

Volker Metz

**Der Kapitalisierungszinssatz
bei der Unternehmensbewertung**

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Rechnungswesen und Unternehmensüberwachung

Herausgegeben von

Professor Dr. Hans-Joachim Böcking und

Professor Dr. Michael Hommel

Die Schriftenreihe präsentiert Ergebnisse der betriebswirtschaftlichen Forschung zu den Themengebieten Financial Accounting, Business Reporting, Business Audit, Business Valuation und Corporate Governance. Die Beiträge dieser Reihe verfolgen das Ziel, Vorgaben der Gesetzgebung, der nationalen und internationalen Standardsetter sowie Empfehlungen der Wirtschaftspraxis mittels des Instrumentariums der betriebswirtschaftlichen Theorie zu beschreiben, zu analysieren und insbesondere vor dem Hintergrund der Anforderungen des Kapitalmarktes weiterzuentwickeln.

Volker Metz

Der Kapitalisierungs- zinssatz bei der Unternehmensbewertung

Basiszinssatz und Risikozuschlag
aus betriebswirtschaftlicher Sicht
und aus Sicht der Rechtsprechung

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Jens Wüstemann

Deutscher Universitäts-Verlag

Bibliografische Information Der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Diese Veröffentlichung beruht auf einer Dissertation der Universität Mannheim 2006.

1. Auflage April 2007

Alle Rechte vorbehalten

© Deutscher Universitäts-Verlag | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2007

Lektorat: Brigitte Siegel / Sabine Schöller

Der Deutsche Universitäts-Verlag ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media.
www.duv.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8350-0737-6

*Für meinen Vater Karl und
meine Frau Anne*

Geleitwort

Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung schützen den Unternehmensbewerter und die Bewertungsadressaten gleichermaßen, indem sie ein Normensystem vorgeben, dass zu zweckgerechten Bewertungen führt. Ihre Ermittlung kann dabei nicht anders als bei den Grundsätzen ordnungsmäßiger Bilanzierung erfolgen: Einerseits sind sie deduktiv aus den Bewertungszwecken abzuleiten; andererseits ist ihre Konkretisierung immer auch wertungsabhängig, insbesondere hinsichtlich des Gewichts des Objektivierungsprinzips. Daher muss bei der Unternehmensbewertung im Rechtssinne auf die Rechtsprechung zurückgegriffen werden, der diese Wertungen vorbehalten sind. Indes ist die Rechtsprechung selbst nicht in allen Fällen gefestigt genug, um einschränkungsfrei akzeptiert werden zu können, was der Dynamik der entsprechenden anerkannten Grundsätze der Betriebswirtschaftslehre geschuldet ist. Diese fruchtbare und spannungsreiche Interdisziplinarität wird insbesondere bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes evident, mit dem formal die Zukunftserträge diskontiert werden und dem materiell der Vergleich mit einem geeigneten Alternativobjekt entspricht: Der Basiszins wird in moderner Betrachtungsweise aus den Erwartungen der Marktteilnehmer, wie sie insbesondere in der Preisbildung zum jeweiligen Bewertungsstichtag zum Ausdruck kommen, abgeleitet. Die Hoffnung, in gleicher Weise vollobjektiviert und direkt den Risikozuschlag aus Marktdaten übernehmen zu können, muss allerdings enttäuscht werden; immerhin sind den ökonomischen Modellierungen und der Analyse empirischer Befunde bewertungseinschlägige Indikatoren zu entnehmen.

Der Verfasser hat sich den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung in einer bewundernswerten Schärfe der Analyse und Klarheit des Ausdrucks angenommen. Auf der Grundlage einer vollumfänglichen Sichtung von betriebswirtschaftlicher Literatur und einschlägiger Rechtsprechung leitet er, wo möglich, wertungskonsistente Grundsätze der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag ab; er widersteht andererseits der Versuchung, dort, wo dies nicht gelingen kann, mit simplizistischen Scheinlösungen aufzutrumpfen. In diesem wertungsrelevanten Teil des Systems steckt er vielmehr den Wertungsrahmen für das sachgerechte Ermessen ab. Da bei dem Verfasser in einer selten werdenden Kombination die Stoffbeherrschung mit Integrität einhergeht, kann sich auch der Unternehmensbewertungspraktiker den Ergebnissen und Wertungen mit besten Gründen anvertrauen.

Prof. Dr. Jens Wüstemann

Vorwort

Die wissenschaftliche Diskussion um die ordnungsmäßige Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes wird bereits seit langer Zeit geführt. Dennoch hat dieses Thema nicht an Aktualität verloren, da bis heute noch keine eindeutigen und allgemeingültigen Lösungen zur Bestimmung dieses zentralen Elements der Unternehmensbewertung gefunden wurden. Ziel dieser Arbeit ist es, Probleme und Zweifelsfragen bei der Ermittlung des Basiszinssatzes und der Risikoprämie zu identifizieren, diese zu systematisieren sowie zu diskutieren und – sofern möglich – Lösungsvorschläge zu präsentieren. Hierbei werden neben der Sichtweise der betriebswirtschaftlichen Theorie auch die Aussagen der Rechtsprechung zu diesem Thema berücksichtigt.

Diese Arbeit wurde im Juni 2006 in unwesentlich veränderter Form unter dem Titel „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung für den Basiszinssatz und die Risikoprämie unter besonderer Berücksichtigung der betriebswirtschaftlichen Theorie und der Rechtsprechung“ von der Universität Mannheim als Dissertation angenommen.

Zuallererst gilt mein ganz besonderer Dank meinem akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Jens Wüstemann, M.S.G. für die Möglichkeit, als externer Doktorand an seinem Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Wirtschaftsprüfung der Universität Mannheim zu promovieren. Sein in mich gesetztes Vertrauen sowie die umfassende Betreuung der Arbeit und seine Förderung auch über fachliche Fragestellungen hinaus, waren grundlegend für das Gelingen dieser Arbeit. Dank der jederzeit offenen und sehr angenehmen Arbeitsatmosphäre und des sehr konstruktiven Feedbacks, hat er wesentlich zu der sehr schnellen Fertigstellung dieser Arbeit beigetragen.

Herrn Prof. Dr. Peter Albrecht danke ich recht herzlich für die Übernahme und sehr schnelle Erstellung des Zweitgutachtens. Ihm bin ich darüber hinaus für die Vermittlung umfassenden Wissens zu Dank verpflichtet, welches die Grundlage für diese Arbeit bildete.

Für die offene Aufnahme und ausgezeichnete Kollegialität, die ich als externer Mitarbeiter am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Wirtschaftsprüfung der Universität Mannheim vom ersten Tag an bis zur Unterstützung zum Ende meiner Promotionszeit und darüber hinaus erfahren habe, bin ich meinen Kolleginnen und Kollegen (Frau Ilona Gersdorf, Herrn Jannis Bischof, Herrn Dr. Andreas Duhr, Herrn Jan Fürwentsches, Herrn Stephan Kaiser, Frau Sonja Kierzek, Herrn Christopher Koch, Frau Kati Korkow, Herrn Matthias Maucher, Frau Anne Najderek, Herrn Michael von Pock, Frau Dr. Christina Reifschneider, Herrn Christopher Sessar und Herrn Marc Weindel) außerordentlich dankbar.

Für die Aufnahme der Dissertation in diese Reihe möchte ich mich bei Herrn Prof. Dr. Michael Hommel und bei Herrn Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking ganz herzlich bedanken. Mein Dank gilt auch der Ernst & Young AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, namentlich den Herren WP StB Hans Kersel und WP StB Alfred

Müller, ohne deren Unterstützung und Flexibilität das externe Promotionsvorhaben kaum durchzuführen gewesen wäre.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Jens Weber für die große Energie und Ausdauer beim Korrekturlesen dieser Arbeit. Meiner Familie und meinen Freunden schulde ich Dank für die auf vielfältige Art und Weise geleistete Unterstützung und Aufmunterung. Mein größter Dank schließlich gilt meiner Frau Anne, die mich zu jedem Zeitpunkt meiner Promotion vollumfänglich unterstützt hat, die insbesondere in schwierigen Zeiten und Phasen des Zweifels für mich da war.

Volker Metz

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht	XI
Inhaltsverzeichnis	XIII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Symbolverzeichnis	XXVII
Abbildungsverzeichnis	XXXI
Tabellenverzeichnis	XXXIII

Problemstellung	1
-----------------------	---

Kapitel 1: Basiszinssatz

I. Renditekennzahlen als vereinfachende Lösung der Vergleichs- problematik bei Unternehmensbewertungen	20
II. Charakteristika des Basiszinssatzes und Äquivalenzproblematik	35
III. Empirische Auswertung der in der Rechtsprechung verwendeten Zinssätze	70

Kapitel 2: Risikoprämie

I. Die relevanten Risiken und die Risikoneigung als Begründung einer Risikoprämie in der Unternehmensbewertung	77
II. Systematisierung von Risiken in der betriebswirtschaftlichen Theorie und in der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung als Mittel zur Identifizierung relevanter Risikobestandteile	91
III. Individualistische bzw. typisierte Ableitung von Risikoprämien	125
IV. Kapitalmarktbezogene Ableitung von Risikoprämien	179

Thesenförmige Zusammenfassung	246
-------------------------------------	-----

Anhang zu Kapitel 1	251
---------------------------	-----

Anhang zu Kapitel 2	262
---------------------------	-----

Verzeichnis der zitierten Schriften	269
---	-----

Verzeichnis der zitierten Entscheidungen	323
--	-----

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Inhaltsverzeichnis	XIII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Symbolverzeichnis	XXVII
Abbildungsverzeichnis	XXXI
Tabellenverzeichnis	XXXIII
Problemstellung	1

Kapitel 1: Basiszinssatz

I. Renditekennzahlen als vereinfachende Lösung der Vergleichsproblematik bei Unternehmensbewertungen	20
1. Renditen verschiedener Anlageklassen als potenzielle Grundlagen des Kapitalisierungszinssatzes	20
2. Der landesübliche Zinssatz als grundlegendes Element des Kapitalisierungszinssatzes in der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis	21
3. Renditen branchengleicher Unternehmen	25
4. Durchschnittliche Aktienrendite	29
5. Kritische Würdigung	34
II. Charakteristika des Basiszinssatzes und Äquivalenzproblematik	35
1. Die zulässigen Wertpapiere zur Ermittlung des Basiszinssatzes aus Sicht der Rechtsprechung	35
2. Basiszinsfuß und Risikoäquivalenz	39
3. Der Basiszinsfuß als Stichtagszinssatz oder langfristiger Durchschnittszinssatz	41
a) Laufzeitäquivalenz, Wiederanlageproblematik und Stichtagsprinzip	41
b) Ermittlung des Basiszinssatzes als langfristiger Durchschnittszins	45
aa) Diskussion des Basiszinssatzes als langfristiger Durchschnittszins in der Rechtsprechung und der betriebswirtschaftlichen Theorie	45

bb)	Der relevante Vergangenheitszeitraum bei der Ermittlung des langfristig zu erwartenden Basiszinssatzes	49
cc)	Bedeutung des Stichtagsprinzips bei der Prognose des Basiszinssatzes	51
dd)	Relevanz von Zinszyklen	52
c)	Der Basiszinssatz als Stichtagszins	53
aa)	Diskussion der Verwendung eines Stichtagszinssatzes als Basiszinssatz in der betriebswirtschaftlichen Theorie und der Rechtsprechung	53
bb)	Ermittlung des Wiederanlagezinssatzes	55
d)	Kritische Würdigung unter Beachtung des Stichtagsprinzips, der Laufzeitäquivalenz sowie der Laufzeit der am Kapitalmarkt verfügbaren Anleihen	56
4.	Einheitlicher Basiszinssatz oder laufzeitäquivalente Zinssätze	61
a)	Basiszinssatz und Laufzeitäquivalenz	61
b)	Laufzeitäquivalente Zinssätze und Zinsstrukturkurve	63
5.	Bewertungstechnisches Zinsänderungsrisiko des Basiszinssatzes	65
a)	Auswirkungen von Zinsänderungen auf den Unternehmenswert und den Nutzen des Unternehmenseigners	65
b)	Einfluss von Zinsänderungen während der Dauer des Spruchstellenverfahrens	67
c)	Relevanz von Zinsänderungen bei geplanter Desinvestition	69
6.	Kritische Würdigung der Vorgehensweise zur Bestimmung des Basiszinssatzes	70
III.	Empirische Auswertung der in der Rechtsprechung verwendeten Zinssätze	70

Kapitel 2: Risikoprämie

I.	Die relevanten Risiken und die Risikoneigung als Begründung einer Risikoprämie in der Unternehmensbewertung	77
1.	Abgrenzung zwischen den relevanten Risiken der Risikoprämie und den Risiken des Basiszinssatzes	77

2. Risikobegriff in der betriebswirtschaftlichen Literatur und der Rechtsprechung	77
a) Risikodefinitionen in der Betriebswirtschaftslehre	77
b) Risikobegriff in der Rechtsprechung	80
c) Relevanz divergierender Risikobegriffe für die Unternehmens- bewertung	82
3. Kennzahlen zur Quantifizierung von Risiken	83
4. Risikoaversion als grundlegende Voraussetzung für die Berücksichtigung einer Risikoprämie in der Unternehmensbewertung	85
a) Mögliche Risikoeinstellungen von Anlegern im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen	85
b) Grundsätzliche Risikoberücksichtigung in der Literatur und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung	88
II. Systematisierung von Risiken in der betriebswirtschaftlichen Theorie und in der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung als Mittel zur Identifizierung relevanter Risikobestandteile	91
1. Aufteilung in allgemeine und spezielle Unternehmensrisiken als rein unternehmensbezogener Systematisierungsansatz	91
a) Spezielle Unternehmensrisiken	91
b) Allgemeine oder generelle Unternehmensrisiken	92
c) Berücksichtigung der speziellen und allgemeinen Unternehmensrisiken bei der Unternehmensbewertung	95
d) Stellungnahme zur Systematisierung in allgemeine und spezielle Unternehmensrisiken	97
2. Insolvenzzisiko und das Survivor Bias-Problem in der Überschussprognose als zentraler Bestandteil des unternehmensindividuellen Risikos	98
a) Das Survivor Bias-Problem in der Überschussprognose	98
b) Ausfallraten von Ratingagenturen als Mittel zur Ableitung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten für die Überschussprognose	100
c) Erfassung des Insolvenzzisikos bei der Ermittlung des Unternehmenswertes	100

3. Unterscheidung zwischen systematischen und unsystematischen Risiken zur Ermittlung der relevanten Risiken im Portfolio-Zusammenhang	103
a) Theoretischer Hintergrund der Aufteilung in systematische und unsystematische Risiken	103
b) Der Zusammenhang zwischen allgemeinen / speziellen Unternehmensrisiken und systematischen / unsystematischen Risiken	106
c) Differenzierung zwischen systematischen und unsystematischen Risiken in der Rechtsprechung	108
d) Empirische Relevanz und kritische Würdigung	109
4. Die Frage der Anpassung der Eigenkapitalkosten aufgrund des Kapitalstrukturrisikos auf Basis der Eigenkapitalkosten vergleichbarer Unternehmen	114
5. Abgrenzung von Unternehmensrisiken im engeren Sinne und reinen Anlegerrisiken	116
6. Fungibilitätsrisiko als reines Anlegerrisiko	118
a) Der Einfluss geringer Fungibilität auf den Unternehmenswert	118
b) Fungibilitätsrisiko in der betriebswirtschaftlichen Literatur	118
c) Fungibilitätsrisiko im juristischen Schrifttum	120
d) Fungibilitätszuschläge in der Rechtsprechung	121
e) Ermittlung des Fungibilitätszuschlags	122
f) Stellungnahme zur Diskussion über die Berücksichtigung des Fungibilitätsrisikos	123
III. Individualistische bzw. typisierte Ableitung von Risikoprämien	125
1. Entscheidungen unter Unsicherheit und Unternehmensbewertung bei individualistischer Betrachtungsweise	125
a) Bernoulli-Prinzip	125
b) Das μ - σ -Prinzip	127
2. Sicherheitsäquivalentmethode	129
a) Methodisches Vorgehen bei der Anwendung der Sicherheitsäquivalentmethode in der Unternehmensbewertung und Probleme der Umsetzung	129

b)	Entscheidungstheoretische Fundierung der Sicherheitsäquivalentmethode als rein individualistischer Bewertungsansatz	133
c)	Semi-subjektive Ansätze und der Risikoverbundansatz als Erweiterung der rein individualistischen Unternehmensbewertung	141
d)	Sicherheitsäquivalentmethode und Risikoabschlagsmethode in der Rechtsprechung	146
3.	Der individualistische bzw. typisiert festgelegte Risikozuschlag	149
a)	Kritische Würdigung der Vorgehensweise bei der Ermittlung individualistischer Risikozuschläge	149
aa)	Der frei gegriffene Risikozuschlag	149
bb)	Plausibilisierung frei gegriffener Risikozuschläge	151
b)	Zusammenhang zwischen der Sicherheitsäquivalentmethode und individualistisch ermittelten Risikozuschlägen	153
aa)	Diskussion der stochastischen Verknüpfung der Überschussverteilung sowie der Risikoauflösung im Zeitablauf	153
bb)	Maximal zulässige Risikozuschläge	158
cc)	Pragmatische Risikozuschläge	160
c)	Der Risikozuschlag in der Rechtsprechung	161
aa)	Höhe der Risikozuschläge in der Rechtsprechung	161
bb)	Quantifizierung und Begründung der Risikozuschläge in der Rechtsprechung	164
cc)	Der Zusammenhang zwischen dem Risikozuschlag und der Verzinsung von Großkrediten	169
dd)	Abhängigkeit des Risikozuschlags von der Branche des Unternehmens	171
ee)	Auswirkung des Risikozuschlags auf den Unternehmenswert	176
IV.	Kapitalmarktbezogene Ableitung von Risikoprämien	179
1.	Kapitalmarktbezogene Unternehmensbewertung bei Vorliegen von Arbitragefreiheit	179
a)	Arbitragetheorie	179
b)	Arbitrage Pricing Theory	182

2. Das Capital Asset Pricing Model als Kapitalmarktgleichgewichts-modell zur Ermittlung von Eigenkapitalkosten bei der Unternehmensbewertung	184
a) Skizze der relevanten Grundlagen des Capital Asset Pricing Models	184
b) Skizze der relevanten Grundlagen zur empirischen Relevanz des Capital Asset Pricing Models	188
aa) Würdigung der Testbarkeit des Capital Asset Pricing Models	188
bb) Empirische Bestätigung des Capital Asset Pricing Models	191
cc) Kritik an der Gültigkeit des Capital Asset Pricing Models	193
dd) Renditeanomalien und Erklärungsansätze	195
c) Kritische Würdigung der Eignung des Capital Asset Pricing Models zur Ermittlung risikoäquivalenter Kapitalisierungszinssätze für die Unternehmensbewertung	200
d) Probleme bei der Ermittlung empirischer Kapitalmarktdaten	203
aa) Risikolose Verzinsung	203
bb) Betafaktor	205
aaa) Fundamentale Betafaktoren	205
bbb) Schätzung erwarteter Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten	206
ccc) Probleme bei der Schätzung historischer Betafaktoren	209
ddd) Ermittlung der Betafaktoren von nicht-börsennotierten Unternehmen	210
cc) Marktrisikoprämie	212
aaa) Vergangenheitsorientierte Ermittlung der Marktrisikoprämie	212
(i) Historische Daten als Grundlage der Prognose zukünftig zu erwartender Marktrisikoprämien	212
(ii) Die (unzureichende) zeitliche Stabilität historischer Marktrisikoprämien	214
(iii) Arithmetische und geometrische Renditeberechnung	217
(iv) Survivor Bias in historischen Kapitalmarktdaten	219

(v) Der Einfluss steuerlich motivierter Bewertungskalküle auf die Aktienrendite	220
(vi) Kritische Würdigung der vergangenheitsorientierten Marktrisikoprämienbestimmung und alternative Ermittlungsmethoden auf Basis historischer Daten	221
bbb) Zukunftsorientierte Ermittlung der Marktrisikoprämie	222
(i) Ermittlung von Marktrisikoprämien durch Expertenbefragung	222
(ii) Ermittlung erwarteter Marktrisikoprämien als implizite Kapitalkosten	223
(iii) Dividendendiskontierungsmodelle	224
(iv) Gewinnkapitalisierungsmodelle	226
(v) Residualgewinnmodelle	228
(vi) Kritische Würdigung der zukunftsorientierten Verfahren zur Ermittlung der Marktrisikoprämie	232
e) Erweiterungsmöglichkeiten des Capital Asset Pricing Models	238
aa) Zero-Beta-CAPM nach Black	238
bb) Nachsteuer-CAPM	239
f) Bedeutung des Capital Asset Pricing Models in der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung	242
 Thesenförmige Zusammenfassung	 246
 Anhang zu Kapitel 1	 251
Anhang zu Kapitel 2	262
Verzeichnis der zitierten Schriften	269
Verzeichnis der zitierten Entscheidungen	323

Abkürzungsverzeichnis

a. a. O.	am angegebenen Ort
a. M.	am Main
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AccRev	The Accounting Review
AER	The American Economic Review
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
akt	aktualisierte
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
bearb.	bearbeitet
BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Entscheidungen des Bundesfinanzhofs (Zeitschrift)
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CFO	Chief Financial Officer
CRRA-Nutzenfunktion	Constant Relative Risk Aversion-Nutzenfunktion
c. p.	ceteris paribus
DAX	Deutscher Aktienindex

DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
Diss.	Dissertation
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
durchges.	durchgesehen
d. h.	das heißt
ED	Exposure Draft
EFG	Entscheidungen der Finanzgerichte (Zeitschrift)
EG	Europäische Gemeinschaft
EJOR	European Journal of Operational Research
erg.	ergänzt
erw.	erweitert
EUR	Euro
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
e. V.	eingetragener Verein
f.	folgende
FAJ	Financial Analysts Journal
FB	Finanz-Betrieb (Zeitschrift)
FG	Finanzgericht
FGPrax	Praxis der freiwilligen Gerichtsbarkeit (Zeitschrift)
FM	Financial Management (Zeitschrift)
FMPM	Finanzmarkt und Portfolio Management (Zeitschrift)
Fn.	Fußnote
GE	Geldeinheit
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
Hans.	Hanseatisch
HGB	Handelsgesetzbuch
HHL	Handelshochschule Leipzig
hrsg. v.	herausgegeben von

IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
IDW ES 1 n. F.	Entwurf einer Neufassung des IDW-Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 n. F.)
IDW S1 a. F.	IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1) alte Fassung (2000)
I/B/E/S	Institutional Brokers' Estimate System
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
JB	The Journal of Business
JBF	Journal of Banking and Finance
JBFA	Journal of Business Finance & Accounting
JET	Journal of Economic Theory
JF	The Journal of Finance
JfB	Journal für Betriebswirtschaft
JFE	Journal of Financial Economics
JFQA	The Journal of Financial and Quantitative Analysis
Jg.	Jahrgang
JofAccRes	Journal of Accounting Research
JPE	The Journal of Political Economy
JPM	The Journal of Portfolio Management
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	Juristenzeitung
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KoR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
LG	Landgericht
LMU	Ludwig-Maximilians Universität
MDAX	Mid-cap Deutscher Aktienindex

Mitarb.	Mitarbeit
Mrd. DM	Milliarden Deutsche Mark
m. w. N.	mit weiteren Nennungen
neubearb.	neubearbeitet
NJW	Neue juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
NJW-RR	Neue juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report (Zeitschrift)
No.	Number
Nr.	Nummer
n/a	nicht verfügbar / anwendbar
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OR-Spektrum	Operations Research-Spektrum (Zeitschrift)
RES	The Review of Economic Studies
REX	Deutscher Rentenindex
REXP	Deutscher Rentenindex – Performanceindex
RFE	Review of Financial Economics
RFS	The Review of Financial Studies
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
Rn.	Randnummer
S.	Seite
Sp.	Spalte
StB	Der Steuerberater (Zeitschrift)
Tab.	Tabelle
Tz.	Textziffer
überarb.	überarbeitet
umgearb.	umgearbeitet
UmwG	Umwandlungsgesetz
unwes.	unwesentlich

US	United States
u. a.	und andere, unter anderem
veränd.	verändert
Vgl. / vgl.	Vergleiche / vergleiche
Vol.	Volume
vs.	versus
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
wisu	Das Wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
WM	Wertpapier-Mitteilungen (Zeitschrift)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfV	Zeitschrift für Versicherungswesen
ZGR	Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Unternehmens- und Wirtschaftsrecht
ZKredW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZP	Zeitschrift für Planung
z. B.	zum Beispiel

Symbolverzeichnis

a_t	Regressionsparameter für den Zeitraum t
AW	einjährige Ausfallwahrscheinlichkeit
b_t	Regressionsparameter für den Zeitraum t
B_t	Buchwert des Eigenkapitals pro Aktie im Zeitpunkt t
Cov_{jM}	Kovarianz der Rendite von Wertpapier j mit der Marktrendite
d_j	Dividendenrendite des Wertpapiers j
d_M	Dividendenrendite des Gesamtmarktes
D_t^e	erwartete Dividende im Zeitpunkt t
\hat{D}^e	nachhaltig erwartete Dividende
$E(\dots)$	Erwartungswertoperator
E_{T+1}	nachhaltiger Ertrag
EK/FK	Verschuldungsgrad zu Marktpreisen
g	langfristige Wachstumsrate der Residualgewinne
g_5	durchschnittlich erwartetes Gewinnwachstum in den nächsten fünf Jahren
g^D	langfristige (ewige) Dividendenwachstumsrate
g_L	langfristiges, konstantes Gewinnwachstum
i	Kapitalisierungszinssatz
i_{FK}	Fremdkapitalzinssatz
j	Wertpapierindex
J	Anzahl der Wertpapiere
$J\ddot{U}_t^e$	erwarteter Jahresüberschuss pro Aktien im Zeitpunkt t
k	Risikofaktorindex in der Arbitrage Pricing Theory
k_j	Kursrendite des Wertpapiers j
k_M	Kursrendite des Gesamtmarktes
l	Wertpapierindex
M	Marktportfolio

$M(\tilde{X})$	Mindestwert der stochastischen Überschussverteilung
MRP	Marktrisikoprämie
n	Periodenanzahl
$p(X_j)$	Preis des Wertpapiers j
P_0	Aktienkurs im Zeitpunkt 0
$P(\dots)$	Wahrscheinlichkeitsoperator
q	Umweltzustandsindex
Q	Anzahl der möglichen Umweltzustände
r	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber
r_f	risikoloser Zinssatz
$r_{f,t}$	risikoloser Zinssatz mit Laufzeit von 0 bis t
\hat{r}_f	nachhaltig erwarteter risikoloser Zinssatz
\tilde{r}_j	Rendite des Wertpapiers j
r_l	Rendite des Wertpapiers l
\tilde{r}_M	Rendite des Marktportfolios
\tilde{r}_P	Rendite des Portfolios P
\tilde{r}_z	Rendite des varianzminimalen Zero-Beta-Portfolios
\tilde{r}_j^{nSt}	Rendite des Wertpapiers j nach Einkommensteuer
\tilde{r}_M^{nSt}	Marktrendite nach Einkommensteuer
r^V	Eigenkapitalrendite bei gegebener Verschuldung
r^E	Eigenkapitalrendite bei reiner Eigenkapitalfinanzierung
rp	Risikoprämie
RI_{T_2+1}	langfristig konstante Residualgewinne
ROE_t^e	erwartete Eigenkapitalrendite in Periode t
\overline{ROE}^e	durchschnittliche Eigenkapitalrendite des Marktes / der Branche
s	Ertragsteuersatz
$S(\dots)$	Sicherheitsäquivalent der Verteilung (...)

SE_y	Shortfallerwartungswert in Bezug auf Zielgröße y
SV_y	Shortfallvarianz in Bezug auf Zielgröße y
SW_y	Shortfallwahrscheinlichkeit in Bezug auf Zielgröße y
t	Perioden- oder Zeitpunktindex
UW	Unternehmenswert
UW_0	Unternehmenswert pro Aktie im Zeitpunkt 0
$VAR(\dots)$	Varianz einer Zufallszahl (...)
w	langfristiges Etragswachstum
W_z	Wachstumszuschlag im nachhaltigen Ertrag
x_j	Anteil des Wertpapiers j am Portfolio P
\tilde{X}	stochastische Überschussverteilung
X_{cT}	aggregierte erwartete Jahresüberschüsse der Planjahre 1 bis 4 zuzüglich der auf die Dividenden der Jahre 1 bis 3 entfallenden Gewinne
X_j	Verteilung der Rückflüsse des Wertpapiers j
X_{jq}	Rückfluss eines Wertpapiers j im Zustand q
y	Zielgröße
z	Risikozuschlag
z_t	Annäherungsprozess des kurzfristigen Gewinnwachstums an das langfristige Gewinnwachstum
z_{max}	maximaler Risikozuschlag
z_{prag}	pragmatischer Risikozuschlag
z^*	impliziter Risikozuschlag aus der Äquivalenz von Risikozuschlagsmethode und Sicherheitsäquivalentmethode
z_t^{**}	impliziter Risikozuschlag der Periode t aus der periodenweisen Äquivalenz von Sicherheitsäquivalentbarwert und Barwert des Erwartungswertes bei stochastisch abhängiger Überschussverteilung
β_j	Betafaktor des Wertpapiers j
β_{jk}	wertpapierspezifische Faktorsensitivität bezüglich des Faktors k
$\beta_{M, t-1}$	durchschnittlicher Betafaktor in Periode $t - 1$
$\beta_{j,t}^{adj}$	adjustierter Betafaktor des Wertpapiers j in Periode t

β^v	Betafaktor eines verschuldeten Unternehmens
β^u	Betafaktor eines unverschuldeten Unternehmens
γ_0, γ_1	Regressionsparameter bei der simultanen Ermittlung der impliziten Kapitalkosten und der Wachstumsrate
δ_j	Fehlerterm bei der Renditeschätzung des Wertpapiers j
ε	stochastische unabhängige, identisch verteilte Zufallsvariable mit Erwartungswert von null und konstanter Varianz
θ	Einkommensteuersatz
θ^D	Einkommensteuersatz auf Dividenden
μ	Erwartungswert
π_q	Preis eines reinen Wertpapiers im Zustand q
ρ_{jM}	Korrelationskoeffizient der Rendite des Wertpapiers j mit der Rendite des Marktportfolios
σ	Standardabweichung
σ^2	Varianz
σ_P	Standardabweichung der erwarteten Rendite des Portfolios P
σ_P^2	Portfoliovarianz
σ_l^2	Varianz der Rendite des Wertpapiers l
$\sigma_{j,sys}^2$	systematischer Teil des Risikos von Wertpapier j
$\sigma_{j,unsys}^2$	unsystematischer Teil des Risikos von Wertpapier j
σ_{jl}	Kovarianz der Rendite von Wertpapier j und Wertpapier l
$\bar{\sigma}_{jl}$	mittlere Kovarianz
σ_M	Standardabweichung der erwarteten Rendite des Marktportfolios
$\sigma_{j,t-1}^2$	Varianz des Betafaktors von Wertpapier j in Periode $t - 1$
σ_{t-1}^2	Querschnittsvarianz aller Betafaktoren in Periode $t - 1$
τ	unterjähriger Zeitpunkt
$\tilde{\varphi}$	Anpassungsvariable der Überschussverteilung im Zeitablauf

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Basiszinssätze (nach dem Bewertungsstichtag sortiert) der gerichtlichen Entscheidungen im Zeitraum von 1976 bis 2005 und Verlauf der zehnjährigen Spotzinssätze seit 1972	72
Abb. 2:	Renditedifferenzen zwischen den gerichtlich verwendeten Basiszinssätzen und den stichtagsbezogenen Spot-Zinssätzen	73
Abb. 3:	Prozentuale Unternehmenswertveränderung bei Verwendung stichtagsbezogener Spot-Zinssätze anstelle der gerichtlich verwendeten Basiszinssätze	75
Abb. 4:	Systematisches und unsystematisches Risiko	105
Abb. 5:	Risikozuschläge in der Rechtsprechung nach dem Bewertungsstichtag geordnet	162
Abb. 6:	Absolute und relative Häufigkeiten der Risikozuschläge in der Rechtsprechung und Häufigkeitsverteilung	163
Abb. 7:	Branchenzuordnung der in gerichtlichen Entscheidungen bewerteten Unternehmen	171
Abb. 8:	Mengen- und Preisänderungen gegenüber dem Vorjahr sowie Verkaufswert des deutschen Biermarktes im Zeitraum von 1971 bis 1989	174
Abb. 9:	Mengen- und Preisänderungen gegenüber dem Vorjahr sowie Verkaufswert des deutschen Büromaschinenmarktes im Zeitraum von 1971 bis 1990	175
Abb. 10:	Mengen- und Preisänderungen gegenüber dem Vorjahr sowie Verkaufswert des deutschen Zuckermarktes im Zeitraum von 1977 bis 1990	176
Abb. 11:	Rückgang der Unternehmenswerte durch Berücksichtigung von Risikozuschlägen in der Rechtsprechung	177
Abb. 12:	Effiziente Portfolios mit und ohne Anlagemöglichkeit zum risikolosen Zinssatz	186

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Durchschnittliche Zinssätze deutscher öffentlicher Anleihen über verschiedene Zeiträume	51
Tab. 2:	Durchschnittliche globale einjährige Ausfallwahrscheinlichkeiten nach Standard & Poor's von 1981 bis 2003	100
Tab. 3:	Relative Überbewertung des Unternehmens bei Vernachlässigung des Ausfallrisikos und gegebenen Kapitalisierungszinssätzen	101
Tab. 4:	Zuschläge zum Kapitalisierungszinssatz in Prozentpunkten zum Ausgleich des Insolvenzrisikos	102
Tab. 5:	Durchschnittliche Branchenrisikozuschläge gemäß Rechtsprechung und gemäß CAPM	172
Tab. 6:	Auswirkungen von Risikozuschlägen auf den Unternehmenswert in gerichtlichen Entscheidungen	178
Tab. 7:	Marktrisikoprämien in Deutschland (vor Einkommensteuer)	214
Tab. 8:	Jährliche nominale Überrenditen langfristiger Anlagen in deutschen Aktien (alle in Frankfurt a. M. amtlich notierten Aktien) im Vergleich zur Anlage in Bundeswertpapieren im Gesamtzeitraum von 1955 bis 2003	215
Tab. 9:	Erwartete Risikoprämien am deutschen und US-amerikanischen Aktienmarkt im Zeitraum von 1979 bis 2004	236
Tab. 10:	Risikozuschläge, Marktrisikoprämien und Betafaktoren, die in der Rechtsprechung im Zusammenhang mit dem CAPM verwendet wurden	244

Problemstellung

1. Die moderne, zukunftsorientierte Unternehmensbewertung¹ stellt ein Themengebiet dar, dem nicht nur in der betriebswirtschaftlichen Theorie eine hohe Bedeutung beigemessen wird, sondern das auch in der Rechtsprechung und Praxis von großer Relevanz ist.² Die Lehre der Bewertung von Unternehmen kann auf eine vergleichsweise lange Geschichte zurückblicken.³ Trotz der sehr intensiven Diskussion in der Vergangenheit hat dieses Thema nicht an Aktualität verloren.⁴ Es scheint hingegen, als ob die Diskussion des Themas Unternehmensbewertung in Literatur, Praxis⁵ und Rechtsprechung⁶ seit einigen Jahren an Intensität zugenommen hat.⁷ Diese Diskussionen sind getrieben von dem steigenden Bedarf an fundiert ermittelten Unternehmenswerten sowie der Vielzahl bislang nur unbefriedigend gelöster Problemfelder der

¹ Vgl. zur Zukunftsbezogenheit des Informationsinteresses der Bewertungsadressaten: WÜSTEMANN, JENS: Institutionenökonomik und internationale Rechnungslegungsordnungen, Tübingen 2002, hier S. 58 – 60. Zu den möglichen Signalwirkungen der (internationalen) Rechnungslegung im Hinblick auf bewertungsrelevante, zukunftsorientierte Informationen an (potenzielle) Investoren vgl. SIMONS, DIRK: Durch die Globalisierung der Kapitalmärkte induzierte Veränderungen von Rechnungslegung, Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance – Eine betriebswirtschaftliche Analyse ausgewählter Rechtsetzungen –, Habilitationsschrift Bielefeld 2004, hier S. 83 – 85.

² Vgl. MOXTER, ADOLF: Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2., vollst. umgearb. Aufl., Wiesbaden 1983, hier S. 1.

³ Vgl. SCHMALENBACH, EUGEN: Finanzierungen, 2. Aufl., Leipzig 1921, hier S. 1 – 39; MELLEROWICZ, KONRAD: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952, hier S. 137 – 147; MELLEROWICZ, KONRAD: Grundlagen betriebswirtschaftlicher Wertungslehre. – (Ein Beitrag zur Theorie der Betriebswirtschaftslehre.), Berlin 1926, hier S. 111 – 155; SCHMIDT, FRITZ: Die organische Tageswertbilanz, 3., durchgesehene und erweiterte Aufl., Leipzig 1929, hier S. 67 – 69.

⁴ Vgl. etwa PEEMÖLLER, VOLKER H.: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3., aktualisierte und erweiterte Aufl., Herne, Berlin 2005, hier S. V; BALLWIESER, WOLFGANG: Unternehmensbewertung – Prozeß, Methoden, Probleme, Stuttgart 2004, hier S. V f.; PEEMÖLLER, VOLKER H.: Stand und Entwicklung der Unternehmensbewertung – Eine kritische Bestandsaufnahme –, in: DStR, 31. Jg. (1993), S. 409 – 416, hier S. 409.

⁵ Vgl. IDW-HAUPTFACHAUSSCHUSS: IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1), in: WPg, 53. Jg. (2000), S. 825 – 841, hier Rn. 1 – 3; IDW-HAUPTFACHAUSSCHUSS: IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) – (Stand 18.10.2005), in: WPg, 58. Jg. (2005), S. 1303 – 1321, hier Rn. 1 – 3; WAGNER, WOLFGANG/JONAS, MARTIN/BALLWIESER, WOLFGANG/TSCHÖPEL, ANDREAS: Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), in: WPg, 57. Jg. (2004), S. 889 – 898, hier S. 889 f.

⁶ Diese Einschätzung basiert auf der Vielzahl an Entscheidungen, die in der jüngsten Vergangenheit zur Unternehmensbewertung ergangen sind. Vgl. etwa Urteil des OLG München vom 15.12.2004 – 7 U 5665/03, in: AG, 50. Jg. (2005), S. 486 – 488, hier S. 487 f.; Beschluss des LG Frankfurt a. M. vom 21.01.2004 – 3/8 O 140/00, in: NZG, 7. Jg. (2004), S. 432 – 434, hier S. 432; Beschluss des OLG Karlsruhe vom 05.05.2004 – 12 W 12/01, in: AG, 50. Jg. (2005), S. 45 – 48, hier S. 47 f.; Beschluss des OLG Düsseldorf vom 15.01.2004 – I-19 W 5/03 AktE, in: AG, 49. Jg. (2004), S. 212 – 215, hier S. 214; Beschluss des LG Frankfurt a. M. vom 12.10.2004 – 3-5 O 71/04, in: AG, 50. Jg. (2005), S. 545 – 548, hier S. 545; Beschluss des OLG Düsseldorf vom 08.11.2004 – I-19 W 9/03 AktE, in: AG, 50. Jg. (2005), S. 538 – 542, hier S. 541 f.; GROßFELD, BERNHARD: Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4., völlig neu überarb. Aufl., Köln 2002, hier S. 1.

⁷ Vgl. DRUKARCZYK, JOCHEN: Unternehmensbewertung, 4., überarb. und erweiterte Aufl., München 2003, hier S. 1.

modernen Unternehmensbewertungslehre, die erhebliches Potenzial an Verbesserungen und Weiterentwicklungsmöglichkeiten offenbaren.⁸

Während sich die Mehrzahl der gegenwärtig in der betriebswirtschaftlichen Literatur diskutierten Beiträge zur Unternehmensbewertung der Weiterentwicklung und Verbesserung der gängigsten Bewertungsverfahren widmet⁹ oder nach Lösungen für spezielle Probleme der Unternehmensbewertung sucht,¹⁰ zieht ein anderer Teil sogar zentrale Grundlagen der Bewertungslehre in Zweifel.¹¹

Die Anlässe für die Durchführung von Unternehmensbewertungen sind vielfältig.¹² Neben den zahlreichen Wertermittlungen aufgrund von Unternehmenstransaktionen¹³ findet die Unternehmensbewertung Anwendung im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung

⁸ Vgl. PROKOP, JÖRG: Die Bewertung zukünftiger Unternehmenserfolge – Konzepte – Möglichkeiten – Grenzen, Wiesbaden 2003, hier S. 2.

⁹ Hierunter sind etwa die Bestimmung von Kapitalkosten bei Agency-Konflikten oder die Anwendung der gängigen Unternehmensbewertungsverfahren bei dem deutschen Halbeinkünfteverfahren zu verstehen. Vgl. MAYER, BARBARA/PFEIFFER, THOMAS/SCHNEIDER, GEORG: Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten: Einzel- versus Gesamtbewertung, in: DBW, 65. Jg. (2005), S. 7 – 20, hier S. 17 f.; SCHULTZE, WOLFGANG: Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren – Steuervorteile aus der Finanzierung deutscher Kapitalgesellschaften, in: DBW, 65. Jg. (2005), S. 237 – 257, hier S. 237 f.

¹⁰ Zu der Lösung von Spezialproblemen der Unternehmensbewertung zählen etwa Beiträge über die Bewertung von jungen und wachstumsstarken Unternehmen, die Bewertung von Banken oder Ver-sicherungen, die Bewertung von Arztpraxen, die Goodwillbewertung nach US-GAAP oder IAS/IFRS, die Bewertung kleiner und mittelständischer Unternehmen oder die Bewertung ertragschwacher Unternehmen. Vgl. HELBLING, CARL: Bewertung von KMU, in: Der Schweizer Treuhänder, 70. Jg. (1996), S. 931 – 938, hier S. 935 – 938; ENGLERT, JOACHIM: Bewertung von Arztpraxen, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. v. V. H. Peemöller, 3., aktualisierte und erweiterte Aufl., Herne, Berlin 2005, S. 541 – 547, hier S. 541; HAYN, MARC: Bewertung junger Unternehmen, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. v. V. H. Peemöller, 3., aktualisierte und erweiterte Aufl., Herne, Berlin 2005, S. 495 – 526, hier S. 495; KOCH, THORSTEN: Besonderheiten der Unternehmensbewertung von Banken, in: Unternehmensbewertung – Moderne Instrumente und Lösungsansätze, hrsg. v. F. Richter und Ch. Timmreck, Stuttgart 2004, S. 119 – 135, hier S. 119 – 123; WÜSTEMANN, JENS/DUHR, ANDREAS: Geschäftswertbilanzierung nach dem Exposure Draft ED 3 des IASB – Entobjektivierung auf den Spuren des FASB?, in: BB, 58. Jg. (2003), S. 247 – 253, hier S. 250 f.; LÜDENBACH, NORBERT/FROWEIN, NILS: Der Goodwill-Impairment-Test aus Sicht der Rechnungslegungspraxis, in: DB, 56. Jg. (2003), S. 217 – 223, hier S. 220 f.; RICHTER, HORST: Die Bewertung von Versicherungsunternehmen aus der Sicht des Wirtschaftsprüfers, in: Bilanzrecht und Kapitalmarkt – Festschrift zum 65. Geburtstag von Professor Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Adolf Moxter, hrsg. v. W. Ballwieser u. a., Düsseldorf 1994, S. 1457 – 1481, hier S. 1459 – 1461.

¹¹ Vgl. KÜRSTEN, WOLFGANG: „Unternehmensbewertung unter Unsicherheit“, oder: Theoriedefizit einer künstlichen Diskussion über Sicherheitsäquivalent- und Risikozuschlagsmethode – Anmerkungen (nicht nur) zu dem Beitrag von Bernhard Schwetzler in der zfbf (August 2000, S. 469–486), in: Zfbf, 54. Jg. (2002), S. 128 – 144, hier S. 142 f.; SCHWETZLER, BERNHARD: Das Ende des Ertragswert-verfahrens? – Replik zu den Anmerkungen von Wolfgang Kürsten zu meinem Beitrag in der zfbf (August 2000, S. 469–486), in: Zfbf, 54. Jg. (2002), S. 145 – 158, hier S. 145 – 149.

¹² Vgl. BÖRNER, DIETRICH: Unternehmensbewertung, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, hrsg. v. W. Albers u. a., Band 8, Stuttgart u. a. 1980, S. 111 – 123, hier S. 112 – 114; HELBLING, CARL: Unternehmensbewertung und Steuern – Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, insbesondere bei Berücksichtigung der Steuern aufgrund der Verhältnisse in der Schweiz und in der Bundesrepublik Deutschland, 7., nachgeführte Aufl., Düsseldorf 1993, hier S. 27 f.; PEEMÖLLER, VOLKER H.: Anlässe der Unternehmensbewertung, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. v. V. H. Peemöller, 3., aktualisierte und erweiterte Aufl., Herne, Berlin 2005, S. 15 – 25, hier S. 17.

¹³ Vgl. BEHRINGER, STEFAN: Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe – Betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen, 3., neu bearbeitete und erweiterte Aufl., Berlin 2004, hier S. 33 – 36.

und Shareholder-Value-Ansätzen¹⁴ sowie aufgrund einer Vielzahl gesetzlich induzierter Bewertungsanlässe.¹⁵ Zu der letzten Gruppe gehören insbesondere gesellschaftsrechtliche Bewertungsanlässe wie etwa für Zwecke der Abfindungsbemessung im Rahmen von Squeeze-outs oder Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen,¹⁶ des Weiteren rechnungslegungsinduzierte,¹⁷ steuerlich motivierte¹⁸ oder sonstige gesetzliche Bewertungsanlässe.¹⁹

Zu jedem der dargestellten Bewertungsanlässe ist mindestens ein Unternehmenswert zu ermitteln. Entgegen der früher vertretenen Auffassung, gibt es aus heutiger Sicht nicht einen „wahren“²⁰, „richtigen“ oder „objektiven“²¹ Unternehmenswert.²² Der Wert eines Unternehmens ist keine diesem innewohnende Eigenschaft,²³ sondern er ist grundsätzlich subjektbezogen sowie abhängig von möglichen Alternativen, seinem Zweck und seiner Funktion.²⁴ Daraus darf jedoch nicht geschlossen werden, dass der Wert eines Unternehmens beliebig festgelegt werden

¹⁴ Vgl. BALLWIESER, WOLFGANG: Wertorientierung und Betriebswirtschaftslehre: Von Schmalenbach bis heute, in: Wertorientierte Unternehmensführung – Strategien – Strukturen – Controlling – Kongress-Dokumentation 55. Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag 2001, hrsg. v. K. Macharzina und H.-J. Neubürger, Stuttgart 2002, S. 69 – 98, hier S. 77 – 79; COENENBERG, ADOLF G./SALFELD, RAINER: Wertorientierte Unternehmensführung – Vom Strategieentwurf zur Implementierung, Stuttgart 2003, hier S. 263 – 270.

¹⁵ Vgl. PILTZ, DETLEV J.: Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3., neu bearb. Aufl., Düsseldorf 1994, hier S. 66 – 91; ERNST, DIETMAR/SCHNEIDER, SONJA/THIELEN, BJOERN: Unternehmensbewertung erstellen und verstehen – Ein Praxisleitfaden, München 2003, hier S. 1 f.

¹⁶ Vgl. KOMP, RALF: Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320 b AktG, Berlin 2002, hier S. 17 – 19; PEEMÖLLER, VOLKER H.: Anlässe der Unternehmensbewertung, a. a. O., hier S. 18 f.

¹⁷ Vgl. HENSE, HEINZ HERMANN/KLEINBIELEN, HERMANN-OTTO/WITTHAUS, CHRISTIAN: Die Bewertung des Goodwills nach US-GAAP und IAS/IFRS, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. v. V. H. Peemöller, 3., aktualisierte und erw. Aufl., Herne, Berlin 2005, S. 618 – 639, hier S. 622 – 626; WÜSTEMANN, JENS/DUHR, ANDREAS: Geschäftswertbilanzierung nach dem Exposure Draft ED 3 des IASB – Entobjektivierung auf den Spuren des FASB?, a. a. O., hier S. 250 f.

¹⁸ Vgl. WERNDL, JOSEF: Unternehmensbewertung im Steuerrecht – Geschäftswert und Anteilsbewertung –, in: Werte und Wertermittlung im Steuerrecht – Steuerbilanz, Einheitsbewertung, Einzelsteuern und Unternehmensbewertung, hrsg. von A. Raupach, Köln 1984, S. 399 – 437, hier S. 399 – 403.

¹⁹ Vgl. PILTZ, DETLEV J.: Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, a. a. O., hier S. 78 – 89.

²⁰ In der Rechtsprechung ist dagegen der „wahre“ Wert Grundlage für die Abfindungsbemessung. Allerdings handelt es sich bei dieser Wertdefinition eher um die begriffliche Abgrenzung zu anderen Wertbegriffen. Vgl. HÜTTEMANN, RAINER: Neuere Entwicklungen bei der Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht, in: Steuerberater-Jahrbuch 2000/2001, S. 385 – 407, hier S. 388 f.

²¹ Vgl. MELLEROWICZ, KONRAD: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a. a. O., hier S. 12; VIEL, JACOB/BREDT, OTTO/RENARD, MAURICE: Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, 3., neu bearbeitete Aufl., Stuttgart 1970, hier S. 24 f.

²² Vgl. BRETZKE, WOLF-RÜDIGER: Funktionen und Folgen der Verwendung objektivistischer Wertkonventionen bei der Unternehmungsbewertung, in: WPg, 28. Jg. (1975), S. 125 – 131, hier S. 126 f.; BRETZKE, WOLF-RÜDIGER: Zur Problematik des Objektivitätsanspruchs in der Unternehmungsbewertungslehre – Ein Nachtrag zu einem Methodenstreit –, in: BFuP, 28. Jg. (1976), S. 543 – 553, hier S. 543 f.; MÜNSTERMANN, HANS: Wert und Bewertung der Unternehmung, 3. Aufl., Wiesbaden 1970, hier S. 21 – 28.

²³ Diese Auffassung wurde von den Befürwortern der objektiven Wertlehre vertreten. Vgl. MEYERHEIM, HUGO: Die Wert-Bewegung in der Unternehmung, in: ZfB, 3. Jg. (1926), S. 714 – 717, hier S. 714.

²⁴ Vgl. MATSCHKE, MANFRED J.: Der Argumentationswert der Unternehmung – Unternehmensbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung, in: BFuP, 28. Jg. (1976), S. 517 – 524, hier S. 517; MATSCHKE, MANFRED J.: Gesamtwert der Unternehmung, in: Lexikon des Rechnungswesens – Handbuch der Bilanzierung und Prüfung, der Erlös-, Finanz-, Investitions- und Kostenrechnung, 4., überarbeitete und erweiterte Aufl., München, Wien 1998, S. 278 – 282, hier S. 280.