanzierung stellt die Ausnahme dar. Dabei wird übersehen, dass dies zu Veränderungen der Kapitalstruktur führt und eigentlich in den Kapitalkosten zu berücksichtigen wäre. Um mit einem einheitlichen Kalkulationszinsfuß arbeiten zu können müssten daher im Rahmen der Finanzbedarfsrechnung anteilig Eigenfinanzierungen vorgenommen werden.

Beim Residualgewinn-Modell werden von den Gewinnen kalkulatorische Eigenkapitalkosten, berechnet auf das am Periodenanfang gebundene Eigenkapital abgezogen. Das Eigenkapital verändert sich jährlich um die erfolgten Eigenkapitalaufnahmen und Thesaurierungen, sodass durch den Abzug der Kapitalkosten auch die Doppelzählungsproblematik der Gewinndiskontierung behoben wird.

Berücksichtigt man im Rahmen der Ertragswertmethode die notwendigen Eigenkapitalerhöhungen ebenfalls durch kalkulatorische Eigenkapitalkosten, so unterscheiden sich Residualgewinnmethode und Ertragswertmethode effektiv nur noch durch die Berechnungsbasis der Eigenkapitalkosten: Bei der Residualgewinnmethode wird im Unterschied zur Ertragswertmethode lediglich die gesamte Kapitalbasis, einschließlich des im Zeitpunkt der Bewertung vorhandenen Eigenkapitals, mit Finanzierungskosten belegt.[61] Mit einer Anwendung der Residualgewinnmethode wäre folglich die ohnehin notwendige Erweiterung der Ertragswertmethode um die Kapitalstrukturproblematik mit den Vorteilen der Residualgewinn-Bewertung verbindbar.

### 3.3.Zwischenfazit

Aus den vorstehenden Überlegungen lässt sich als Fazit festhalten, dass die Residualgewinn-Methodik gegenüber allen übrigen Bewertungsmethoden einen wesentlichen Vorteil aufweist: die in der Endphase unterstellte Rentabilität wird deutlicher zum Ausdruck gebracht und so die Planung transparenter. Daneben kommt ein weiterer Vorteil hinzu: Der Residualgewinn, etwa in Form des Economic Value Added, dient im Rahmen der wertorientierten Steuerung zugleich als Maß der Leistungsbeurteilung strategischer Geschäftseinheiten. Wertorientierte Planung und wertorientierte Kontrolle bilden sich damit in der Residualgewinn-Methode als zwei Seiten ein- und derselben Medaille ab. Eine Verzahnung von Planung und Kontrolle in Form von Bewertung und wertorientierter Leistungsbeurteilung mithilfe des Residualgewinn-Konzepts bietet sich deshalb geradezu an, was im Folgenden weiter diskutiert wird.

## **4. Integration der Unternehmensbewertung für Zwecke der Kaufpreisermittlung, des Controlling und Reporting**

Bei Unternehmenskäufen werden regelmäßig Akquisitionsprämien, d. h. den Substanzwert überschreitende Kaufpreise bezahlt, die i. d. R. bilanziell als Geschäfts- oder Firmenwert aktiviert werden. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass nur ca. 50% aller Unternehmenskäufe erfolgreich sind, wobei ein wesentlicher Grund für diese hohe Misserfolgsquote in mangelnder Integration und zu hohen Kaufpreisen gesehen wird.[62] Ein effektives Akquisitionscontrolling ist deshalb unerlässlich, um sicherzustellen, dass die im Kaufpreis bezahlten, aber auch die über diese hinausgehenden, in der Akquisitionsstrategie angelegten, Vorteile in Form von Synergien und Restrukturierungspotenzialen, auch tatsächlich realisiert werden. Nur dann ist die Transaktion ökonomisch erfolgreich (vgl. Abb. 4). Der Unternehmenswert als Grenzpreis beinhaltet nämlich bereits sämtliche zu erwartenden Vorteile, die sich aus der Akquisition für den Erwerber ergeben.

Für eine effektive Erfolgskontrolle ist es daher sinnvoll, Akquisitionsplanung und -kontrolle miteinander zu verknüpfen. Dazu sind die Unternehmensbewertung, die Erfolgskontrolle von Akquisitionsobjekten sowie die Erfolgskontrolle von Geschäftsbereichen und des Gesamtunternehmens mit einheitlichen Konzepten durchzuführen.

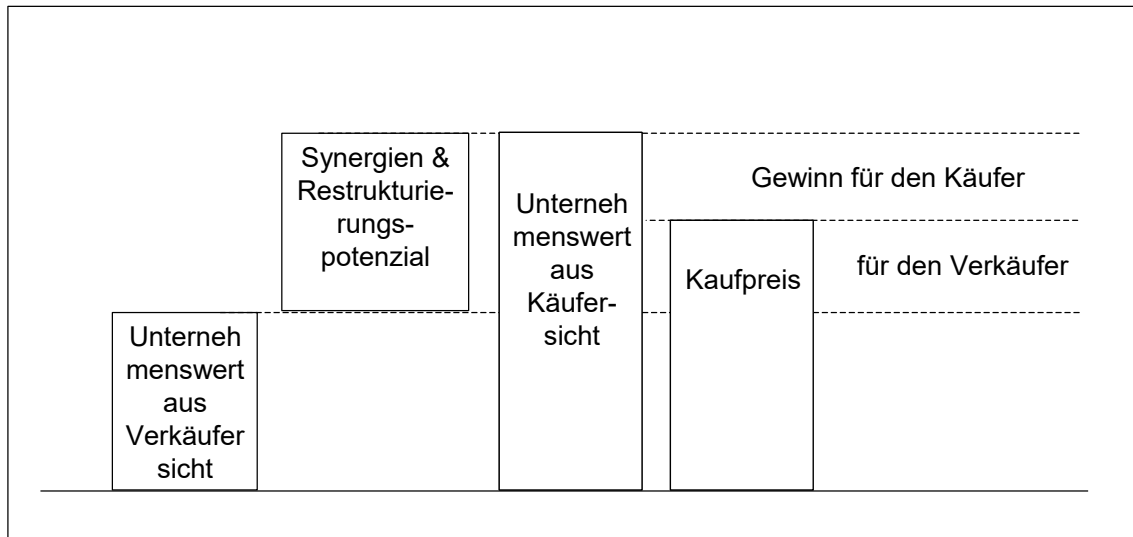


Abb. 4: Unternehmenswert als Entscheidungswert

In der externen Rechnungslegung werden die bezahlten Akquisitionsprämien, als Aufpreise über den Wert der identifizierbaren Substanz, als Goodwill aktiviert. Nach der neuen Goodwillrichtlinie FAS 142 im Rahmen der US-GAAP ist dieser Goodwill seit dem 1.07.2001 nicht mehr planmäßig abzuschreiben sondern einem jährlichen Werthaltigkeitstest zu unterziehen.[63] Da der Goodwill als Residualgröße aber nicht einzeln bewertet, sondern nur als Differenz von Unternehmenswert und Substanzwert ermittelbar ist, ist ein Werthaltigkeitstest nur mithilfe einer

Unternehmensbewertung möglich.[64] Damit sind Unternehmensbewertungen nicht nur im Rahmen des Akquisitionsprozesses für die Kaufpreisfindung und die anschließende Erfolgskontrolle, für die Geschäftsbereichsteuerung im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung und die damit verbundenen wertorientierten Entlohnungssysteme, sondern auch für die externe Berichterstattung durchzuführen. Inwieweit eine Verknüpfung von Kaufpreisfindung, Impairment-Test, Akquisitionscontrolling und Geschäftsbereichscontrolling mithilfe der Instrumente der Unternehmensbewertung möglich und sinnvoll ist, wird im Folgenden untersucht.

#### 4.1. Eignung der Erfolgsgrößen der Unternehmensbewertung für die Leistungsbeurteilung

Das interne Rechnungswesen hat die Aufgabe, Informationen zur Fundierung von Entscheidungen sowie zur Verhaltenssteuerung der Geschäftsbereiche eines Unternehmens bereitzustellen. In Planungsrechnungen werden Entscheidungswerte, wie z. B. Unternehmenswerte ermittelt, mit deren Hilfe ökonomische Entscheidungen zielgerichtet getroffen werden sollen. Solche Werte müssen den Zeitwert des Geldes sowie Unterschiede im Risiko adäquat berücksichtigen, d. h. zukunftsorientiert und risikoadäquat sein. In Kontrollrechnungen werden im Rahmen von Soll/Ist-Vergleichen Kontrollgrößen zur verhaltenssteuernden Leistungsbeurteilung verwendet. Um diese Aufgaben

erfüllen zu können, muss ein solches Steuerungssystem die Kriterien der Anreizverträglichkeit, Kommunikationsfähigkeit und Wirtschaftlichkeit erfüllen. Um anreizverträglich zu sein, müssen die Kontrollgrößen in sachlich logischem Zusammenhang mit den Unternehmenszielen, insbesondere dem Shareholder Value als Oberziel stehen und dürfen nicht beeinflussbar, d. h. manipulierbar sein.[65]

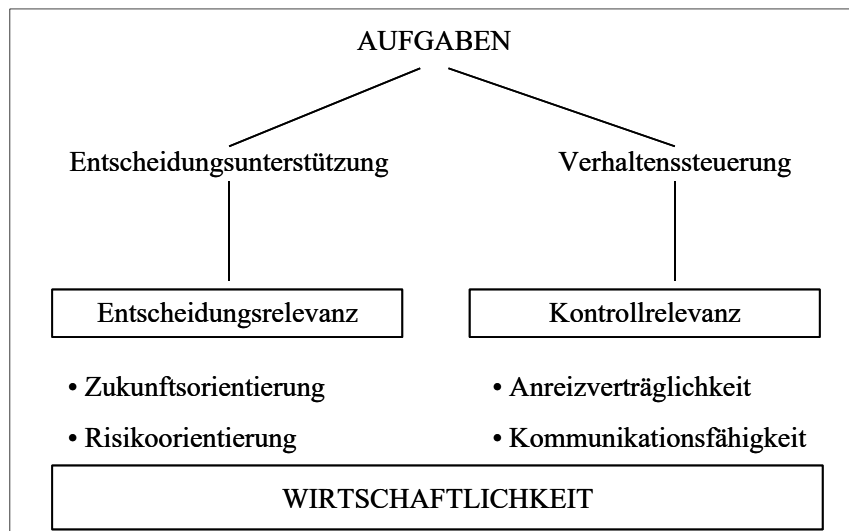


Abb. 5: Anforderungen an Steuerungssysteme

Um im Zeitablauf beurteilen zu können, ob der ursprünglich bezahlte Kaufpreis auch tatsächlich erwirtschaftet wird, müssen die Plandaten mit den Ist-Werten verglichen werden. Im Rechnungswesen stehen hierfür grundsätzlich zahlungsorientierte Cashflow-Größen und periodisierte Ergebnisgrößen zur Verfügung. Reduziert man die Betrachtung auf die Erfolgsbeurteilung anhand einer Spitzenkennzahl, die zugleich die Grundlage für das Anreizsystem sein soll, so erscheinen Cashflow- und Ergebnisgrößen für Kontrollrechnungen unterschiedlich geeignet zu sein.

Planungsrechnungen, wie sie Investitionsrechnungen und Unternehmensbewertung darstellen, beruhen häufig auf Cashflows. Cashflows sind als Kontrollgrößen aber nur eingeschränkt geeignet, denn sie sind liquiditäts- und nicht erfolgsorientierte Kennzahlen. Der operative Cashflow gibt zwar Auskunft über den Liquiditätszufluss, gibt aber keine Antwort auf die Frage, inwieweit die dafür getätigten Investitionen gedeckt wurden. Deshalb sind zumindest die Cashflows des Investitionsbereichs mit zu berücksichtigen. Der resultierende Saldo aus operativen und investiven Cashflows, der Free Cashflow, ist aber in Bezug auf seine Ursachen nur schwer interpretierbar. So kann ein höherer Free Cashflow positive operative Gründe, aber auch Zurückhaltungen im Bereich der Investitionen zur Ursache haben. Auch lässt sich aus einem einzelnen tatsächlich erwirtschafteten Perioden-Cashflow nicht die damit erzielte Wertsteigerung ablesen. Erst durch ihre Kapitalisierung lassen sie sich in Zusammenhang zum Unternehmenswert bringen. Ein Kontrollsystem müsste deshalb erwartete und erzielte Cashflows miteinander vergleichen und Verschiebungen geplanter Cashflows einbeziehen. Damit würde das Kontrollsystem jedoch anfällig für Manipulationen durch Planrevisionen. Zudem erfordert eine solche Nachrechnung hohen

Aufwand, da die Plan-Cashflows aller Projekte zusammenzufassen und weiterzuführen wären. Die Kriterien der Anreizverträglichkeit, Kommunikationsfähigkeit und Wirtschaftlichkeit würden verletzt.

Periodisierte Größen haben gegenüber Cashflows den Vorteil, dass sie die wirtschaftliche Leistung der betrachteten Periode abbilden. Durch die Verteilung von Investitionen über die Zeit werden den zufließenden Erträgen die dafür angefallenen Aufwendungen zugerechnet. Selbst Cash-orientierte wertorientierte Steuerungskonzepte wie der „Cash Value Added“ wählen diese Vorgehensweise, wenn von einem vereinfachten Brutto-Cashflow eine ökonomische Abschreibung abgezogen wird, die einer Annuität auf die Anfangsinvestition entspricht. Periodenergebnisse im Sinne von Ertragsüberschüssen lassen sich jedoch nicht unmittelbar diskontieren, da die Gewinne, die nicht ausgeschüttet werden und in den Folgeperioden durch ihre Reinvestition zu höheren Ausschüttungen führen, doppelt gezählt würden (sog. Doppelzählungsproblem). Deshalb werden beim Ertragswertverfahren nicht die Periodenerfolge an sich, sondern die daraus abgeleiteten Nettoausschüttungen diskontiert. Diese Vorgehensweise hat für Zwecke der Kontrolle den Nachteil, dass die einzelne operative Geschäftseinheit auf Ausschüttungsverhalten und Finanzierung meist keinen Einfluss hat, so dass es hierfür nicht verantwortlich gemacht werden kann. Der Periodenerfolg reicht aber als Beurteilungsgröße nicht aus, weil er den dafür notwendigen Kapitaleinsatz vernachlässigt.

Das Residualgewinn (RG)-Konzept berücksichtigt diesen Aspekt der Kapitalbindung zusätzlich. Ein positiver RG besagt unmittelbar, dass in der betrachteten Periode mehr verdient wurde, als für die risikoadäquate Verzinsung des eingesetzten Kapitals erforderlich gewesen wäre. Eine Verzahnung von Bewertung und Kontrolle im Rahmen des Akquisitionscontrollings kann mithilfe des Residualgewinn-Konzeptes erfolgen, indem die beim Unternehmenserwerb bezahlten Synergien, die im Goodwill enthalten sind, auf die einzelnen Geschäftsbereiche heruntergebrochen und in das gebundene Kapital einbezogen werden. Damit wäre die Erzielung der notwendigen Verzinsung auf alle bezahlten Synergien incentiviert. Die Erwirtschaftung der darüber hinausgehenden geplanten Synergieerfolge müsste durch Zielvereinbarungen sichergestellt werden.

Varianten des Residualgewinns werden unter verschiedenen Namen z. B. als „Economic Value Added“, „Cash Value Added“ oder „Geschäftswertbeitrag“ in der Praxis als Steuerungsgrößen verwendet. Bei ihrer Interpretation ist zu beachten, dass es sich bei einem positiven RG keinesfalls um die erzielte Unternehmenswertsteigerung der Periode handelt, sondern um die Erwirtschaftung der Überschüsse, die bereits bei der Durchführung der Investition zu einer Wertsteigerung in Höhe deren Barwerts geführt haben. Der Barwert aller Residualgewinne gibt den Kapitalwert der Investition und damit die Unternehmenswertsteigerung im Zeitpunkt der Durchführung der Investition an. Dennoch wird in der Praxis häufig versucht, aus der periodischen RG-Größe auch die erzielte zusätzliche Wertgenerierung der Periode abzulesen und diese zu incentivieren. Durch die Ankopplung der Leistungsbeurteilung und Managementvergütung an die Höhe oder Steigerung

des RG können jedoch Steuerungsprobleme entstehen, da selbst bei lohnenswerten, mit positivem Kapitalwert versehenen Projekten negative RG auftreten können. Dieses Problem ließe sich nur mit Abschreibungen nach dem Tragfähigkeitsprinzip beheben, deren Anwendung zu einem in allen Perioden einheitlichen, positiven RG führt. Allerdings erfordert diese Vorgehensweise die Kenntnis des Cashflow-Profiles und umfangreiche Berechnungen, was wiederum der Wirtschaftlichkeit und Kommunikationsfähigkeit abträglich ist.[66] Insofern besteht beim RG-Konzept ein deutlicher Tradeoff zwischen Wirtschaftlichkeit und Kommunikationsfähigkeit einerseits und der Anreizverträglichkeit andererseits.

Gegenüber den diskutierten statischen Erfolgsgrößen haben die darauf aufbauenden dynamischen Bewertungsmethoden den Vorteil, dass sie konzeptionell besser in der Lage sind, die Unternehmenswertsteigerung der betrachteten Periode abzubilden. Für Planungsrechnungen ist heute unstrittig, dass sich Unternehmenswertsteigerungen als oberstem Unternehmensziel am besten mithilfe der dynamischen Investitionsrechenverfahren und damit letztendlich mit den gängigen Unternehmensbewertungsmethoden abbilden lassen. Die Zielkongruenz ist somit am besten gewährleistet. Ob dynamische Verfahren für Steuerungssysteme und für Kontrollrechnungen in gleicher Weise wie für Planungsrechnungen geeignet sind, bleibt jedoch zu prüfen. Insbesondere ist fraglich, ob ein Leistungsbeurteilungssystem zukunftsorientiert sein sollte. Denn durch den Zukunftsbezug werden automatisch Planrevisionen in die Beurteilung einbezogen, was die Manipulationsresistenz beeinträchtigt. Gleichzeitig fällt die Kommunikationsfähigkeit im Sinne der Verständlichkeit gegenüber Residualgewinnmodellen deutlich ungünstiger aus. Die Beurteilung ist in Tab. 5 zusammengefasst.

	dynamische Verfahren		statische Größen	
	DCF	RIM	FCF	RG
<b>Anreizverträglichkeit</b>				
- Zielkongruenz	++	++	0	+
- Maßgenauigkeit (Manipulationsresistenz)	-	0	++	+
<b>Kommunikationsfähigkeit</b>				
- Analysefähigkeit	+	+	-	+
- Verständlichkeit	-	-	-	++
<b>Wirtschaftlichkeit</b>	-	0	0	+

Tab. 5: Beurteilung von Steuerungskonzepten für die wertorientierte Leistungsbeurteilung

Durch die neu eingeführte Goodwill-Bilanzierung nach dem Impairment-Only-Approach (IOA) ist die Anwendung dynamischer Verfahren für die Leistungsbeurteilung unmittelbar relevant geworden.[67] Durch den IOA gehen Zukunftserwartungen in die Periodenerfolge der Reporting Units (GB) ein, weshalb sich für die Steuerung der Geschäftsbereiche die Frage stellt, in welcher Form die jeweiligen GB-Verantwortlichen für die Goodwill-Abschreibungen verantwortlich

gemacht werden können.[68] Im Folgenden wird die Eignung der dynamischen Bewertungsverfahren für die Leistungsbeurteilung am Beispiel des Impairment-Tests nach FAS 142 näher untersucht.

#### 4.2.Eignung des Impairment-Tests nach FAS 142 für die Leistungsbeurteilung

Der Impairment-Test für den Goodwill nach FAS 142 sieht eine jährliche Neubewertung des Goodwill und damit des Unternehmens bzw. Geschäftsbereichs (reporting unit) vor. Diese ist nach den Regeln der Unternehmensbewertung mit einer „present-value-method“ nach CON 7 vorzunehmen. Letztere entspricht primär den DCF-Methoden, ist methodisch aber ebenfalls mit den anderen Bewertungsverfahren wie Ertragswertmethode und RIM vereinbar.[69] FAS 142 erlaubt explizit die Anwendung jedes adäquaten Bewertungsverfahrens, insbesondere auch der Multiplikatorverfahren.

Durch die Aufteilung des Goodwill auf die Reporting Units stellt sich automatisch die Frage nach der Verantwortlichkeit für mögliche Abschreibungen. Sind diese in die interne Leistungsbeurteilung der Geschäftsbereiche einzubeziehen und geben sie zusätzlichen Aufschluss über die Leistungsfähigkeit der Einheit?[70] Unterzieht man die ökonomische Aussagekraft eines Goodwill-Impairments nach FAS 142 einer näheren Prüfung,[71] so zeigt sich, dass ein Impairment nicht nur dann eintritt, wenn die Performance des Bereichs schlechter ausfällt als geplant, sondern dass eine solche auch von Anfang an im geplanten Cashflow-Profil vorgezeichnet sein kann.

Der Goodwill als bezahlte Prämie über den Substanzwert als Teilrekonstruktionswert hinaus rechtfertigt sich ökonomisch nur durch über die Verzinsung des Substanzwerts hinausgehende zukünftige Überrenditen. Der Goodwill lässt sich deshalb auch unmittelbar als Barwert zukünftiger Residualgewinne ermitteln.[72] In der Terminologie des „Economic Value Added“ entspricht deshalb der Goodwill dem „Market Value Added“. Zu einem Impairment kommt es demzufolge, wenn dieser Barwert der Residualgewinne unter den ursprünglichen Wert bei Akquisition fällt.[73] Sieht die Planung ein Absinken der Residualgewinne im Zeitablauf vor (vgl. Abb. 6), so kommt es zu einer schrittweisen Reduktion des Barwerts mit fortschreitender Erwirtschaftung der Überschüsse. In gleichem Maße kommt es zu einer Abwertung des Goodwill und zu einer Abschreibung im Sinne einer Amortisation. Der Erhalt des bezahlten Goodwill hängt somit von einem Erhalt der Fähigkeit, Überrenditen zu erwirtschaften und damit von einem Ersatz der bestehenden Wettbewerbsvorteile des Unternehmens ab. Wie oben bereits ausführlich diskutiert wurde, ist ein solches Absinken eingeplanter Überrenditen im Bewertungsmodell grundsätzlich sinnvoll, da die Annahme ihres unendlichen Fortbestehens unrealistisch und empirisch nicht haltbar wäre. Damit wäre aber automatisch ein Goodwill-Impairment in das Bewertungsmodell eingebaut.

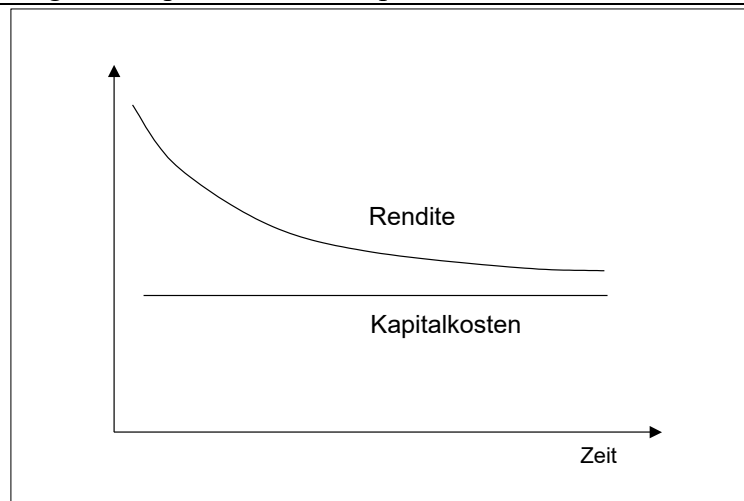


Abb. 6: Konvergenz der geplanten Überrenditen im Bewertungsmodell

Eine Goodwill-Abschreibung kommt dann zustande, wenn die Differenz aus Unternehmenswert und Neubewertetem Nettovermögen (einschließlich nicht bilanzierungsfähiger, aber identifizierbarer Vermögenswerte) im Zeitablauf sinkt. Das Impairment hängt folglich nicht von der Entwicklung des Unternehmenswerts an sich, sondern vom Verhältnis von Markt- und Buchwerten (M/B-Ratio) ab, d. h. es ist nicht notwendigerweise mit einem Sinken des Unternehmenswerts verbunden. Selbst bei steigendem Unternehmenswert kann ein vorübergehendes Absinken des M/B-Verhältnisses zu einem Impairment führen, ohne dass die Zukunftsaussichten des Unternehmens sich verschlechtert hätten. Eine solche Abschreibung ist im Gegensatz zum Fall sinkender Überrenditen nicht als Verteilungsabschreibung interpretierbar, sondern bestenfalls als außerplanmäßige Abschreibung bei vorübergehender Wertminderung. Da nach FAS 142 aber keine Wertaufholung möglich ist, kann es je nach Cashflow-Profil zur Diskriminierung insgesamt lohnenswerter Projekte kommen.

Eine Verschlechterung des M/B-Verhältnisses kann sich auch durch die in FAS 142.21 vorgesehene jährliche Neubewertung des Buchwertes ergeben. Ein Ansteigen der stillen Reserven, also der Fair Values der bilanzierten und nicht bilanzierbaren, aber identifizierbaren Vermögenswerte, führt zu einer Erhöhung des Neubewerteten Nettovermögens und damit c.p. zu einer Reduktion des Goodwill und damit zu einem Impairment. Ökonomisch ist dies jedoch nicht sinnvoll als Aufwand oder Verlust interpretierbar, sondern wird lediglich durch die nicht gleichzeitig in der Bilanz erfolgende Neubewertung hervorgerufen. Bei einer konsequenten Umsetzung des zugrundeliegenden Gedankens der Fair Value-Bilanzierung wären solche stillen Reserven entweder durch erfolgsneutrale Umbuchung aus der Position Goodwill in die einzelnen Vermögenswerte, oder aber durch Neubewertung bei gleichzeitiger Bildung einer Neubewertungsrücklage und Erhalt der vollen Höhe des Goodwill aufzulösen. Die halbherzige Lösung des FAS 142 führt jedoch zu einem insbesondere aus Steuerungsgesichtspunkten nicht sinnvollen Aufwand.

Als Fazit lässt sich festhalten, dass das in FAS 142 umgesetzte Goodwill-Impairment sehr unterschiedliche Aussagekraft hat – es kann einer außerplanmäßigen Abschreibung wegen einer schlechteren operativen oder strategischen Performanz des Unternehmens oder auch wegen

verschlechterten Zukunftsaussichten des Unternehmens entsprechen, aber auch der planmäßigen Amortisation bezahlter Überrenditen. Darüber hinaus treten Fälle auf, in denen ein „*impairment-loss*“ nur bedingt oder gar nicht als Aufwand interpretierbar ist. Deshalb ist es als Steuerungsinstrument nur unzureichend tauglich. Für Steuerungs-zwecke müsste folglich innerhalb der Ursachen für das Impairment differenziert werden in operative und strategische sowie rein rechentechnische Ursachen.

#### 4.3.Fazit

Die verschiedenen Erfolgsgrößen und die damit verbundenen Bewertungsmethoden sind für Zwecke der Unternehmenssteuerung unterschiedlich geeignet. Anhand des Goodwill-Impairments wurden einige Probleme dynamischer Verfahren für Zwecke der Leistungsbeurteilung aufgezeigt. Insgesamt erscheint das Residualgewinn-Modell durch die Verknüpfung der für die Leistungsbeurteilung gut geeigneten statischen Erfolgsgröße Residualgewinn mit einem für die Planung gut geeigneten dynamischen Bewertungsverfahren gegenüber den übrigen Bewertungsmodellen bevorteilt zu sein. Zudem weist das Residualgewinn-Modell in allen Anwendungsfällen, der Bewertung für das Impairment, für die Kaufpreisermittlung sowie für die Erfolgskontrolle große Vorteile hinsichtlich Transparenz der Annahmen und Daten auf. Eine Verknüpfung dieser Rechenwerke über ein einheitliches Planungs-, Kontroll- und Bewertungssystem anhand von Residualgewinnen erscheint schon aus Wirtschaftlichkeitsgründen geboten.

### 5. Zusammenfassung

- 1) Zur Bewertung von Unternehmen gibt es verschiedene Konzeptionen. Eine Bewertungskonzeption ist durch den Bewertungszweck und die diesem Zweck dienende Bewertungsmethode gekennzeichnet.
- 2) Eine weit verbreitete Unterscheidung von Bewertungszwecken differenziert zwischen der Beratungsfunktion, Vermittlungsfunktion und Argumentationsfunktion als Hauptfunktionen. Durch die Verbreitung des Shareholder Value Gedankens sind weitere Zwecke dazugekommen, andere Zwecke werden sinnvollerweise gebündelt. Dies führt zu der Unterscheidung in gutachterliche Bewertung, beratungsorientierte Bewertung bei Eigentümerwechseln, relative Bewertung am Kapitalmarkt, Bewertung für Zwecke des wertorientierten Controllings sowie für die Fair-Value-Ermittlung im Rahmen des externen Reportings.
- 3) Die Bewertungsmethoden lassen sich in drei Hauptgruppen einteilen: Substanzwerte, Vergleichswerte und Zukunftserfolgswerte. Die unterschiedlichen Bewertungsmethoden werden in der Praxis für unterschiedliche Zwecke angewendet. Dies ist nur dann sinnvoll, wenn jeweils unterschiedliche Methoden im Hinblick auf die verschiedenen Zwecke vorteilhafter als andere Methoden wären. Dies ist indessen nicht der Fall.
- 4) Es bleibt bei der Erkenntnis: Es gibt nur einen Ansatz zur Bewertung von Unternehmen, nämlich den Zukunftserfolgsansatz. Im Hinblick auf die Konkurrenz zum Substanzwertansatz ist dies

schon lange ausdiskutiert. Bezüglich des Multiplikatoransatzes als vereinfachtem Bewertungsverfahren zeigt sich: Selbst die Zwecksetzung der relativen Bewertung kann diese Methodik nur unzureichend erfüllen, da strukturelle Unterschiede zwischen den zu vergleichenden Unternehmen Anpassungen der Multiplikatoren erforderlich machen würden, die eine Zukunftserfolgsbewertung streng genommen voraussetzen. Ein vereinfachtes Zukunftserfolgsmodell wäre deutlich überlegen. Multiplikatoren könnten allenfalls als Plausibilitäts-Checks Bedeutung haben.

- 5) Im Rahmen der Zukunftserfolgsmethodik konkurrieren vier Bewertungsansätze miteinander, die aus unterschiedlichen Begründungszusammenhängen Popularität gewannen: Dividendendiskontierungsmodell, Discounted Cashflow Methode, Ertragswertmethode und Residualgewinnmodell. Nach anfänglichen Zweifeln über die Äquivalenz dieser Methoden hat sich inzwischen die Erkenntnis durchgesetzt, dass die verschiedenen zukunftsorientierten Methoden grundsätzlich zum selben Ergebnis gelangen. Hierfür ist freilich erforderlich, dass die Methodik auf denselben Plandaten aufsetzt und die hierbei diskontierten Zukunftserfolge in einem integrierten Planungsmodell sachgerecht definiert und ermittelt werden.
- 6) Da alle Zukunftserfolgsmethoden zum gleichen Ergebnis führen, stellt sich die Frage, ob aus Anwendungssicht eine der Methoden den Vorzug verdient. Als integratives Bewertungsmodell für Zwecke der Akquisitionsbewertung, des Controllings sowie des Reportings eignet sich insbesondere die Residualgewinnmethode. Erstens erweist es sich aus empirischer Sicht als das Modell, das kapitalmarktorientierte Unternehmenswerte am besten erklärt. Es hat zweitens den Vorteil, dass der Terminal Value im Hinblick auf seine Annahmen transparenter bleibt und einen geringeren prozentualen Anteil am Unternehmensgesamtwert trägt. Drittens beruht es auf Daten, die unmittelbar mit dem ergebnisorientierten Planungs- und Kontrollsystem des Unternehmens verknüpft sind.
- 7) Wegen der Nähe des Residualgewinnmodells zum periodisierenden Rechnungswesen und der konzeptionellen Nähe zum Ertragswert-Verfahren bietet sich seine verstärkte Anwendung auch im Rahmen der gutachterlichen Bewertung geradezu an. Denn letztlich unterscheidet sich das Residualgewinnmodell von der Ertragswertmethode nur durch den Einbezug der gesamten Kapitalbasis, einschließlich des eigenfinanzierten Teils, in die Finanzbedarfsrechnung, mit deren Hilfe der vom Ertrag vor Zinsen abzusetzende Zinsaufwand ermittelt wird.

### **Anmerkungen:**

- 1 Vgl. zum „Zweckadäquanzprinzip“ Moxter (1983), S. 5ff. m. w. N.
- 2 Vgl. z. B. Sieben/Schildbach (1979), S. 455ff.
- 3 Vgl. IDW (2000), Tz. 12. Zum Vergleich der Zwecke gemäß Funktionenlehre und berufüblicher Auffassung vgl. Coenenberg (1981), insbes. S. 223-225.
- 4 Vgl. stellvertretend Copeland/Weston (1992), S. 219ff.; Perridon/Steiner (1999), S. 275ff.
- 5 Vgl. Damodaran (2001), S. 252.
- 6 Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 305; Copeland/Weston (1992), S. 38, 848.

- 7 Vgl. Black (1980), S. 19ff.; Black (1993), S. 1ff.; Günther/Kriegbaum-Kling (2001), S. 263ff.; Haller/Dietrich (2001), S. 1045.
- 8 Vgl. hierzu ausführlich Lüdenbach/Schulz (2002), S. 493ff.
- 9 Vgl. Moxter (1976), S. 168ff.
- 10 Diese Überlegungen liegen auch den zukunftsorientierten Bewertungsmethoden zugrunde, wobei der Wert des Vergleichsobjekts in den Kalkulationszinsfuß einfließt und durch Diskontierung übertragen wird. Deshalb ist der Begriff „Vergleichswert“ für auf Basis von Multiplikatoren ermittelte Werte nur insofern richtig gewählt, als hier die Übertragung des Wertes des Vergleichsunternehmens auf das Bewertungsobjekt unmittelbar und nicht durch Diskontierung erfolgt.
- 11 Schmalenbach (1954), S. 78.
- 12 Vgl. Löhnert/Böckmann (2001), S. 404f., 412.
- 13 Vgl. Ballwieser (1991), S. 62.
- 14 Vgl. Barthel (1996), S. 157ff.; Perridon/Steiner (1999), S. 212ff.
- 15 Dies gilt besonders für Fondsmanager, die danach beurteilt werden, ob sie andere Fonds übertroffen haben. Vgl. Damodaran (2001), S. 252.
- 16 Vgl. Damodaran (2001), S. 252, 272.
- 17 Vgl. Damodaran (2001), S. 252. Für eine Diskussion der Einsatzmöglichkeiten und Grenzen der Multiplikatormethode in der Unternehmensbewertung vgl. Ballwieser (1997), S. 185ff., Barthel (1996), S. 149ff.
- 18 Vgl. Küting/Eidel (1999), S. 231.
- 19 Vgl. Damodaran (2001), S. 262.
- 20 Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 15ff.; Coenberg/Sieben (1976), Sp. 4067; Münstermann (1966), S. 74f.
- 21 Problematisch ist hierbei, dass die exakten Investitions- und Finanzierungsalternativen nicht immer vollständig ermittelt werden können und tatsächlich das optimale Programm erst ermittelt werden kann, wenn die Höhe des zu integrierenden Kaufpreises bekannt ist. Vgl. Ballwieser/Leuthier (1986), S. 607f.; Moxter (1983), S. 152f. m. w. N.
- 22 Vgl. ausführlich Maul (1992), S. 1255f.
- 23 Vgl. Moxter (1983), S. 79. Vgl. hierzu bereits Busse von Colbe (1957), S. 16ff.; auch Sieben (1988), S. 361 m. w. N. Vgl. auch die bekannte Darstellung in Helbling (1995), S. 86 und auch Miller/Modigliani (1961), S. 411f. Für einen Überblick über die verschiedenen Perspektiven bei der Bewertung vgl. Günther (1997), S. 78ff.
- 24 Vgl. für einen Literaturüberblick Schultze (2001), S. 359ff.
- 25 Vgl. hierzu ausführlich Schultze (2001), S. 391ff.
- 26 Vgl. grundlegend Williams (1938), Miller/Modigliani (1961). Für eine Zusammenfassung vgl. Schultze (2001), S. 207ff.
- 27 Vgl. Damodaran (1996), S. 192. Dabei ist zu beachten, dass ein Unternehmen auf Dauer nicht stärker wachsen kann als die Volks- bzw. Weltwirtschaft als Ganzes, sonst würde dieses irgendwann ein größeres Volumen annehmen als letztere. Daneben wird bei der Verwendung nominaler Zahlungen die Inflation zu Wachstum führen können. Der Faktor  $g$  ist damit sinnvoller Weise langfristig auf Werte um 4-6 % beschränkt. Vgl. auch Ballwieser (1991), S. 54ff.; Perridon/Steiner (1999), S. 212ff.
- 28 Vgl. z. B. Copeland/Koller/Murrin (2000), S. 134f.; Stewart (1991), S. XVIII; vgl. auch Steiner/Wallmeier (1999), S. 2; Steiner/Bruns (2000), S. 227.
- 29 In Deutschland ist bei Kapitalgesellschaften gesellschaftsrechtlich nur der Bilanzgewinn, d. h. der nach Rücklagendotierung und Verrechnung bestehender Ergebnisvorräte verbleibende Jahreserfolg ausschüttungsfähig. Darüber hinaus besteht lediglich auf dem Wege der Auflösung von Rücklagen, durch Kapitalherabsetzung oder durch Rückkauf eigener Aktien unter Einhaltung der damit verbundenen Formvorschriften die Möglichkeit, Mittel an die Eigentümer auszuschütten. Vgl. IDW (1998), S. 24, 79. Bei Personengesellschaften können ähnliche Beschränkungen im Gesellschaftervertrag gegeben sein. Vgl. auch Bender/Lorson (1996), S. 652; Maul (1992), S. 1255.
- 30 Vgl. IDW (1998), S. 106.
- 31 Vgl. hierzu ausführlich Coenberg/Schultze (1998); auch Penman (2001), S. 111ff.
- 32 Vgl. Copeland/Weston (1992), S. 441ff.; Damodaran (1996), S. 219f.; Copeland/Koller/Murrin (2000), S. 430: „...the result is free cash flow to shareholders, which is mathematically identical to dividends that *could* be paid to shareholders. This is usually not the same as actual dividends in a given year because management deliberately smoothes dividend payments across time.“ S. 439: „Either way there is no effect on equity free cash flow because it is the sum of actual dividends and potential dividends.“ Als weitere Gründe neben der Tendenz der Unternehmen, eine Dividende konstant über die Zeit zu halten, lassen sich anführen: die Notwendigkeit der Finanzierung zukünftiger Investitionsvorhaben, die häufig zu beobachtenden Steuernachteile von Ausschüttungen gegenüber Einbehaltungen sowie die Signalwirkung von

- Dividendenänderungen. Vgl. Damodaran (1996), S. 220f.; Rappaport (1998), S. 32; zu dieser sog. „residualen Ausschüttungspolitik“ vgl. auch Richter (1996), S. 1078ff.; a. A. Ballwieser (2001), S. 366.
- 33 Dies sieht die FCF-Ermittlung nach IDW S 1 vor, bei der die Veränderung liquider Mittel von den erwirtschafteten Free Cashflows abgesetzt wird, sodass das Ergebnis den tatsächlichen Ausschüttungen entspricht, vgl. IDW (2000), Tz. 127. Vgl. hierzu ausführlich Schultze (2001), S. 297ff.
- 34 Vgl. Brennan (1971), S. 1117; Moxter (1976), S. 157ff., insbes. S. 161. Vgl. auch Damodaran (1997), S. 634; IDW (1998), Tz. 105 m. w. N.; Ohlson (1990), S. 666ff.; Perridon/Steiner (1999), S. 506.
- 35 IDW (1998), Tz. 105.
- 36 Coenberg (1981), S. 227; vgl. auch IDW (1998), Tz. 105.
- 37 Vgl. Schwetzler (1998), S. 697ff.
- 38 Vgl. AAA (2001), S. 163; Francis/Olsson/Oswald (2000), S. 49.
- 39 Vgl. Ohlson (1995), S. 661; vgl. auch Francis/Olsson/Oswald (2000), S. 50. Das *clean surplus* lässt sich wie folgt ausdrücken:  $Ek_t^B = Ek_{t-1}^B + G_t - Div_t$ .
- 40 Vgl. Schmalenbach (1962), S. 96ff.; vgl. hierzu auch Schildbach (1999), S. 1813ff.
- 41 Vgl. Münstermann (1964), S. 431; Schmalenbach (1962), S. 65.
- 42 Vgl. Baum/Coenberg/Günther (1999), S. 286.
- 43 Vgl. Stewart (1991).
- 44 Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000), S. 155 ff.
- 45 Vgl. Stelter (1999), S. 233 ff.
- 46 Vgl. z. B. Copeland/Koller/Murrin (2000), Kap. 5 "Cash is King" oder Rappaport (1986), Kap. 2 "Shortcomings of Accounting Numbers".
- 47 Vgl. Penman/Sougiannis (1998), S. 367.
- 48 Vgl. Penman/Sougiannis (1998), S. 367.
- 49 Vgl. AAA (2001), S. 165f. für eine Zusammenstellung neuerer Studien.
- 50 Vgl. Francis/Olsson/Oswald (2000), S. 57. Hierzu kritisch Lundholm/O'Keefe (2001), insbesondere S. 332.
- 51 Vgl. AAA (2001), S. 166f.; S. 167: „The only research of which we are aware that examines the accuracy of any of the three models at the firm level is Kaplan and Ruback (1995). They compare the accuracy of the DCF model to the method of multiples (market to EBITDA) in valuing 51 highly leveraged transactions during 1983-1989 and find that the DCF valuations based on management forecasts of cash flows are within 10 percent of the realized transaction value and superior to the multiples approach.”
- 52 Vgl. AAA (2001), S. 169.
- 53 Vgl. Harris (2000), S. 7f.
- 54 Vgl. die Empfehlungen der HFA-Stellungnahme 2/1983 in IDW (1983), S. 471 und auch IDW (1985/86), S. 1093. In IDW S 1 wird nur noch von 2 Phasen ausgegangen, wobei die zweite und dritte Phase ineinander aufgehen, vgl. IDW (2000), Tz. 80ff. Vgl. auch Damodaran (1996), S. 191ff.; Günther (1997), S. 109ff.; Rappaport (1986), S. 50ff. Sharpe/Alexander (1990), S. 481f.
- 55 Vgl. Rappaport (1986), S. 62f.
- 56 Vgl. Sharpe/Alexander (1990), S. 481. Vgl. auch Harris (2000), S. 7ff.
- 57 Vgl. z.B. für den Zeitraum 1985-94, Bughin/Copeland (1997), S. 159ff.
- 58 Vgl. auch Copeland/Koller/Murrin (2000), S. 270ff.
- 59 Vgl. auch die vor dem FASB gehaltene Präsentation von Harris (2000).
- 60 Vgl. hierzu insbesondere Inselbag/Kaufold (1997), S. 114; Miles/Ezzell (1980), S. 719f. Vgl. für einen Überblick über die deutschsprachige Diskussion Wallmeier (1999).
- 61 Vgl. ausführlich Schultze (2001), S. 368, 383ff., 393ff., insbes. auch 403, 409.
- 62 Vgl. Picot (2000), S. 6ff. m. w. N.
- 63 Vgl. zur Einführung des neuen Standards und den Übergangsregelungen Küting/Weber/Wirth (2002).
- 64 Pellens/Sellhorn (2002), S. 113.
- 65 Vgl. hierzu ausführlich Coenberg (1995), S. 2080ff.
- 66 Vgl. Hebertinger (2002), S. 141ff.; Wagenhofer (1999), S. 195f.
- 67 In der Literatur wird bereits geurteilt, dass durch FAS 142 den Unternehmen „quasi ein ‚ideales Controlling-Instrument‘ verordnet“ werde. Vgl. Pellens/Sellhorn (2002), S. 114. Vgl. ähnlich auch Hütten/Lorson (2002).
- 68 Vgl. Pellens/Crasselt/Schremper (2002), S. 121ff.
- 69 Vgl. FAS 142.B150 und B155; auch Hitz/Kuhner (2002), S. 278.
- 70 Im Folgenden wird nicht die Frage untersucht, ob der Goodwill in die Berechnungsbasis der Kapitalkosten einzubeziehen ist. Für die Bewertung und damit die Anwendbarkeit der Methoden ist diese Frage unerheblich, da das Bewertungsergebnis hiervon unberührt ist. Allerdings ist die Frage für die Steuerungsaussage von großer Relevanz. Vgl. hierzu Pellens/Crasselt/Schremper (2002).
- 71 Vgl. hierzu ausführlich Schultze (2002).
- 72 Vgl. Ellis (2001), S. 105ff.

- 73 Diese Aussage setzt freilich voraus, dass man bei der Berechnung der Kapitalkosten von einer Kapitalbindung ohne Goodwill ausgeht.

## Verzeichnis der zitierten Literatur

- AAA (2001): Equity Valuation Models and Measuring Goodwill Impairment, in: Accounting Horizons, Jg. 15 (2001), S. 161-170.
- Ballwieser, W. (1991): Unternehmensbewertung mit Hilfe von Multiplikatoren, in: Rückle, D. (Hrsg.) (1991): Aktuelle Fragen der Finanzwirtschaft und der Unternehmensbesteuerung: FS für Erich Loitlsberger zum 70. Geburtstag, Wien 1991, S. 47-66.
- Ballwieser, W. (1997): Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung? in: DB, Jg. 50 (1997), S. 185-191.
- Ballwieser, W. (2001): Verbindung von Ertragswert- und Discounted-Cashflow-Verfahren, in: Peemöller, V. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Berlin 2001, S. 361-374.
- Ballwieser, W./Leuthier, R. (1986): Betriebswirtschaftliche Steuerberatung: Grundprinzipien, Verfahren und Probleme der Unternehmensbewertung (Teil II), in: DStR, Jg. 24 (1986), S. 604-610.
- Barthel, C. (1996): Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, in: DB, Jg. 49 (1996), S. 149-163.
- Baum, H.-G./Coenenberg, A. G./Günther, T. (1999): Strategisches Controlling, 2. Aufl., Stuttgart 1999.
- Bausch, A. (2000): Die Multiplikator-Methode – Ein betriebswirtschaftlich sinnvolles Instrument zur Unternehmenswert- und Kaufpreisfindung in Akquisitionsprozessen?, in: Finanz Betrieb, Jg. 2 (2000), Heft 7-8, S. 448-459.
- Bender, J./Lorson, P. (1996): Verfahren der Unternehmensbewertung (III): Kritische Würdigung des Ertragswertverfahrens nach der HFA-Stellungnahme 2/1983, in: Betrieb und Wirtschaft, Jg. 50 (1996), S. 650-654.
- Black, F. (1980): The Magic in Earnings: Economic Earnings versus Accounting Earnings, in: Financial Analysts Journal, Jg. 36 (1980), Heft 6, S. 19-24.
- Black, F. (1993): Choosing Accounting Rules, in: Accounting Horizons, Jg. 7 (1993), Heft 4, S. 1-17.
- Brealey, R. A./Myers, S. C. (2000): Principles of Corporate Finance, 6. Aufl., New York u. a. 2000.
- Brennan, M. (1971): A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model, in: JoF, Jg. 26 (1971), S. 1115-1121.
- Bughin, J./Copeland, T. E. (1997): The virtuous cycle of shareholder value creation, in: The McKinsey Quarterly 1997, Heft 2, S. 156-167.
- Busse von Colbe, W. (1957): Der Zukunftserfolg, Wiesbaden 1957.
- Coenenberg, A. G. (1981): Unternehmensbewertung aus der Sicht der Hochschule, in: 50 Jahre Wirtschaftsprüferberuf. Berlin, Düsseldorf 1981, S. 221-245; auch in: Busse von Colbe/Coenenberg (1992), S. 89-108.
- Coenenberg, A. G. (1995): Einheitlichkeit oder Differenzierung von externem und internem Rechnungswesen: Die Anforderungen der internen Steuerung, in: DB, Jg. 48 (1995), S. 2077-2083.
- Coenenberg, A. G. (2001): Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse, 18. Aufl., Landsberg/Lech 2001.
- Coenenberg, A. G./Schultze, W. (1998): Unternehmensbewertung anhand von Entnahme- oder Einzahlungsüberschüssen: Die Discounted Cash Flow-Methode, in: Matschke/Schildbach (1998), S. 269-299.
- Coenenberg, A. G./Sieben, G. (1976): Unternehmensbewertung, in: Grochla, E./Wittmann, W. (Hrsg.) (1976): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4. Aufl., Stuttgart 1976, Sp. 4062-4079.

- Copeland, T. E./Koller, T./Murrin, J. (2000): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3. Aufl., New York 2000.
- Copeland, T. E./Weston, J. F. (1992): *Financial Theory and Corporate Policy*, 3. Aufl. (reprinted with corrections), Reading (Massachusetts) u. a. 1992.
- Crasselt, N./Pellens, B./Schremper, R. (2000): Konvergenz wertorientierter Kennzahlen, in: *WISU* 2000, S. 72-78 und S. 205-208.
- Damodaran, A. (1996): *Investment Valuation*, New York u. a. 1996.
- Damodaran, A. (1997): *Corporate Finance-Theory and Practice*, New York u. a. 1997.
- Damodaran, A. (2001): *The Dark Side of Valuation*, Upper Saddle River, NJ 2001.
- Ellis, M. (2001): Goodwill Accounting: Everything has changed and nothing has changed, in: *JoACF*, Jg. 14 (2001), Heft 3, S. 103-112.
- FASB (2001): *Statement of Financial Accounting Standards No. 142*, in: *Financial Accounting Series*, June 2001, Norwalk 2001.
- Francis, J./Olsson, P./Oswald, D. (2000): Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates, in: *Journal of Accounting Research*, Jg. 38 (2000), S. 45-70.
- Günther, T. (1997): *Unternehmenswertorientiertes Controlling*, München 1997.
- Günther, T./Kriegbaum-Kling, C. (2001): Brand Valuation and Control: An Empirical Study, in: *SBR*, Jg. 53 (2001), S. 263-294.
- Haller, A./Dietrich, R. (2001): Intellectual Capital Bericht als Teil des Lageberichts, in: *DB*, 54. Jg. (2001), S. 1045-1051.
- Harris, T. S. (2000): Accounting for Business Combinations: A Workable Solution, Presentation to the FASB, in: <http://www.ita.org/software/act/gspres.ppt> (Stand 30.10.01).
- Hebertinger, M. (2002): *Wertsteigerungsmaße - Eine kritische Analyse*, Frankfurt a.M. u. a. 2002.
- Helbling, C. (1995): *Unternehmensbewertung und Steuern*, 8. Aufl., Düsseldorf 1995.
- Hitz, J.-M./Kuhner, C. (2002): Die Neuregelung des derivativen Goodwill nach SFAS 141 und 142 auf dem Prüfstand, in: *WPg*, Jg. 55 (2002), S. 273-287.
- Hütten, C./Lorson, P. (2002): Überlegungen zur neuen Goodwillbilanzierung nach SFAS 142 aus Controlling-Perspektive, in: *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, Jg. 2 (2002), S. 25-36.
- IDW (1983): Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: *WPg*, Jg. 36 (1983), S. 468-480.
- IDW (Hrsg.) (1998): *Wirtschaftsprüferhandbuch: Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung*, Band II, 11. Aufl., Düsseldorf 1998.
- IDW (2000): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), in: *IDW-Fachnachrichten* (2000), S. 415-441.
- Inselbag, I./Kaufold, H. (1997): Two DCF Approaches for Valuing Companies under Alternative Financing Strategies (and how to choose between them), in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Jg. 10 (1997), Heft 1, S. 114-122.
- Küting, K./Eidel, U. (1999): Marktwertansatz contra Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Verfahren, in: *Finanz Betrieb*, Jg. 1 (1999), Heft 9, S. 225-231.
- Küting, K./Weber, C.-P./Wirth, J. (2002): Goodwill und immaterielle Vermögenswerte im Übergang auf die Anwendung des SFAS 142, in: *KoR*, Jg. 2 (2002), Heft 2, S. 57-66.
- Löhnert, P. G./Böckmann, U. J. (2001): Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: *Peemöller* (2001), S. 401-426.
- Lundholm, R./O'Keefe, T. (2001): Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model. In: *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18 (2001), S. 311-335.
- Lüdenbach, N./Schulz, R. (2002): Unternehmensbewertung für Bilanzierungszwecke – Neue Herausforderungen für den Berufsstand durch den Impairment-Ansatz von FAS 142? –, in: *WPg*, Jg. 55 (2002), Heft 10, S. 489-499.
- Maul, K.-H. (1992): Offene Probleme der Bewertung von Unternehmen durch Wirtschaftsprüfer, in: *DB*, Jg. 45 (1992), S. 1253-1259.

- Miles, J. A./Ezzell J. R. (1980): The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Jg. 15 (1980), S. 719-730.
- Miller, M. H./Modigliani, F. (1961): Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, in: *Journal of Business*, Jg. 34 (1961), S. 411-435.
- Moxter, A. (1976): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1976.
- Moxter, A. (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983.
- Münstermann, H. (1964): Kongruenzprinzip und Vergleichbarkeitsgrundsatz im Rahmen der dynamischen Bilanzlehre - Bemerkungen zu Gedankengängen von Hasenack, in: *BfuP*, Jg. 16 (1964), S. 426-438.
- Münstermann, H. (1966): Wert und Bewertung der Unternehmung, Wiesbaden 1966.
- Ohlson, J. A. (1990): A Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings, in: *Contemporary Accounting Research*, Jg. 7 (1990), S. 648-676.
- Ohlson, J. A. (1995): Earnings, Book Value and Dividends in Security Valuation, in: *Contemporary Accounting Research* 1995, S. 661-687.
- Pellens, B./Crasselt, T./Schremper, R. (2002): Berücksichtigung von Geschäftsbereichs-Goodwills bei der wertorientierten Unternehmensführung, in: Böhler, H. (Hrsg.) (2002): *Marketing-Management und Unternehmensführung: Festschrift für Professor Dr. R. Köhler zum 65. Geburtstag*, Stuttgart 2002, S. 121-135.
- Pellens, B./Sellhorn, T. (2002): Neue US-Goodwill-Bilanzierung steht deutschen Unternehmen nun offen - DRS 1a vom Bundesministerium der Justiz bekannt gemacht, in: *KoR*, Jg. 2 (2002), Heft 3, S. 113-114.
- Penman, S. (2001): *Financial Statement Analysis & Security Valuation*, New York 2001.
- Penman, S. H./Sougiannis, T. (1998): A comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation, in: *Contemporary Accounting Research*, Jg. 15 (1998), Heft 3, S. 343-383.
- Perridon, L./Steiner, M. (1999): *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 10., überarbeitete Aufl., München 1999.
- Picot, G. (2000): Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Parameter bei der Planung von Mergers & Acquisitions, in: Picot, G. (2000) (Hrsg.): *Handbuch Mergers & Acquisitions*, Stuttgart 2000, S. 3-32.
- Rappaport, A. (1986): *Creating Shareholder Value*, New York 1986.
- Rappaport, A. (1998): *Creating Shareholder Value*, 2. Aufl., New York 1998.
- Schildbach, T. (1999): Externe Rechnungslegung und Kongruenz – Ursache für die Unterlegenheit deutscher verglichen mit angelsächsischer Bilanzierung?, in: *DB*, Jg. 52 (1999), S. 1813-1820.
- Schmalenbach, E. (1954): *Beteiligungsfinanzierung*, 8. Aufl., Köln/Opladen 1954.
- Schmalenbach, E. (1962): *Dynamische Bilanz*, 13. Aufl., Köln/Opladen 1962.
- Schultze, W. (2001): *Methoden der Unternehmensbewertung*, Düsseldorf 2001.
- Schultze, W. (2002): *Ökonomische Analyse der Implikationen aus dem Goodwill-Impairment nach FAS 142 für die Unternehmensanalyse und –steuerung*, unveröffentlichtes Arbeitspapier, Universität Augsburg 2002.
- Schwetzer, B. (1998): Gespaltene Besteuerung, Ausschüttungssperrvorschriften und bewertungsrelevante Überschüsse bei der Unternehmensbewertung, in: *WPg*, Jg. 51 (1998), Heft 16, S. 695-705.
- Sharpe, W. F./Alexander, G. J. (1990): *Investments*, 4. Aufl., Englewood Cliffs (New Jersey) 1990.
- Sieben, G. (1988): Der Unternehmenserfolg als Determinante des Unternehmenswerts - Berechnung auf der Basis künftiger Entnahme- oder künftiger Ertragsüberschüsse?, in: Domsch, M./Eisenführ, F./Ordelheide, D./Perlit, M. (Hrsg.) (1988): *Unternehmungserfolg: Planung - Ermittlung - Kontrolle*, FS für Walther Busse von Colbe, Wiesbaden 1988, S. 361-373.
- Sieben, G./Schildbach, T. (1979): Zum Stand der Lehre von der Bewertung ganzer Unternehmen, in: *DStR*, Jg. 17 (1979), S. 455 - 461.

- Steiner, M./Wallmeier, M. (1999): Discounted Cash Flow-Methode und Economic Value Added, in: Finanz Betrieb, Jg. 1 (1999), S. 1-10.
- Stelter, D. (1999): Wertorientierte Anreizsysteme, in: Bühler, W./Siegert, T. (Hrsg.): Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme, 52. Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag 1998, Stuttgart 1999, S. 207-241.
- Stewart, G. B. III (1991): The Quest for Value, New York 1991.
- Wagenhofer, A. (1999): Anreizkompatible Gestaltung des Rechnungswesens, in: Bühler, W./Siegert, T. (Hrsg.) (1999), S. 183-205.
- Wallmeier, M. (1999): Kapitalkosten und Finanzierungsprämissen, in: ZfB, Jg. 69 (1999), S. 1473-1490.
- Williams, J. B. (1938): The Theory of Investment Value, Cambridge, Mass. 1938.

### **Abstract:**

Die Bewertungslehre geht von der Zweckbezogenheit der Unternehmensbewertung aus. Es existieren verschiedene Bewertungsmethoden, die durch das Vordringen neuer Bewertungszwecke ihre Begründung oder zumindest ihre Verbreitung gefunden haben. Der vorliegende Beitrag untersucht verschiedene Bewertungskonzeptionen, die durch den Bewertungszweck und die diesem Zweck dienende Bewertungsmethode gekennzeichnet sind. Nur wenn die Methoden für die Zwecke, für die sie entstanden sind, tatsächlich gegenüber jeweils anderen Verfahren Vorteile haben, lässt sich die These halten, dass die verschiedenen Bewertungszwecke jeweils andere Bewertungsverfahren erfordern. Da alle Zukunftserfolgsmethoden zum gleichen Ergebnis führen, werden die Vorzüge der verschiedenen Methoden diskutiert. Hierbei zeigt sich, dass die Residualgewinnmethode aus Anwendungssicht Vorzüge aufweist, die sie als integratives Bewertungsmodell für Zwecke der Akquisitionsbewertung, des Controllings sowie des Reportings besonders geeignet machen. Die Untersuchung zeigt auch, dass dynamische Bewertungsverfahren, die zwar für die Verhaltenssteuerung ideal sind, im Allgemeinen für die Leistungsbeurteilung nur bedingt geeignet sind. Dies wird auch anhand des Goodwill-Impairments nach FAS 142 deutlich. Dagegen sind Residualgewinne gleichzeitig als statische Erfolgsgrößen für die Leistungsbeurteilung sowie als dynamische Planungsgrößen für die Verhaltenssteuerung anwendbar.

### **Abstract:**

The major principle in the valuation of companies is subjectivity. Value is always dependant upon the circumstances and perspective of the party the valuation is performed for. In practice different concepts of valuation are utilized for different purposes of valuation. E. g. valuations based on multiples are used in a capital-market context, Residual Income-Models are used for purposes of internal control and Discounted Cash Flow-Models are used for Mergers and Acquisitions (M&A). This paper investigates the question whether this plurality of methods is necessary for the different purposes of valuation, or if one single method would be more beneficial. It is shown that the Residual Income-Model has distinctive advantages over the other methods and can be used for purposes of M&A as well as in Management Accounting, Value Based Measurement and External Reporting. The application of other valuation concepts for these purposes on the other hand is not desirable. The Impairment-Only-Approach of FAS 142

is used as an example of the application of valuation in the context of reporting and the information gathered for internal control.