

Betriebswirtschaftliche Schriften

Heft 155

Unternehmen bewerten

**Ringvorlesung der Fachbereiche Rechts- und
Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin
im Sommersemester 2002**

Herausgegeben von

Markus Heintzen und Lutz Kruschwitz



Duncker & Humblot · Berlin

MARKUS HEINTZEN / LUTZ KRUSCHWITZ (Hrsg.)

Unternehmen bewerten

Betriebswirtschaftliche Schriften

Heft 155

Unternehmen bewerten

Ringvorlesung der Fachbereiche Rechts- und
Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin
im Sommersemester 2002

Herausgegeben von

Markus Heintzen und Lutz Kruschwitz



Duncker & Humblot · Berlin

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische
Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

**Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten**

© 2003 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme und Druck:

Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0523-1035

ISBN 3-428-10987-2

**Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☞**

Vorwort

Das vorliegende Buch enthält die zehn Vorträge, die im Sommersemester 2002 an der Freien Universität Berlin im Rahmen einer Ringvorlesung „Unternehmensbewertung“ gehalten und die für die Druckfassung zum Teil geringfügig überarbeitet worden sind. Ziel der von den Fachbereichen Rechts- und Wirtschaftswissenschaft organisierten Ringvorlesung war, Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen der juristischen und der ökonomischen sowie zwischen einer wissenschaftlichen und einer praktischen Herangehensweise an die Unternehmensbewertung deutlich werden zu lassen.

Die Herausgeber danken den zehn Referenten dafür, dass sie ihre Vorträge zur Veröffentlichung zur Verfügung gestellt und zu deren zeitnahe Erscheinung beigetragen haben. KPMG Beiten & Burkhardt gilt unser Dank für die finanzielle Förderung der Ringvorlesung und des vorliegenden Buches.

Berlin-Dahlem, im Dezember 2002

*Markus Heintzen
Lutz Kruschwitz*

Inhaltsverzeichnis

Markus Heintzen und Lutz Kruschwitz

Einführung	9
------------------	---

Wolfgang Ballwieser

Unternehmensbewertung durch Rückgriff auf Marktdaten	13
--	----

Jochen Drukarczyk

Unternehmensbewertung und Rückstellungen	31
--	----

Andreas Löffler

MoMi-WaCC is not an Expected Return	53
---	----

Frank Richter

Logische Wertgrenzen und subjektive Punktschätzungen – Zur Anwendung der risikoneutralen (Unternehmens-)Bewertung	59
---	----

Klaus Ruhnke

Bedeutung des Börsenkurses bei Unternehmensevaluationen	75
---	----

Bernhard Großfeld

Globale Unternehmen bewerten	101
------------------------------------	-----

Detlef Haritz

Unternehmensbewertung und Unternehmenssteuerreform	119
--	-----

Detlev R. Haselmann

Rechtsfragen beim Unternehmenskauf	133
--	-----

Rainer Hüttemann

Rechtsfragen der Unternehmensbewertung	151
--	-----

Joachim Schulze-Osterloh

Unternehmenskauf und Unternehmensbewertung aus rechtswissenschaftlicher Sicht	175
---	-----

Stichwortverzeichnis	187
-----------------------------------	------------

Autoren- und Herausgeberverzeichnis	190
--	------------

Einführung

Von *Markus Heintzen* und *Lutz Kruschwitz*

Die Bewertung von Unternehmen ist Gegenstand sowohl der Betriebswirtschaftslehre als auch des Unternehmensrechts, dies in der Praxis, in der Angehörige beider Disziplinen in Teams, etwa bei Unternehmenstransaktionen, zusammenarbeiten, und wissenschaftlich. Bei Letzterem sind die Zugänge und Erkenntnisinteressen beider Disziplinen aber unterschiedlich, so daß ein interdisziplinärer Zugriff schwierig und weniger ertragreich als möglicherweise gedacht ist. Dies ist eines der Ergebnisse einer interdisziplinären Ringvorlesung „Unternehmensbewertung“, die im Sommersemester 2002 an der Freien Universität Berlin stattgefunden hat und die mit diesem Band dokumentiert wird.

Den Ökonomen interessiert eine Zahl, der Unternehmenswert, die es möglichst realitätsgerecht zu berechnen gilt. Die wissenschaftliche Auseinandersetzung über methodische Fragen der Unternehmensbewertung war in den letzten fünf Jahren so intensiv wie selten zuvor. Dabei scheinen die Discounted-Cashflow-Verfahren mit ihren verschiedenen Spielarten die in Deutschland traditionelle Ertragswertmethode mehr und mehr abzulösen.¹ Die Diskussion konzentrierte sich vor allem auf die Frage, ob die verschiedenen Varianten der DCF-Methoden zum selben Bewertungsergebnis führen, wie die Besteuerung des Unternehmens und seiner Anteilseigner in die Bewertungskalküle einzubeziehen sind und wie man rechnerisch die Risiken unter Kontrolle bekommt, denen das zu bewertende Unternehmen ausgesetzt ist.

Die Feststellung, daß die Betriebswirte auch mit noch so ausgefeilten Verfahren nicht dazu in der Lage sind, zweifelsfrei einen eindeutigen Unternehmenswert abzuleiten, ist trivial. Wie sollte dies angesichts der Tatsache, daß der zukünftige Erfolg des Unternehmens die maßgebliche Einflußgröße auf den Wert des Unternehmens ist, auch anders sein? Wenn die Ökonomen dennoch ernsthaft und intensiv über methodische Fragen diskutieren, so immer unter der Voraussetzung, daß ein bestimmter Informationsstand gegeben ist und bestimmte Annahmen über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens als plausibel anzunehmen sind.

Wer sich darum bemüht, den Wert eines Unternehmens zu ermitteln, empfindet es immer als hilfreich, wenn Börsenkurse vergleichbarer Unternehmen oder des zu

¹ Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland hält beide Konzepte seit einigen Jahren für gleichberechtigt.

bewertenden Unternehmens selbst zur Verfügung stehen. Die Kapitalmarkttheorie lehrt uns, daß sich alle relevanten Unternehmensinformationen im Börsenwert niederschlagen, so daß es in einer idealen Modellwelt kaum ein vorzeigbares Argument gibt, daß der Unternehmenswert vom Marktpreis abweicht. Ballwieser und Ruhnke gehen in ihren Beiträgen der Frage nach, was von diesen Argumenten übrigbleibt, wenn man die ideale Modellwelt verläßt und sich in der rauen Wirklichkeit bewegen muß.

Die aktuelle betriebswirtschaftliche Diskussion über die Berücksichtigung steuerlicher Aspekte bei der Unternehmensbewertung ist durch einen Mangel gekennzeichnet. Es geht fast ohne jede Ausnahme um Steuervorteile, die mit der Aufnahme von verzinslichem Fremdkapital zu tun haben. Der Einfluß von Bewertungseffekten, die mit der Bildung von Rückstellungen einhergehen, wird dagegen mit bemerkenswerter Regelmäßigkeit vernachlässigt. Drukarczyk stellt einen Untersuchungsrahmen zur Diskussion, mit dem eine systematische Analyse der Bedeutung von Rückstellungen für den Unternehmenswert vorgenommen werden kann.

Wie man den Risiken im Zusammenhang mit einer Unternehmensbewertung Rechnung tragen soll, ist ein Thema, das bis in die jüngste Zeit kontrovers diskutiert wird.² Von verschiedenen möglichen Konzepten erfreut sich die sogenannte Risikozuschlagsmethode in der Praxis besonderer Beliebtheit. Hier werden die erwarteten Zukunftserfolge mit einem Satz diskontiert, der die Summe aus dem risikolosen Zins und einer Risikoprämie darstellt. Die Diskussion über die Frage, wie man eine angemessene Risikoprämie bestimmen kann, wird von Richter um einen Ansatz bereichert, der auf der Theorie risikoneutraler Bewertung beruht.

Von allen Varianten der DCF-Methoden ist das Rechnen mit durchschnittlichen Kapitalkosten (weighted average cost of capital, WACC) in der Praxis besonders verbreitet. Dieses Konzept geht auf die in der Finanzierungstheorie als grundlegend anzusehenden Beiträge von Franco Modigliani und Merton H. Miller zurück.³ Die Praxis der Bestimmung durchschnittlicher Kapitalkosten zum Zwecke der Unternehmensbewertung folgt heute nicht nur in der angelsächsisch geprägten Welt diesen Leitlinien. Löffler zeigt in einem Beitrag, der Kontroversen auslösen könnte, daß sich diese Kapitalkosten nicht als erwartete Renditen interpretieren lassen.

Der Jurist mißtraut Zahlen und achtet primär darauf, ob die Prämissen und Verfahren einer Unternehmensbewertung dann, wenn diese zu Streit führt, vertretbar und nachvollziehbar sind. Der juristische Zugang beruht auf dem Konzept einer

² Siehe dazu die spektakuläre Diskussion zwischen Wolfgang Kürsten und Bernhard Schwetzler in Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung im Jahre 2002.

³ Modigliani Franco and Miller, Merton H.: „The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment“, American Economic Review (48) 1958, S. 261 – 297 und dieselben „Corporate income taxes and the cost of capital: a correction“, American Economic Review (53) 1963, S. 433 – 443.

Einschätzungsprärogative. Da der Unternehmenswert keine objektive und beweisbare Größe ist, beansprucht der Jurist nicht, ihn mit seinen Methoden eindeutig ermitteln zu können. Er beschränkt sich vielmehr darauf, Grenzen zu formulieren, die bei seiner Ermittlung eingehalten werden müssen und innerhalb derer der dafür kompetentere Betriebswirt Spielräume beim Vorgang und beim Ergebnis der Bewertung hat. Die Grenzen betreffen im wesentlichen vier Punkte: die Sachverhaltsermittlung, die korrekt und vollständig sein muß, das Verfahren, das fair sein muß, das Fehlen unsachlicher oder sonst nicht vertretbarer Erwägungen und Bewertungsmaßstäbe. Dieser Katalog nimmt eine inhaltliche Kontrolle wegen der Schwierigkeit, allgemein verbindliche Maßstäbe zu finden, zugunsten einer formell-prozeduralen Kontrolle zurück.

Die DAT-Altana-Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts⁴ widerspricht dem Befund inhaltlicher Zurückhaltung der Juristen in Fragen der Unternehmensbewertung nicht. Zwar hat das Gericht dort aus der schmalen Textgrundlage des Art. 14 Abs. 1 Grundgesetz⁵ abgeleitet, es sei unzulässig, bei der Bestimmung der Abfindung und des Ausgleichs für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre nach §§ 304, 320b Aktiengesetz den Börsenkurs der Aktien außer Betracht zu lassen. Die Formulierung „außer Betracht“ macht aber deutlich, daß das BVerfG keine präzisen inhaltlichen Vorgaben für die Bewertung von Unternehmen in den genannten Fällen aufstellen möchte, sondern – in Wahrnehmung seiner Funktion, Verkrustungen der fachgerichtlichen Rechtsprechung aufzubrechen – lediglich den völligen Ausschluß einer Bewertungsalternative ablehnt, die es ihrerseits inhaltlich in verschiedener Hinsicht (z. B. hinsichtlich eines Stichtags für den Börsenkurs⁶) verfassungsrechtlich aber nicht festlegt.

Der „Wert als solcher“ ist für Juristen keine Eigenschaft eines Unternehmens, sondern nur die leicht veränderbare Resultante wertbestimmender Eigenschaften. Fehlvorstellungen über den Unternehmenswert, z. B. bei Unternehmenskaufverträgen, sind für die Wirksamkeit unternehmensbezogener Rechtsgeschäfte grundsätzlich irrelevant. Zwischen dem Wert und dem Kaufpreis für ein Unternehmen ist zu unterscheiden; eine Unternehmensbewertung ist nur einer von mehreren Faktoren seiner Ermittlung, dies ein wesentliches Ergebnis der Überlegungen von Schulze-Osterloh und von Haselmann.

Der Unternehmenswert ist rechtsordnungs- und zeitabhängig. Rechtliche Vorgaben, insbesondere des Steuerrechts, wirken auf ihn ein, wie der Beitrag von Haritz anhand des Umwandlungs(steuer)rechts deutlich macht. Dieselben Bewertungsfragen werden in verschiedenen Ländern anders gestellt, jedenfalls anders beantwortet – so das Ergebnis des Beitrags von Großfeld. Wegen seiner Variabilität in der Zeit eignet ein Unternehmenswert sich nicht für langwierige juristische Aus-

⁴ BVerfGE 100, 289.

⁵ „Das Eigentum (und ...) werden gewährleistet.“

⁶ Ebd., S. 309 f., allgemein S. 307 f.

einandersetzungen, die überdies von betriebswirtschaftlichen Sachverständigen dominiert werden; dies macht Hüttemann in seinem für die juristische Sicht grundlegenden Beitrag durch Hinweis auf das aktienrechtliche Spruchstellenverfahren deutlich.

Im Bereich der Unternehmensbewertung können Juristen und Ökonomen koexistieren, ohne die Methoden und Ziele des jeweils anderen voll zu verstehen. Der Ökonom agiert als mathematisch versierter Wert-Realist, der Jurist als zahlen-scheuer Relativist.

Unternehmensbewertung durch Rückgriff auf Marktdaten

Von *Wolfgang Ballwieser**

A. Einführung

Im folgenden Beitrag wird geprüft, ob Marktpreise für Zwecke der Unternehmensbewertung eingesetzt werden können. Mit Marktpreisen verbindet man für jedermann gültige, von subjektiven Erwartungen beteiligter Parteien unabhängige und insofern gut belegbare und nachprüfbare Preise. Ihre Verwendung hätte Objektivierungsvorteile gegenüber von zahlreichen Annahmen abhängigen Wertkalkülen wie Discounted Cash Flow- (DCF-) oder Ertragswert-Verfahren. Gefragt wird, was für und was gegen eine Verwendung von Marktpreisen spricht.

Abschnitt B. geht hierzu auf wichtige Anlässe zur Unternehmensbewertung und die für die Bewertung relevanten Fragestellungen ein. Abschnitt C. behandelt kurz die Vorteile von Marktpreisen gegenüber dem Ertragswert- und den DCF-Verfahren. In Abschnitt D. wird die Unterscheidung von Wert und Preis betont, bevor Abschnitt E. die Gewinnung von Marktdaten für Unternehmen behandelt. In Abschnitt F. wird gefragt, ob man die Börsenkapitalisierung als Annäherung des Marktpreises von Unternehmen verstehen kann. Abschnitt G. behandelt Multiplikatoren, während Abschnitt H. auf die mit der Verwendung von Multiplikatoren unterstellten Unternehmenseigenschaften als Prognosefaktoren eingeht. In Abschnitt I. wird die Bewertung mit Multiplikatoren mit dem Ertragswertverfahren verbunden. Abschnitt J. faßt die Ergebnisse zusammen.

B. Wichtige Anlässe zur Unternehmensbewertung

Wichtige Anlässe einer Unternehmensbewertung sind Kauf/Verkauf, Verschmelzung, Börsengang, Abfindung von Gesellschaftern, Erbschaft und Besteuerung von Vermögen.

Bei Kauf und Verkauf interessiert den Käufer, was er maximal bezahlen darf, während der Verkäufer fragt, was er mindestens erhalten muß. Die jeweiligen Wer-

* Prof. Dr. Dr. h.c. *Wolfgang Ballwieser*, Seminar für Rechnungswesen und Prüfung, Fakultät für Betriebswirtschaft, Ludwig-Maximilians-Universität München. Langfassung des am 29. Mai 2002 an der FU Berlin gehaltenen Vortrags.

te heißen Grenzpreise oder Entscheidungswerte¹. Bei einer Verschmelzung werden Kapitalanteile der zu verschmelzenden Gesellschaften gegen neue Kapitalanteile getauscht; die an der Verschmelzung beteiligten Eigentümer interessiert das Tauschverhältnis. Dieses ist durch Rückgriff auf die Unternehmenswerte der zu verschmelzenden Gesellschaften zu bestimmen. Bei einem Börsengang geht es sowohl um den Grenzpreis der Kapitalzeichner als auch um die Festlegung des Emissionskurses, der etwas unter dem Grenzpreis liegen kann, um die Emission zu erleichtern. Bei einer Abfindung von Gesellschaftern ist zu klären, welche Abfindung in bar oder in Aktien den Abzufindenden zusteht. Dazu ist der anteilige Unternehmenswert zu berechnen. Im Erbfall mit Pflichtteilsanspruch z. B. interessiert der monetäre Gegenwert des ererbten Unternehmens(teils). Für die Besteuerung von Vermögen, das ein Unternehmen umschließt, interessiert der in die Steuerbemessungsgrundlage einfließende Unternehmenswert.

Die Probleme der Bewertung von ganzen Unternehmen oder von Unternehmensbeteiligungen können auf den ersten Blick dann einfach gelöst werden, wenn aussagekräftige Unternehmens- oder Beteiligungspreise bekannt sind. Der folgende Abschnitt geht deshalb auf die Vorteile von Marktpreisen ein.

C. Vorteile von Marktpreisen gegenüber Discounted Cash Flow- oder Ertragswertverfahren

Mit Marktpreisen verbindet man nachprüfbare, für jedermann geltende Preise. Die Preise kommen zwar durch divergierende Wertvorstellungen der Transaktionspartner eines Gutes zusammen, sie gelten aber als ausgeglichenes Resultat dieser divergierenden Werte². Extremeinschätzungen des Wertes eines Gutes werden um so eher nivelliert, je zugänglicher, breiter und tiefer der Markt ist. Die Zugänglichkeit verlangt u. a. geringe Transaktionskosten, die Breite verlangt viele Anbieter und Nachfrager, seine Tiefe wird durch die Absorptionsfähigkeit des Marktes im Sinne der Beibehaltung des Preises auch bei großen Mengen bestimmt.

Gäbe es Marktpreise für Unternehmen wie es Börsenkurse für Aktien gibt, so wäre die Bewertungskomplexität bei Unternehmensbewertungen stark reduziert, und eine hohe Bewertungsgeschwindigkeit könnte erreicht werden. Letztere

¹ Vgl. *Adolf Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983, S. 9; *Günter Sieben*, Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, in: *BFuP* 28 (1976), S. 491 – 504, hier S. 492.

² „Dieser Mechanismus ermittelt als *objektiviertes Gesamtbewertungsverfahren* einen *fair market value* der Unternehmensanteile.“ *Paul Achleitner/Tilo Dresig*, Unternehmensbewertung, marktorientierte, in: *Wolfgang Ballwieser/Adolf G. Coenenberg/Klaus v. Wysocki* (Hrsg.), Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3. Aufl., Stuttgart 2002, Sp. 2432 – 2445, hier Sp. 2434 (Hervorhebung im Original).

könnte für Entscheidungssituationen mit Zeitdruck bedeutsam sein. Ein weiterer Vorteil von Marktpreisen liegt in ihrer leichten Kommunizierbarkeit³.

Anders als die von zahlreichen Annahmen abhängigen Bewertungsverfahren, konkret das Ertragswert- oder die verschiedenen Varianten der DCF-Verfahren⁴, erscheinen Marktpreise auch als besonders robust im Sinne von annahmenunabhängig. Sie könnten darüber hinaus auch für geschichtslose Unternehmen verwendet werden, bei denen die Anwendung anderer Bewertungskalküle wegen fehlender Vergangenheitsdaten als schwer gilt⁵. Schließlich könnten Marktpreise zur Prognose von konkurrierenden Preisgeboten oder -forderungen genutzt werden, wenn die Vertragsparteien allgemein mit Marktpreisen kalkulieren.

Trotz dieser denkbaren Vorteile von Marktpreisen sind jedoch weiterhin Bewertung nötig, wie die Ausführungen im folgenden Abschnitt verdeutlichen.

D. Wert ungleich Preis

Auch wenn man annimmt, daß Marktpreise für ganze Unternehmen oder Unternehmensteile vorliegen, wird eine Bewertung mit den soeben als eher nachteilhaft angesehenen Bewertungsverfahren nicht überflüssig: Ein rationaler Käufer (Verkäufer) erwirbt (veräußert) ein Unternehmen nur, wenn der Wert den Preis überschreitet (unterschreitet)⁶. Andernfalls hätte er aus der Transaktion keinen Vorteil. Mindestens bei freiwilligen Transaktionen mit Eigentumswechsel wie Kauf, Verkauf, Verschmelzung oder Börsengang sind Werte aufgrund subjektiver Bewertungskalküle mit vorhandenen Preisen zu vergleichen. Preise können nur erste Anhaltspunkte für Werte sein und eine Suche nach den Gründen auslösen, wenn Werte und Preise stark voneinander abweichen.

Marktpreise könnten nur dort bedeutsamer sein, wo viele Käufer oder Verkäufer, deren genaue Verhältnisse schwer zu erfahren und zu berücksichtigen sind, vorliegen. Dementsprechend ließe sich der Marktpreis als einen im Einzelfall zwar den Wert nicht treffenden, im Durchschnitt der Eigentümer aber aussagekräftigen Wert

³ Vgl. *Wolfgang Ballwieser*, Unternehmensbewertung, Marktorientierung und Ertragswertverfahren, in: *Udo Wagner* (Hrsg.), *Zum Erkenntnisstand der Betriebswirtschaftslehre am Beginn des 21. Jahrhunderts*, Festschrift für *Erich Loitlsberger*, Berlin 2001, S. 17–31, hier S. 25.

⁴ Vgl. zum Überblick *Wolfgang Ballwieser/Adolf G. Coenenberg/Wolfgang Schultze*, Unternehmensbewertung, erfolgsorientierte, in: *Wolfgang Ballwieser/Adolf G. Coenenberg/Klaus v. Wysocki* (Hrsg.), *Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung*, 3. Aufl., Stuttgart 2002, Sp. 2412–2432, hier Sp. 2417–2426.

⁵ Vgl. *Markus Rudolf/Peter Witt*, *Bewertung von Wachstumsunternehmen*, Wiesbaden 2002, S. 31.

⁶ Vor diesem Hintergrund wird nicht klar, weshalb Wert etwas sein soll, das für mehr als zwei Personen zutrifft. Vgl. *Klaus Spremann*, *Finanzanalyse und Unternehmensbewertung*, München, Wien 2002, S. 134.

verstehen. Viele Käufer sind bei einem Börsengang, viele Verkäufer bei einer Abfindung von Gesellschaftern, speziell aufgrund aktienrechtlicher Verträge, zu erwarten.

Gleichermaßen ließen sich Typisierungen⁷ oder Normierungen⁸ durch Rückgriff auf einen Preis anstelle eines Wertes aus Gründen der Vereinfachung im Erbschafts- oder Steuerfall rechtfertigen. Auch könnten Gründe der Gleichbehandlung oder der horizontalen Gerechtigkeit, z. B. von Abzufindenden, für Marktpreise statt für individuelle Wertermittlungen sprechen. Beispielsweise läßt sich argumentieren, daß die aktienrechtliche Abfindung nicht von den individuellen Handlungsalternativen eines Aktionärs abhängen darf, obwohl diese den individuellen Wert beeinflussen.

Gelten diese Aussagen, dann wären Marktpreise um so eher zu verwenden, je mehr man aus Gründen der Vielzahl der Betroffenen und der Einsparung von Erhebungskosten des für die jeweilige Partei geltenden Unternehmenswerts von Typisierungen ausgehen dürfte. Die Typisierung durch Rückgriff auf einen Marktpreis hätte zugleich noch einen Objektivierungsvorteil: Die Bewertung mit Marktpreisen, soweit sie denn vorliegen, wäre nachprüfbarer als die Bewertung mithilfe von DCF- oder Ertragswertverfahren.

In einem konkreten Fall ist die Orientierung an Marktpreisen rechtlich vorgeschrieben: Minderheitsaktionäre dürfen in den Fällen der §§ 305, 320 b AktG (Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag, Eingliederung durch Mehrheitsbeschluß) nicht unter dem Marktpreis für eine Aktie abgefunden werden, weil für diesen die Vermutung gilt, daß er dem Verkehrswert entspricht⁹. Höhere Abfindungsbeträge sind zulässig. Der zugrundezulegende Börsenkurs kann als Mittelwert aus den letzten 3 Monaten vor dem Bewertungsstichtag gebildet werden¹⁰. Die Diskussion über eine analoge Anwendung der Urteile auf andere als die genannten Bewertungsanlässe und auf die Obergesellschaft ist im Gange und verläuft im einzelnen kontrovers¹¹.

⁷ Vgl. hierzu *Moxter*, Fußnote 1, S. 25 f.

⁸ Vgl. hierzu *Moxter*, Fußnote 1, S. 33 f.

⁹ Vgl. BVerfG, Beschluß vom 27. 4. 1999 – 1 BvR 1613/94, in: DB 52 (1999), S. 1695.

¹⁰ Vgl. BGH, Beschluß vom 12. 3. 2001 – II ZB 15/00, in: DB 54 (2001), S. 972.

¹¹ *Detlev J. Piltz*, Unternehmensbewertung und Börsenkurs im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren (zugleich Besprechung der Entscheidung BVerfGE 100, 289), in: ZGR 30 (2001), S. 185–213, hier S. 211–213, bejaht die Übertragbarkeit auf Formwechsel, versteht den Börsenkurs aber nicht als Wertuntergrenze. Für die Übertragbarkeit auf Verschmelzungen sind z. B. *Daniel Wilm*, Abfindung zum Börsenkurs – Konsequenzen der Entscheidung des BVerfG, in: NZG 3 (2000), S. 234–240; *Günther Erb*, Der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung auch in Verschmelzungsfällen, in: DB 54 (2001), S. 523–524; *Alexander Reuter*, Börsenkurs und Unternehmenswertvergleich aus Eignersicht, in: DB 54 (2001), S. 2483–2490. Hiergegen wenden sich *Bodo Riegger*, Der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung? – Anmerkungen zum Beschluß des Bundesverfassungsgerichts vom 27. 4. 1999, in: DB 52 (1999), S. 1889–1891; *Rainer Hüttemann*, Börsenkurs und Unternehmensbewertung, in: ZGR 30 (2001), S. 454–478, hier S. 465.

E. Marktdaten für Unternehmen

I. Suche nach „peer groups“

Für die Bewertung eines Unternehmens sucht man aktuelle Preise vergleichbarer Unternehmen, d. h. von Unternehmen mit gleichen oder vergleichbaren zu erwartenden Zahlungsströmen für die Eigentümer. Die Zahlungsströme verfügen über die Dimensionen der zeitlichen Struktur (Konstanz, Wachstum, etc.), der Höhe und der Unsicherheit, und darauf muß sich die Vergleichbarkeit erstrecken. Die vergleichbaren Unternehmen bilden eine „peer group“, an deren Preisen man sich orientiert.

Um vergleichbare Unternehmen zu finden, reduziert man die Suche auf Unternehmen, die leicht beobachtbare identische Eigenschaften wie das zu bewertende Unternehmen aufweisen, von denen man annimmt, daß sie ähnliche Zahlungsströme erzeugen. Zu diesen Eigenschaften gehören insbesondere die Branche, die Größe und die Kapitalstruktur¹².

Um schnelle und – auf den ersten Blick auch – einfache Bewertungen vorzunehmen, verwendet man vielfach sog. Marktmultiplikatoren. Diesen können frühere Transaktionen und insofern tatsächlich gezahlte Preise (recent transactions approach; recent acquisitions approach) oder Börsenkapitalisierungen und insofern hypothetische Preise zugrundeliegen (comparable company approach)¹³. Zum Beispiel könnte ein nicht börsennotiertes Unternehmen durch Rückgriff auf einen EBIT-Multiplikator eines vergleichbaren börsennotierten Unternehmens derselben Branche mithilfe folgender Rechnung bewertet werden:

- (1)
$$\frac{\text{Börsenkapital des Wettbewerbers}}{\text{EBIT des Wettbewerbers}} = \frac{\text{Gesuchter Unternehmenswert}}{\text{EBIT des zu bewertenden Unternehmens}}$$
- (2)
$$\text{Gesuchter Unternehmenswert} = \text{EBIT} \times \text{EBIT} - \text{Multiplikator}$$
- (3)
$$\text{EBIT} - \text{Multiplikator} = \text{Börsenkapital/EBIT des Wettbewerbers}$$

¹² Weiterhin werden z.T. „Wachstumsrate, Wettbewerbsposition, Risikostruktur und Kapitalkosten“ genannt. Vgl. *Peter G. Löhnert/Ulrich J. Böckmann*, Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: *Volker H. Peemöller* (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Herne, Berlin 2002, S. 401–426, hier S. 404. Keine dieser Größen ist leicht beobachtbar. Zu weiteren Kriterien vgl. *Volker H. Peemöller/Jan M. Meister/Christoph Beckmann*, Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung, in: *FB 4* (2002), S. 197–209, hier S. 204–205.

¹³ Vgl. z. B. *Paul Achleitner/Tilo Dresig*, Fußnote 2, Sp. 2441; *Peter G. Löhnert./Ulrich J. Böckmann*, Fußnote 12, S. 403; *Hans-Joachim Böcking/Karsten Nowak*, Marktorientierte Unternehmensbewertung, in: *FB 1* (1999), S. 169–176, hier S. 170–174.

Um sich von dem Einfluß eines einzigen Multiplikators eines einzigen Unternehmens zu befreien und einen Fehlerausgleich zu bewirken, könnten mehr als eine Kennzahl (siehe hierzu Abschnitt G. I.), mehr als ein Unternehmen (nämlich die „peer group“) und mehr als aus historischen Daten gewonnene Multiplikatoren (nämlich auch solche mit erwarteten Variablenwerten) herangezogen werden.

Prüft man bezüglich der börsennotierten Unternehmen die potentielle Datenmenge, so ergibt sich:

Tabelle 1
Zahl börsennotierter Unternehmen

Unternehmen	börsennotiert	nicht börsennotiert
Inland	über 1.000	ca. 2 – 3 Mio.
Ausland	beliebig viel	beliebig viel

Das zu bewertende Unternehmen und die Vergleichsunternehmen lassen sich generell nach Branchen rastern, und im Ausland lassen sich diesbezügliche Datenbanken nutzen. So haben die USA seit 1997 den NAICS-Code (Northern American Industry Classification System), der den SIC-Code (Standard Industrial Classification Code) ablöste. Nach dem neuen Code gelten z. B. die Klassen:

- 48 – 49 Transportation and Warehousing
- 481 Air Transportation
- 4811 Scheduled Air Transportation
- 48111 Scheduled Passenger Air Transportation

Die EU hat den NACE-Code (Nomenclature générale des activités économiques dans la Communauté Européenne). Danach finden sich in der Kategorie H 55.11 Hotels und Motels, die zugleich über ein Restaurant verfügen.

Für eine Rasterung nach Größe und Kapitalstruktur muß man auf Datenbanken für Abschlüsse zurückgreifen, die im allgemeinen entgeltpflichtig und hinsichtlich Umfang und Pflege sehr unterschiedlich sind.

Schwierigkeiten der Bildung von „peer Groups“ bestehen in

1. der Vielzahl der in Frage kommenden Unternehmen,
2. der Schwierigkeit der Branchenzuordnung bei diversifizierten Unternehmen,
3. der schwierigen Rasterung nach Größe und Kapitalstruktur.

II. Probleme

Für die Verwendung von Marktmultiplikatoren ist zu fragen:

1. Gibt das Börsenkapital Hinweise auf den Unternehmenswert?
2. Gibt es eine hinreichende Zahl an Transaktionspreisen?
3. Indizieren die leicht zu beobachtenden Größen die zu erwartenden Zahlungsströme für die Eigentümer?

Die folgenden Abschnitte wenden sich diesen Problemen zu und gehen hierbei zugleich etwas genauer auf die Verwendung von Marktmultiplikatoren ein.

F. Börsenkapital als Annäherung des Marktpreises?

Das Börsenkapital (auch Börsen- oder Marktkapitalisierung genannt) ist das Produkt aus Kurs und Aktienzahl. Soll es den Marktpreis eines Unternehmens indizieren, müßten Unternehmen zum Börsenkapital über den Markt gehen. Empirische Erhebungen aus den USA widersprechen dieser Erwartung. Danach gingen Unternehmen oder Mehrheitsbeteiligungen nicht zum Börsenkapital über den Markt, sondern es gab Prämien zwischen 35% und 49% im Mittel, mit einem ungewogenen Mittelwert von 40%¹⁴: (siehe Tabelle 2, S. 8).

Verkehrt wäre es, den Mittelwert von 40% auf das Börsenkapital addieren zu wollen, um zum Unternehmenswert zu gelangen, denn hinter dem Mittelwert verbergen sich starke Schwankungen über verschiedene Unternehmen innerhalb eines Jahres und über die Jahre hinweg.

Für Deutschland kenne ich keine ähnliche, insbesondere auch so großzahlige Untersuchung. Das liegt schon daran, daß die Zahl der börsennotierten Unternehmen in Deutschland geringer als in den USA ist und der Kauf oder Verkauf von mehr als 50% des Kapitals deutlich seltener vorkommen.

¹⁴ Vgl. a. *Karsten Nowak*, Marktorientierte Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2000, S. 168, der 42% nennt mit Bezug auf *Steven E. Bolton*, Discounts for Stocks of Closely Held Corporations, in: *Trust & Estates*, December 1990, S. 47–48, hier S. 48. Nach *Klaus Spremann*, Fußnote 6, S. 152 ist ein Transaction-Multiple typischerweise um 30–50% höher als das Trading-Multiple. Letzteres resultiert aus der Börsenkapitalisierung. Die Aussage paßt zu den oben wiedergegebenen Daten. *Spremann* gibt keine Begründung.

Tabelle 2

Prämien auf das Börsenkapital

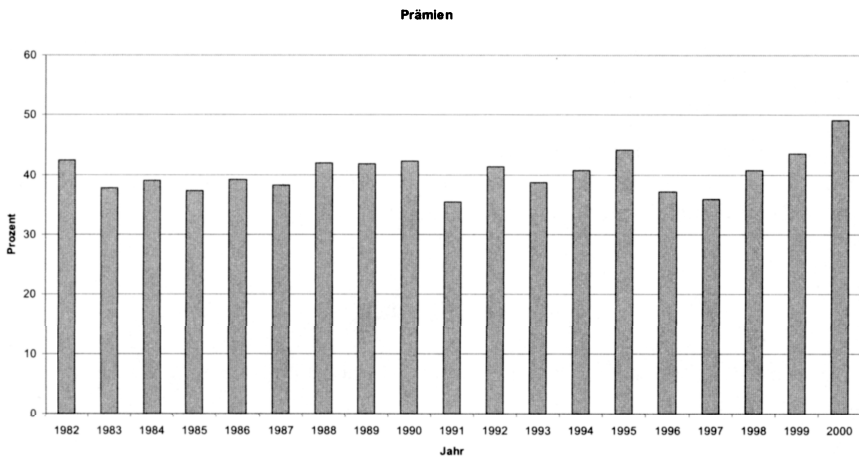
Jahr	Prämie	Zahl der Transaktionen	Extreme Prämien
1982	42,5%	165	
1983	37,8%	160	
1984	39,0%	191	
1985	37,3%	310	
1986	39,1%	308	
1987	38,2%	228	
1988	41,9%	402	
1989	41,8%	303	
1990	42,3%	154	
1991	35,4%	125	<i>min.</i>
1992	41,3%	127	
1993	38,7%	151	
1994	40,7%	237	
1995	44,1%	313	
1996	37,1%	358	
1997	35,9%	480	
1998	40,7%	506	
1999	43,5%	707	
2000	49,1%	560	<i>max.</i>
Einfaches Mittel	40,3%	304	

Quelle: Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 3. Aufl., New York u. a. 2002, S. 521, mit Bezug auf Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, Mergerstat Review, 1994 und 2001

Gründe für das Abweichen von Börsenkapital und Kaufpreis gibt es viele:

1. Die Preise könnten irrational zustandegekommen sein.
2. Die Preise können andere als finanzielle Zielkomponenten ausdrücken.
3. Die erwerbenden Unternehmen können Synergien antizipieren, die für andere Käufer nicht zu erwarten sind und sich nicht im Aktienkurs spiegeln.
4. Es werden Paketzuschläge aufgrund der Gewinnung solcher Positionen bezahlt, die eine Änderung der Politik und der damit verbundenen Zahlungsströme für die Eigentümer erlauben.

Grafisch ergibt sich:



Quelle: Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 3. Aufl., New York u. a. 2002, S. 521, mit Bezug auf Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, Mergerstat Review, 1994 und 2001.

Abbildung 1: Prämien auf Börsenkapital

G. Marktmultiplikatoren

I. Grundlagen

Mithilfe von Marktmultiplikatoren ergibt sich der Unternehmenswert als Vielfaches einer Bezugsgröße. Die Vervielfacher werden zur Berechnung des Wertes des Gesamtkapitals, Eigenkapitals und zur Ermittlung des Geschäfts- oder Praxiswerts verwendet:

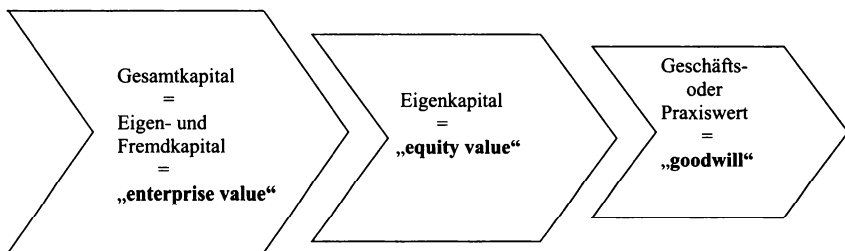


Abbildung 2: Interessierende Bewertungsgrößen

Bezugsgrößen sind Wertgrößen wie Gewinn, EBT, EBIT, EBITDA oder Umsatz und Mengengrößen wie Kundenzahl oder Zahl der Aufrufe der Website¹⁵. Es kann sich um historische Größen oder geschätzte Größen handeln. Nimmt man nur die Wertgrößen, so sind denkbare Bezugsgrößen für die Multiplikatoren für den Wert des Gesamtkapitals EBIT, EBITDA oder Umsatz, für den Wert des Eigenkapitals oder des Goodwill Gewinn, EBT oder Umsatz.

Die Vervielfacher stammen entweder aus Kursdaten und haben damit das Problem der Börsenkapitalisierung oder aus Unternehmenstransaktionen und haben damit das Problem der geringen Datenmenge!

II. Beliebtheit

Bei der Beliebtheit von Multiplikatoren ist nach Objekten und Verwendern zu unterscheiden:

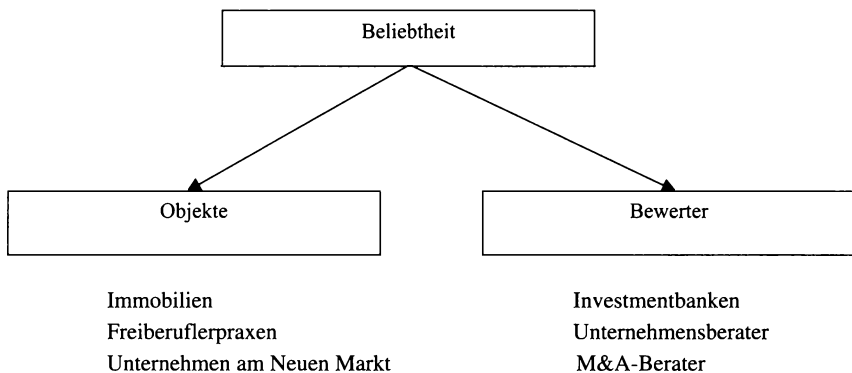


Abbildung 3: Multiplikatoren-Objekte und Anwender

III. Daten

Für die Goodwill-Ermittlung werden als Multiplikatoren genannt:

StB-Praxen: 1,2 x nachhaltiger Umsatz

WP-Praxen: 1 – 1,3 x nachhaltiger Umsatz der letzten 3 Jahre¹⁶

¹⁵ Vgl. Markus Rudolf/Peter Witt, Fußnote 5, S. 94 – 99, 104 f., 107 – 110.

¹⁶ Vgl. IDW (Hrsg.), Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2000, Bd. I, Düsseldorf 2000, S. 148 f.

Rechtsanwalts-Praxen: $0,5 - 1,5 \times (\text{nachhaltiger Umsatz} - \text{Lohn})^{17}$

Arzt-Praxen: $1/3 \times (\text{Durchschnittsumsatz der letzten 3 Jahre} - \text{Lohn})^{18}$

Reisebüros: 5% des Jahres-Bruttoumsatzes¹⁹

Für die Ermittlung des Gesamtkapitals finden sich folgende Hinweise²⁰:

Tabelle 3
Gesamtkapital-Multiplikatoren

Branche	EBIT-Vervielfacher Börse	EBIT-Vervielfacher Experten
Bau und Handwerk	7,9	4,7 – 10,3
Chemie	10,1	6,0 – 13,3
Elektrotechnik / Elektronik	8,2	6,7 – 12,7
Banken	k.A.	7,0 – 10,5
Gas / Strom / Wasser	8,0	7,3 – 19,7
Handel, E-Commerce	12,7	5,7 – 10,0
Maschinen- / Anlagenbau	8,6	5,3 – 7,7
Nahrungs- / Genußmittel	12,6	5,0 – 11,7
Pharma	19,1	6,7 – 17,3

Quelle: Stavros Michalakos, Unternehmensbewertung für Mittelständler, in: FAZ vom 28. 1. 2002, S. 27

Die in den vier letztgenannten Branchen höheren Werte aufgrund der Börsenkaptalisierung gegenüber den Werten der Experten sprechen aus der Expertensicht für eine Überbewertung der Aktien.

Im Dezember 1997 berichtete die Wirtschaftswoche unter Bezugnahme auf die Fa. Interfinanz folgende Daten:

¹⁷ Vgl. BRAK-Ausschuß Bewertung von Anwaltspraxen, Zur Bewertung von Anwaltspraxen, Bericht des BRAK-Ausschusses zur Bewertung von Anwaltspraxen, in: BRAK-Mitteilungen 23 (1992), S. 24 – 28, hier S. 26.

¹⁸ Vgl. Joachim Englert, Bewertung von Arztpraxen, in: Volker H. Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin 2002, S. 535 – 541, hier S. 538.

¹⁹ Vgl. Deutscher Reisebüro und Reiseveranstalter Verband, Unternehmensbewertung von Reisebüros, Informationsbroschüre vom 7. 12. 2001.

²⁰ Vgl. a. die im WorldWideWeb zu findenden Daten des Finance-Magazins, zu finden über <http://www.finance-magazin.de>.

Tabelle 4
Gesamtkapital-Multiplikatoren

Branche	EBIT-Vervielfacher
Bau und Handwerk	3 – 6
Chemie	5 – 10
Elektrotechnik	5 – 9
Finanzdienstleistungen	k.A.
Gas / Strom / Wasser	10 – 15
Handel, E-Commerce	k.A.
Maschinenbau	5 – 9
Nahrungsmittel	4 – 8
Pharma	8 – 15

Quelle: Wirtschaftswoche Nr. 50 vom 4. 12. 1997, S. 174, mit Bezug auf Interfinanz; unterer Wert für Unternehmen unter 20 Mio. DM Umsatz, oberer Wert ab 100 Mio. DM.

Die Werte von 1997 stimmen in einigen Bereichen, z. B. bei Bau und Handwerk, Elektrotechnik oder Gas / Strom / Wasser, mit denjenigen von 2002 nicht überein. Wie die Experten im Jahr 2002 zu ihren Werten gelangen, wird ebenso wenig offenkundig wie die Anzahl der betrachteten Transaktionen im Jahr 1997, falls solche den Interfinanzdaten zugrunde liegen sollten.

Frühere Untersuchungen für das Jahr 1987 ergaben für Chemiefirmen folgende Kaufpreis-Multiplikatoren (Eigenkapital-Multiplikatoren):

Tabelle 5
Kaufpreis-Multiplikatoren

Multiplikator (1987)	Niedrigst	Durchschnitt	Median	Höchst
Umsatz	0,5	1,1	0,9	3,1
Operativer Cash Flow	2,5	8,5	9,4	12,0
Operatives Ergebnis	8,8	11,8	11,0	16,7
Ergebnis nach Steuern	4,7	20,8	21,2	33,4
Buchwert des AV	0,8	2,8	2,3	8,1

Quelle: Gerhard Kinast, Diskussionsbeitrag, in: Jörg Baetge (Hrsg.), Akquisition und Unternehmensbewertung, Düsseldorf 1991, S. 77.

Bezogen auf einzelne Transaktionen galt:

Tabelle 6
Kaufpreis-Multiplikatoren

Erworbene Gesellschaft / Käufer	Multiplikator	
	Umsatz	Ergebnis nach Steuern
Genentech / Roche	9,7	84,3
Tenneco PVC / Occidental Pet.	0,5	33,3
American Hoechst Styrolakt. / Huntsman	0,5	32,0
Rorer / Rhone-Poulenc	2,7	30,0
Reichold / Dainippon	0,8	28,4
GAF-SSC / Rhone-Poulenc	2,8	25,0
Beatrice / ICI	1,5	20,5
Celanese / Hoechst	1,1	13,9

Quelle: Gerhard Kinast, Diskussionsbeitrag, in: Jörg Baetge (Hrsg.), Akquisition und Unternehmensbewertung, Düsseldorf 1991, S. 78.

Damit zeigen sich große Bandbreiten und die Schwierigkeit, aussagekräftige Vervielfacher zu finden.

H. Unternehmenseigenschaften als Prognosefaktoren?

Um Multiplikatoren verwenden zu können, werden solche Unternehmen gesucht, die dem zu bewertenden Unternehmen möglichst vergleichbar sind. Der Vergleich muß sich auf die zu erwartenden Zahlungsströme für die Eigentümer beziehen. Als Verursacher vergleichbarer Zahlungsströme werden identische Branche, Größe, Kapitalstruktur u.ä. angesehen. Die hier zu diskutierende Frage ist, ob diese, i.d.R. leicht zu beobachtenden, Eigenschaften als Prognosefaktoren für die Zahlungsströme herangezogen werden dürfen.

M.E. ist dies aus den folgenden Gründen zu verneinen:

1. Ausschüttungen sind durch die Unternehmenseigentümer stark gestaltbar; sie sind eine Funktion von Umweltentwicklung und Geschäftspolitik.
2. Multiplikatoren verdrängen das Prognoseproblem, weil man sich damit nicht auseinandersetzen will und Subjektivismen in die Prognose einfließen.
3. Man sucht jedoch Indikatoren für die Erträge und findet sie in der Branche, der Größe, dem Verschuldungsgrad und anderen gut beobachtbaren Eigenschaften. Darin zeigt sich aber nur eine mechanistische, keine theoriegestützte Vorstellung, wie diese Größen auf Höhe, zeitliche Struktur und Unsicherheit der künftigen Zahlungen wirken. Zu fragen ist beispielsweise:

- a) Hat das zu bewertende Unternehmen das Geschäftsmodell erstmals realisiert? Gibt es einen „first mover advantage“?
 - b) Kann das zu bewertende Unternehmen Fehler des Anfängers im neuen Markt überwinden? Gibt es „leapfrogging“²¹?
 - c) Hat das zu bewertende Unternehmen besondere Schutzrechte, Personalvorteile, einen etablierten Markennamen, etc.?
4. Weil einfache Indikatoren für den künftigen Zahlungsstrom fragwürdig sind, wird ein „fine-tuning“ empfohlen, d. h. Anpassungen der aus Transaktionen oder Börsenkursen gewonnenen historischen Multiplikatoren sollen die Besonderheiten des Unternehmens erfassen. Diese Anpassungen gelingen aber nur, wenn man sich die Eigenschaften des Unternehmens hinsichtlich der Märkte, Marktstellung, Produktionstechnik, Lieferbeziehungen, Managementqualität, Schutzrechte, etc. deutlich macht. Damit muß man aber die (nur subjektiv einschätzbaren) Größen heranziehen, die Grundlage einer Ertrags- oder Cash Flow-Prognose hätten sein müssen. Der vermeintliche Vorteil von Multiplikatoren gegenüber den Bewertungsverfahren aufgrund von expliziten Ertrags- oder Cash Flow-Schätzungen samt Diskontierung verschwindet.
5. Da man die Indikatoreneignung nicht theoretisch belegen kann und die Anpassung der Multiplikatoren an das konkret zu bewertende Unternehmen subjektiv erfolgt, sollte man Multiplikatoren sehr kritisch gegenüberstehen.

Das hat Konsequenzen: Nach dem WP-Handbuch muß man DCF-Werte und Ertragswerte mit Multiplikatoren verproben, da die Verfahren der vereinfachten Preisfindung, wozu die Multiplikatoren gehören, angeblich Anhaltspunkte bei der Plausibilitätskontrolle des Bewertungsergebnisses bieten²². Wie soll dies gelingen, wenn die Multiplikatoren nichts taugen?

I. Multiplikatoren und Ertragswert

Im unendlichen Rentenmodell kann man folgende Beziehung betrachten:

$$(4) \quad EW = \frac{E}{i + z} = G \cdot m = KP$$

mit

EW = Ertragswert

E = Erwartungswert der Erträge

²¹ Vgl. zu beidem auch *Markus Rudolf/Peter Witt*, Fußnote 5, S. 136 f.

²² Vgl. IDW (Hrsg.), *Wirtschaftsprüfer-Handbuch* 1998, Bd. II, Düsseldorf 1998, S. 126. Vgl. a. *Peter G. Löhnert/Ulrich J. Böckmann*, Fußnote 12, S. 406, die von der „Testfunktion“ sprechen.

i	= sicherer Basiszins
z	= Risikozuschlag
G	= Gewinn
m	= Gewinnmultiplikator
KP	= Kaufpreis

Nach Gleichung (4) ist der Gewinnmultiplikator der Kehrwert des risikoangepaßten Zinsfußes. Diese einfache Beziehung haben viele Praktiker im Sinn, wenn sie meinen, daß die Verwendung von Multiplikatoren nichts anderes darstelle als eine Anwendung der Ertragswertmethode²³.

Zu bedenken ist, daß diese Aussage nur unter äußerst restriktiven Bedingungen gilt: Die Ertragswertverteilung bleibt unendlich lange in jeder Periode gleich; der Gewinn G ist identisch mit der zu erwartenden Ausschüttung E und der Kaufpreis KP entspricht dem Ertragswert EW . Letzteres wird vom Erwerber oder Käufer nie angestrebt, weil für ihn unter diesen Bedingungen kein Reichtumszuwachs resultiert, die Transaktion also unterbleiben könnte.

Nimmt man Wachstumserwartungen für die Erträge auf, so kann man sich auf folgende Gleichsetzung stützen:

$$(5) \quad EW = \frac{E_1}{i + z - w} = G \cdot m = KP$$

Hierbei gelten als neue Symbole

E_1	= der Erwartungswert der Ausschüttung in Periode 1
w	= der Erwartungswert der Wachstumsrate der Erträge

Gleichung (5) hat als Voraussetzung, daß die Erträge unendlich lange mit der konstanten Wachstumsrate w , die kleiner als $i+z$ sein muß, wachsen. Ferner müssen G gleich E_1 sein und der Ertragswert mit dem Kaufpreis übereinstimmen. Um einen theoretisch begründbaren Risikozuschlag z mit dem Wachstumsmodell verbinden zu können, bedarf es darüber hinaus Bewerter mit einer Risikonutzenfunktion, die bestimmte Eigenschaften aufweist²⁴. Damit ist eine theoretische Stützung des Multiplikatorenverfahrens mit dem Wachstumsmodell in realistisch erscheinenden Situationen nicht möglich.

²³ Es sind nicht nur die Praktiker. Vgl. *Jing Liu / Doron Nissim / Jacob Thomas, Equity Valuation Using Multiples*, in: JAR 40 (2002), S. 135–172, hier S. 136: "... , multiples are used often as a substitute for comprehensive valuations, because they communicate efficiently the essence of those valuations." Sie zeigen, daß Multiplikatoren auf Basis prognostizierter Gewinne Aktienkurse gut erklären, weil für die Hälfte ihrer Stichprobe die Schätzfehler nur bis zu 15% betragen. Aktienbewertung und Unternehmensbewertung ist aber zweierlei. Auch könnte es sich am Aktienmarkt um eine sich selbst erfüllende Prognose handeln, weil Kaufempfehlungen anhand von Multiplikatoren erfolgen.

²⁴ Vgl. *Wolfgang Ballwieser, Unternehmensbewertung bei unsicherer Geldentwertung*, in: ZfbF 40 (1988), S. 798–812.

Praktiker haben diese Einwendungen nicht daran gehindert, hohe Multiplikatorwerte mit Wachstumserwartungen für die Erträge zu begründen. Man muß aber sehen, daß dies allein schon deshalb schwer fallen muß, weil z und w nicht beobachtbar sind und sich die Größe $i+z-w$ durch vielfache Kombinationen von i , z und w erzeugen läßt. Das muß jede Erklärung dem Vorwurf der Willkür aussetzen.

Auch wird die Situation nicht besser, wenn man die Ausschüttung E_1 durch Rückgriff auf den Gewinn G_1 und die Ausschüttungsquote a zu erklären versucht:

$$(6) \quad EW = \frac{aG_1}{i+z-w} = G \cdot m = KP.$$

Beobachtungen hoher Kurse oder hoher Unternehmenspreise lassen sich bei Verwendung dieser Gleichung mit geringem Risiko und kleinem Zuschlagssatz z , aber auch mit sehr hohem Wachstumsrate w für die Erträge sowie hoher Ausschüttungsquote a rechtfertigen.

Ein unendlich lange erfolgreiches Wachstum der Erträge mit konstanter Rate erscheint nicht realistisch. Deshalb müßte man mindestens ein 2-Phasen-Modell heranziehen, was die Überführung des Multiplikatoransatzes in den Ertragswertkalkül völlig torpediert.

J. Thesen

1. Die Börsenkapitalisierung stellt nicht den Unternehmenswert dar, weil es Kaufpreisprämien, die möglicherweise auf Paketzuschläge zurückgehen, gibt. Empirisch gehaltvolle Daten über deren Höhe gibt es für Deutschland nicht; die USA zeigen starke Streubreiten.
2. Transaktionsdatenbanken sind nicht öffentlich und enthalten für Deutschland nur eine geringe Zahl an Transaktionen.
3. Multiplikatoren, die auf Börsenkapitalisierungen oder Transaktionsdaten zurückgreifen, sind wegen der genannten Mängel aussageelos.
4. Das „fine-tuning“ der Multiplikatoren verlangt Überlegungen, die bei jeder Ertragswert- oder DCF-Berechnung anzustellen sind. Der Vorteil der schnellen Bewertung mithilfe von Multiplikatoren geht verloren.
5. Verprobungen von DCF- oder Ertragswerten mit Multiplikatoren sind nicht möglich, wenn den Multiplikatoren keine Aussage zukommt.

Literatur

- Achleitner, Paul/Dresig, Tilo*, Unternehmensbewertung, marktorientierte, in: *Ballwieser, Wolfgang/Coenenberg, Adolf G./v. Wysocki, Klaus*, (Hrsg.), Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3. Aufl., Stuttgart 2002, Sp. 2432 – 2445.
- Ballwieser, Wolfgang*, Unternehmensbewertung bei unsicherer Geldentwertung, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 40 (1988), S. 798 – 812.
- Unternehmensbewertung, Marktorientierung und Ertragswertverfahren, in: *Wagner, Udo*, (Hrsg.), Zum Erkenntnisstand der Betriebswirtschaftslehre am Beginn des 21. Jahrhunderts, Festschrift für Erich Loitlsberger, Berlin 2001, S. 17 – 31.
- Ballwieser, Wolfgang/Coenenberg, Adolf G./Schultze, Wolfgang*, Unternehmensbewertung, erfolgsorientierte, in: *Ballwieser, Wolfgang/Coenenberg, Adolf G./v. Wysocki, Klaus*, (Hrsg.), Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3. Aufl., Stuttgart 2002, Sp. 2412 – 2432.
- BRAK-Ausschuß** Bewertung von Anwaltspraxen, Zur Bewertung von Anwaltspraxen, Bericht des BRAK-Ausschusses zur Bewertung von Anwaltspraxen, in: *BRAK-Mitteilungen* 23 (1992), S. 24 – 28.
- Böcking, Hans-Joachim/Nowak, Karsten*, Marktorientierte Unternehmensbewertung, in: *FinanzBetrieb* 1 (1999), S. 169 – 176.
- Bolton, Steven E.*, Discounts for Stocks of Closely Held Corporations, in: *Trust & Estates*, December 1990, S. 47 – 48.
- Englert, Joachim*, Bewertung von Arztpraxen, in: *Peemöller, Volker H.*, (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin 2002, S. 535 – 541.
- Erb, Günther*, Der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung auch in Verschmelzungsfällen, in: *Der Betrieb* 54 (2001), S. 523 – 524.
- Gaughan, Patrick A.*, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 3. Aufl., New York u. a. 2002.
- Hüttemann, Rainer*, Börsenkurs und Unternehmensbewertung, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 30 (2001), S. 454 – 478.
- IDW** (Hrsg.), Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2000, Bd. I, Düsseldorf 2000.
- Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1998, Bd. II, Düsseldorf 1998.
- Kinast, Gerhard*, Diskussionsbeitrag, in: *Baetge, Jörg*, (Hrsg.), Akquisition und Unternehmensbewertung, Düsseldorf 1991, S. 77.
- Liu, Jing/Nissim, Doron/Thomas, Jacob*, Equity Valuation Using Multiples, in: *Journal of Accounting Research* 40 (2002), S. 135 – 172.
- Löhnert, Peter G./Böckmann, Ulrich J.*, Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: *Peemöller, Volker H.*, (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin 2002, S. 401 – 426.
- Michalakakis, Stavros*, Unternehmensbewertung für Mittelständler, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 28. 01. 2002, S. 27.

- Moxter*, Adolf, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983.
- Nowak*, Karsten, Marktorientierte Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2000.
- Peemöller*, Volker H. / *Meister*, Jan M. / *Beckmann*, Christoph, Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung, in: *FinanzBetrieb* 4 (2002), S. 197 – 209.
- Piltz*, Detlev J., Unternehmensbewertung und Börsenkurs im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren (zugleich Besprechung der Entscheidung BVerfGE 100, 289), in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 30 (2001), S. 185 – 213.
- Reuter*, Alexander, Börsenkurs und Unternehmenswertvergleich aus Eignersicht, in: *Der Betrieb* 54 (2001), S. 2483 – 2490.
- Riegger*, Bodo, Der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung? – Anmerkungen zum Beschluß des Bundesverfassungsgerichts vom 27. 4. 1999, in: *Der Betrieb* 52 (1999), S. 1889 – 1891.
- Rudolf*, Markus / *Witt*, Peter, Bewertung von Wachstumsunternehmen, Wiesbaden 2002.
- Sieben*, Günter, Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 28 (1976), S. 491 – 504.
- Spremann*, Klaus, Finanzanalyse und Unternehmensbewertung, München, Wien 2002.
- Wilm*, Daniel, Abfindung zum Börsenkurs – Konsequenzen der Entscheidung des BVerfG, in: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 3 (2000), S. 234 – 240.
- Wirtschaftswoche* Nr. 50 vom 4. 12. 1997, S. 174.

Unternehmensbewertung und Rückstellungen

Von *Jochen Drukarczyk**

A. Fragestellungen

Vergleicht man die Zahl der Beiträge, die sich mit dem Einfluß der Rückstellungsbildung auf den Wert von Unternehmen befassen, mit der Zahl, die den Werteffekten von verzinslichem Fremdkapital auf den Unternehmenswert nachspüren, drängt sich der Schluß auf, daß es sich um einen vernachlässigten Aspekt der Unternehmensbewertung handelt. Ob diese Vernachlässigung begründet ist oder nicht, wird sich am Schluß meines Beitrages genauer beantworten lassen.

Startpunkt ist die These, daß Rückstellungen, die künftige, in bezug auf Höhe und/oder Zeitpunkt des Anfalls unsichere Zahlungsbelastungen aufwandsmäßig antizipieren, Einfluß auf den Wert des Unternehmens nehmen. Während diese These auf Zustimmung treffen wird, ist weniger klar, woher die Werteffekte stammen und wie exakt sie im Bewertungskalkül abgebildet werden können. Diesen Fragen geht dieser Beitrag nach. Ich unterstelle im folgenden Rückstellungen mit Verpflichtungscharakter, hinter denen somit ein rechtlicher oder faktischer Leistungszwang gegenüber Dritten steht. Ihre steuerliche Anerkennung im Zeitpunkt der Bildung wird angenommen. Pensionsrückstellungen werden explizit nicht betrachtet.

Die Analyse beginnt in Abschnitt B. mit der Frage, welche Verwendungsalternativen für durch eine Rückstellungsbildung zunächst ausschüttungsgesperrten Mittel in Frage kämen und welche Werteffekte zu erwarten sind. Durch Rückstellungsbildung „gebundene“ Mittel können prinzipiell das Investitionsvolumen erhöhen (wobei die Annahme des Aufbaus von Finanzanlagen verbreitet ist), das realisierte Fremdkapitalvolumen reduzieren und schließlich Eigenkapital ersetzen. Mischlösungen sind ebenso denkbar.

Abschnitt C. greift die Frage auf, welche Folgerungen für geforderte Renditen der Eigentümer und durchschnittliche Kapitalkostensätze in einem einfachen Gewinnsteuersystem gezogen werden können, wenn eine spezifische Kalkülform gewählt wird, die die zu Rückstellungen führenden Sachverhalte in die steuerlichen

* Prof. Dr. Dr. h.c. *Jochen Drukarczyk*, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Universität Regensburg. Gekürzte Fassung des am 19. Juni 2002 an der FU Berlin gehaltenen Vortrags.

Vorteile einerseits und die Zahlungsbelastung andererseits zerlegt. Der Rückgriff auf die Behandlung verzinslichen Fremdkapitals im Bewertungskalkül erweist sich wegen bestehender Strukturähnlichkeiten als didaktisch nützlich.

Abschnitt D. untersucht steuerliche Wertbeiträge, die Rückstellungsbildungen in realitätsnahen Steuerregimen, wie dem Anrechnungsverfahren und dem Halbeinkünfteverfahren unter bestimmten Rahmenbedingungen auslösen.

Abschnitt E. faßt zusammen.

B. Abbildungsmöglichkeiten

In der Literatur¹ werden verschiedene Verknüpfungen zwischen durch Rückstellungsbildung gebundenen Mittel und deren Einsatz hergestellt. Verbreitet sind die Annahmen, die Mittel dienen dem Aufbau von Wertpapierbeständen (Finanzanlagen) oder der Ablösung von Fremdkapital. Beide Annahmen gestatten es, die neben der erwarteten Zahlungsbelastung relevanten Vorteile einer Rückstellungsbildung klar zu beleuchten.

I. Durch Rückstellungsbildung gebundene Mittel finanzieren Finanzanlagen

Die Rückstellungsbildung erfolge im Zeitpunkt 0, die vermutliche Inanspruchnahme in t^* . Die Rückstellungsbildung sei steuerlich anerkannt; die bilanzielle Ausschüttungssperre sei wirksam. Das bilanzielle Unternehmen betreibe eine Jahresüberschuß-bezogene Vollausschüttung. Finanzanlagen erzielen auf Unternehmensebene eine Bruttorendite i_{FA} von 10%. Relevante Steuersätze seien die Gewerbevertragssteuer $s_{GE} = 0,1667$ und ein Einkommensteuersatz $s_I = 0,35$. Verglichen wird ein Unternehmen, das im Zeitpunkt 0 eine Rückstellung in Höhe von 100 bildet² (RS-Unternehmen) und ein ansonsten identisches Unternehmen (V-Unternehmen), das auf die Aufwandsantizipation verzichtet, obwohl es dem gleichen Risiko der Inanspruchnahme aus dem Rückstellungsgrund im Zeitpunkt t^* ausgesetzt ist.

¹ Vgl. z. B. *Bernhard Schwetzler*, Innenfinanzierung durch Rückstellungen, der Erwerb festverzinslicher Wertpapiere und das Informationsdilemma bei Publikums-Gesellschaften, in: *Die Betriebswirtschaft*, 54. Jg. (1994), S. 790–797; *ders.*, Die Kapitalkosten von kurzfristigen Rückstellungen, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 48. Jg. (1996), S. 442–466.

² Von der neuerdings gebotenen Abzinsung steuerlicher Rückstellungsbildung wird vereinfachend abgesehen.

Tabelle 1

Cash-flow auf der Ebene der Eigentümer

RS-Unternehmen	0	1	2	...	t^*
(1) Überschuß vor GewEST und KöSt bzw. ESt	200	200	200	...	200
(2) Inanspruchnahme aus Rückstellungsgrund vor Steuern					-100
(3) Rückstellungsveränderung	(100)				-(100)
(4) Finanzierung des WP-Bestandes	-100				100
(5) Zinserträge <i>nach</i> Steuern		5,42	5,42		5,42
(6) Gewerbeertragssteuer (0,1667)	-16,67	-33,34	-33,34	...	-33,34
(7) Einkommenssteuer (0,35)	-29,17	-58,33	-58,33	...	-58,33
(8) Cash-flow auf der Ebene der Eigentümer	54,16	113,7- 5	113,7- 5	...	113,7- 5

V-Unternehmen	0	1	2	...	t^*
(1) Überschuß vor GewEST und KöSt bzw. ESt	200	200	200	...	200
(2) Inanspruchnahme aus Rückstellungsgrund vor Steuern					-100
(3) Gewerbeertragsteuer (0,1667)	-33,34	-33,34	-33,34	...	-16,67
(4) Einkommensteuer (0,35)	-58,33	-58,33	-58,33	...	-29,17
(5) Cash-flow auf der Ebene der Eigentümer	108,33	108,33	108,33	...	54,16

Aus Sicht der Eigentümer des RS-Unternehmens folgt: Im Zeitpunkt der Rückstellungsbildung in Höhe von ΔRS tritt eine Ausschüttungsverkürzung in Höhe von $\Delta RS (1 - s_{GE})(1 - s_I)$ ein, die offensichtlich um steuerliche Effekte gemildert wird. Die betragsgleiche Ausschüttungsverkürzung tritt beim V-Unternehmen, das die Inanspruchnahme zu Lasten der Ausschüttung finanziert, erst in t^* ein. Das RS-Unternehmen schüttet in den Perioden $t = 1, 2, \dots, t^*$ zusätzlich Zinserträge in Höhe von $\Delta RS i_{FA}(1 - s_{GE})(1 - s_I) = 5,42$ aus. Die Inanspruchnahme aus dem Rückstellungsgrund in t^* wird durch die Veräußerung des Wertpapierbestandes finanziert. Im Ergebnis bestehen die Ausschüttungsdifferenzen im Vergleich zum V-Unternehmen in den folgenden Zahlungen, und zu beantworten ist, ob die Eigen-

Tabelle 2

Ausschüttungsdifferenzen

0	1	2	... t*
$-\Delta RS(1 - s_{GE}) = (1 - s_I)$	$i_{FA} \Delta RS(1 - s_{GE}) = (1 - s_I)$	...	$-\Delta RS(1 - s_{GE}) = (1 - s_I)$
Ausschüttungsminderung Nettoertrag aus WP-Beständen von $t = 1$ bis t^* Mehrausschüttung			

tümer des V-Unternehmens eine äquivalente Position zu der des RS-Unternehmens einnehmen können. Die Antwort der Literatur ist eindeutig: Sie können es nicht. Zwar erzielen sie einen Renditevorteil, wenn man unterstellt, daß auch für sie die Bruttorendite i_{FA} erreichbar ist, wenn sie Ausschüttungen risikolos anlegen, weil auf privater Ebene die Belastung mit Gewerbeertragsteuer entfällt, ihre Nach-Steuer-Rendite also $i_{FA}(1 - s_I)$ beträgt. Zugleich begegnen sie einem Volumensnachteil: Auf Unternehmensebene wird ein Betrag von $\Delta RS = 100$ in Finanzanlagen investiert, auf Investorenebene kann nur die relative Mehrausschüttung des V-Unternehmens, also $\Delta RS(1 - s_{GE})(1 - s_I) = 54,16$ angelegt werden. Der Volumensnachteil überkompensiert (im oben unterstellten Anrechnungsverfahren) den relativen Renditevorsprung. Folglich muß der Wert des RS-Unternehmens den des V-Unternehmens übersteigen.

II. Durch Rückstellungen gebundene Mittel ersetzen verzinsliches Fremdkapital

Die soeben angestellten Überlegungen können auf diesen Fall übertragen werden. Verzinsliches Fremdkapital wird in $t = 0$ in Höhe von ΔRS abgelöst; bei Inanspruchnahme in t^* wird verzinsliches Fremdkapital wieder aufgenommen. Die temporäre Freisetzung erspart nach Steuern und bei Unterstellung von Dauerschulden Zahlungen in Höhe von $i_v \Delta RS (1 - 0,5s_{GE})(1 - s_I)$, die die Ausschüttungen an die Eigentümer des RS-Unternehmens entsprechend erhöhen. Die Ausschüttungsdifferenzen zwischen RS- und V-Unternehmen entsprechen prinzipiell denen in Tabelle 2: An die Stelle von Erträgen aus Finanzanlagen nach Steuern treten Ersparnisse aus nicht zu leistenden Zinszahlungen nach Steuern. Der „Volumeneffekt“³ hat die gleiche Größe wie in Abschnitt 1; der „Renditeeffekt“⁴ besteht in der

³ So die von B. Schwetzler geprägten Begriffe, vgl. Fußnote 1.

⁴ Tilgen die Investoren z. B. private Kredite, sparen sie $i_v^p(1 - s_I)$, wobei i_v^p den Zinssatz für private Kredite bezeichnet. Der „Renditeeffekt“ ist positiv, solange $i_v^p < i_v(1 - 0,5s_{GE})$.

Differenz zwischen den Kosten verzinslichen Fremdkapitals auf Unternehmensebene nach Steuern und der Rendite nach Steuern, die die Eigentümer des V-Unternehmens aus der risikoäquivalenten Verwendung der Mehrausschüttung im Zeitpunkt 0 erzielen.⁵

III. Durch Rückstellungen gebundene Mittel ersetzen Eigenkapital

Die Annahme einer Paketbildung aus durch Rückstellungsbildung generierten Mitteln und Wertpapierbeständen hat eine Erweiterung des Investitionsvolumens des RS-Unternehmens im Vergleich zum V-Unternehmen zur Folge. Die Paketbildung „Rückstellungsbildung und Ablösung von verzinslichem Fremdkapital“ läßt das Investitionsvolumen untangiert und ändert stattdessen die Passivseite dort, wo diese Ansprüche Dritter dokumentiert. Nun könnten durch Rückstellungen gebundene Mittel auch Eigenkapital ersetzen: Das Investitionsvolumen bei RS- und V-Unternehmen ist identisch; die Kapitalstrukturen differieren, weisen aber gleiche Bestände an verzinslichem Fremdkapital auf.

	RS-Unternehmen			V-Unternehmen		
durch RS gebundene Mittel ersetzen verzinsliches Fremdkapital	VG	EK		VG	EK	
		RS			FK	
		FK				
durch RS gebundene Mittel ersetzen Eigenkapital	VG	EK		VG	EK	
		RS			FK	
		FK				

Abbildung 1: Passivstrukturen bei alternativen Mittelverwendungen

Ist die Ausschüttung des V-Unternehmens Bezugspunkt, muß die Ausschüttung des RS-Unternehmens so eingestellt werden, daß die Vorgabe, die Abbildung 1 für die Kapitalstruktur zeigt, erfüllt wird: Das RS-Unternehmen realisiert höhere Ausschüttungen, wobei der Einfluß des geltenden Steuerregimes zu beachten ist. Gegebenenfalls sind Gewinnrücklagen aufzulösen bzw. ist das Eigenkapital herabzusetzen, um gesellschaftsrechtliche Ausschüttungssperren auszuhebeln.

Angenommen, im Zeitpunkt 0 sei eine Investition von 100 erforderlich, um das Niveau der Überschüsse auf dem erreichten Niveau zu halten. Wie das V-Unter-

Wegen der prinzipiellen Dominanz des Volumenvorteils folgt, daß die Rückstellungsbildung für die Eigentümer von Vorteil ist.

⁵ Das Risiko der Inanspruchnahme des Unternehmens aus dem Rückstellungsgrund wird als nicht abwendbar angenommen; es ist unabhängig von der Rückstellungsbildung und mindert den Wert von V- und RS-Unternehmen gleichermaßen.

nehmen diese Mittel bereitstellt, hängt vom Steuerregime und dem Niveau des Innenfinanzierungsvolumens ab. In Tabelle 3 wird unterstellt, daß das Anrechnungsverfahren gilt und Eigentümer Mittel (wegen $s_I < s_K^T$) per Wiedereinlage bereitstellen.

Tabelle 3
Cash-flow der Eigentümer im V-Unternehmen

	0	1	2	...	t^*
(1) Überschuß vor GewESt und Est	200	200	200	...	200
(2) Inanspruchnahme aus Rückstellungsgrund					-100
(3) GewESt ($s_{GE} = 0,1667$)	- 33,34	- 33,34	- 33,34	...	- 16,67
(4) Investitionen	-100	-	-	...	-
(5) Ausschüttungen	166,67	166,67	166,67		83,33
(6) Einkommensteuer ($s_I = 0,35$)	- 58,33	- 58,33	- 58,33	...	- 29,17
(7) Wiedereinlage der Eigentümer	100	-	-		-
(8) Cash-flow der Eigentümer	8,33	108,34	108,34	...	54,16

Das RS-Unternehmen finanziert die Investition über eine Rückstellungsbildung im Umfang von $\Delta RS = 100$, die der Eigenkapitalerhöhung im V-Unternehmen entspricht. Im Zeitpunkt der Inanspruchnahme aus dem Rückstellungsgrund, also in t^* , legen die Eigentümer Eigenkapital (100) ein. Ab t^* sind somit die Kapitalstrukturen beider Unternehmen identisch.

Tabelle 4
Cash-flow der Eigentümer im RS-Unternehmen

	0	1	2	...	t^*
(1) Überschuß vor GewESt und Est	200	200	200	...	200
(2) Inanspruchnahme aus Rückstellungsgrund					-100
(3) Rückstellungsveränderung	(100)				(-100)
(4) GewESt ($s_{GE} = 0,1667$)	- 16,67	- 33,34	- 33,34	...	-33,34
(5) Investitionen	-100	-	-	...	-
(6) Ausschüttungen	83,33	166,66	166,66		166,66
(7) Einkommensteuer ($s_I = 0,35$)	- 29,17	- 58,33	- 58,33	...	- 58,33
(8) Ausschüttung nach Est	54,16	108,34	108,34	...	108,34
(9) Wiedereinlage der Eigentümer	-	-	-	...	-100
(10) Cash-flow der Eigentümer	54,16	108,34	108,34	...	8,33

Die Ausschüttungsdifferenzen zugunsten des RS-Unternehmens sehen so aus:

Tabelle 5
Ausschüttungsdifferenzen

0	1	2		t*
$\Delta RS[s_{GE}(1 - s_I) + s_I]$ = 45,83	0	0	...	$-\Delta RS[s_{GE}(1 - s_I) + s_I]$ = -45,83
Mehrausschüttung				Minderausschüttung

Im Zeitpunkt der Bildung der Rückstellung erfolgt jetzt eine Mehrausschüttung; ihr Volumen entspricht dem aus der Bildung von ΔRS folgenden steuerlichen Vorteil. Die Minderausschüttung reflektiert den Nachteil, wenn das V-Unternehmen den steuerlichen Vorteil in t^* nachholt. Da die Vorverlegung des steuerlichen Vorteils ohne Nachteil ist, sollte der Wert des RS-Unternehmens den des V-Unternehmens übersteigen.

IV. Zwischenergebnis

Als Zwischenergebnis kann festgehalten werden: Die Paketbildung „Rückstellungen-Finanzanlagen“ oder „Rückstellungen-Fremdkapital“ ist aus didaktischen Gründen nützlich. Auch Eigenkapital kann ersetzt werden und natürlich sind auch „Mehrschichten-Pakete“ möglich. Dies erleichtert den Umgang mit Fällen, in denen der Rückstellungsbestand das verzinsliche Fremdkapitalvolumen oder die Finanzanlagen übersteigt. Rückstellungen signalisieren wertsenkende Zahlungsbelastungen. Ihr werterhöhender Effekt resultiert aus steuerlichen Effekten. Diese werden unten ausführlicher betrachtet.

C. Rückstellungen und Unternehmenswert

Nun soll die Form des Bewertungskalküls näher betrachtet werden. Präsentiert wird eine Kalkülform, die die Werteinflüsse von Rückstellungen in Analogie zum Werteinfluß verzinslichen Fremdkapitals entwickelt.

I. Analogie: Verzinsliches Fremdkapital
und Unternehmenswert

Ich unterstelle ein einfaches Steuersystem, in dem Überschüsse auf Unternehmensebene mit einer Gewinnsteuer (s_K) belegt werden. Steuerliche Bemessungs-

grundlagen seien generell positiv; die Fremdkapitalbestände F_t seien autonom vorgegeben. Zinszahlungen sind (natürlich) steuerlich abzugsfähig. Der Werteinfluß des Einsatzes verzinslichen Fremdkapitals läßt sich zerlegen in den Wert der steuerlichen Vorteile (ΔV) und den Wert der Zahlungsansprüche der Gläubiger. Der Unternehmensgesamtwert (V^F) setzt sich zusammen aus dem Wert bei Eigenfinanzierung (V^E) und ΔV . Der Wert des Eigenkapitals (E^F) ergibt sich aus $V^F - F$. Unterstellt man den Rentenfall mit einem ab $t = 0$ vorgegebenen Fremdkapitalbestand F , gilt für die von den Eigenkapitalgebern geforderte Rendite bei der realisierten Verschuldung (1):

$$(1) \quad k_s^F = k + (k - i)(1 - s_K) \frac{F}{E} .^6$$

Für den durchschnittlichen Kapitalkostensatz WACC folgt

$$(2) \quad WACC = k \left[1 - s_K \frac{F}{V^F} \right] .$$

Im Nicht-Rentenfall gilt für die geforderte Rendite der Eigentümer (3):

$$(3) \quad k_t^F = k + (k - i) \frac{F_{t-1} - \Delta V_{t-1}}{E_{t-1}} .$$

WACC ist gemäß (4) definiert:

$$(4) \quad WACC_t = k_t^F \frac{E_{t-1}}{V_{t-1}^F} + i(1 - s_K) \frac{F_{t-1}}{V_{t-1}^F} ;$$

setzt man (3) ein, folgt (4'):

$$(4') \quad WACC_t = k \left[1 - \frac{\Delta V_{t-1}}{V_{t-1}^F} \right] + i \left[\frac{\Delta V_{t-1} - s_K F_{t-1}}{V_{t-1}^F} \right] .$$

ΔV_{t-1} ist der Barwert der mit i diskontierten, aus der deterministischen Entwicklung von F_t folgenden steuerlichen Vorteile am Ende der Vorperiode.

Nun können die steuerlichen Vorteile auch unsicher sein, weil die steuerlichen Bemessungsgrundlagen nicht ausreichend dimensioniert sind, der Verschuldungsumfang an V_t^F oder V_t^E gekoppelt wird, also atmet, oder weil das finanzielle Leistungsvermögen des Unternehmens schwächelt. Für den Fall der atmenden, an V_t^F

⁶ Formel (1) setzt sichere steuerliche Vorteile voraus. Dies ist deshalb problematisch, weil die als konstant vorausgesetzte, von den Eigenkapitalgebern bei reiner Eigenfinanzierung geforderte Risikoprämie in Höhe von $k - i$ eine zeitliche Entwicklung des bewertungsrelevanten Cash-flows voraussetzt, der auf Dauer keine sicheren steuerlichen Vorteile für ein in $t = 0$ fixiertes Fremdkapitalvolumen zuläßt.

andockenden Fremdkapitalbestände haben Miles/Ezzell eine Antwort gegeben.⁷ Die geforderte Rendite der Eigentümer ist definiert durch (5) und der durchschnittliche Kapitalkostensatz durch (6).

$$(5) \quad k_t^F = k + (k - i) \frac{F_{t-1} - \frac{siF_{t-1}}{1+i}}{E_{t-1}^F}.$$

$$(6) \quad WACC_t = k \left[1 - \frac{\frac{siF_{t-1}}{1+i}}{V_{t-1}^F} \right] + i \left[\frac{\frac{isF_{t-1}}{1+i} - sF_{t-1}}{V_{t-1}^F} \right].$$

Harris/Pringle⁸ haben vorgeschlagen, auf die Beachtung des einzigen risikolosen steuerlichen Vorteils in Periode 1 zu verzichten und die Formeln deutlich zu vereinfachen:

$$(7) \quad k_t^F = k + (k - i) \frac{F_{t-1}}{E_{t-1}^F}.$$

$$(8) \quad WACC_t = k - is \frac{F_{t-1}}{V_{t-1}^F}.$$

II. Rückstellungen: Prinzip der Bewertung

Analog zu Abschnitt I. soll eine analoge Problemzerlegung erfolgen in a) steuerliche Wirkungen und b) Belastung des Unternehmenswertes durch Rückstellungsspezifische Zahlungen („Inanspruchnahmen“ IR). Eine Paketbildung i. S. d. Abschnittes B. 1. bzw. B. 2. unterbleibt: Durch Rückstellungen gebundene Mittel ersetzen Eigenkapital. Die Wertermittlung folgt den Prinzipien des APV-Ansatzes. Die Überlegungen passen auf Rückstellungen mit Verpflichtungscharakter wie z. B. Garantierückstellungen, Rückstellungen für Altlastensanierung, Schadenersatzprozesse, Rekultivierung, Stilllegung von Kernkraftwerken. Es gilt:

$$(9) \quad V_t^R = V_t^E + \Delta V_t^R = E_t^R + R_t$$

⁷ James A. Miles/John R. Ezzell, The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Bd. 15, 1980, S. 719–730.

⁸ Richard S. Harris/John J. Pringle, Risk-Adjusted Discount Rates – Extensions from the Average-Risk Case, in: The Journal of Financial Research, Bd. 8, 1985, S. 237–244.

für den Unternehmensgesamtwert und⁹

$$(10) \quad k_t^R = k + (k - i) \frac{R_{t-1} - \Delta V_{t-1}^R}{E_{t-1}^R}$$

für die geforderte Rendite der Eigentümer.

Der durchschnittliche Kapitalkostensatz WACC ist analog zu (4') gemäß (11) zu definieren.

$$(11) \quad WACC_t = k \left[1 - \frac{\Delta V_{t-1}^R}{V_{t-1}^R} \right] + i \frac{\Delta V_{t-1}^R}{V_{t-1}^R} - \frac{sZR_t}{V_{t-1}^R} \cdot^{10}$$

III. Beispiel¹¹

Gegeben sind Planbilanzen und Plan-GuV-Rechnungen der Value AG in Tabelle 6. Das unterstellte Steuerregime kennt nur eine Gewinnsteuer, die Überschüsse auf Unternehmensebene unabhängig von deren Verwendung mit $s_K = 0,40$ besteuert. Einkommensteuer werde nicht erhoben. Die geforderte Rendite bei ausschließlicher Eigenfinanzierung sei $k = 0,10$.

Zunächst ist der Wert bei Eigenfinanzierung zu berechnen (V_t^E). Tabelle 7 berichtet die Ausschüttungen und die resultierenden Unternehmenswerte.

Tabelle 8 zeigt die Berechnung der steuerlichen Vorteile a) aus dem Einsatz verzinslichen Fremdkapitals und b) aus den Zuführungen zur Rückstellung (ZRS). Daß der steuerliche Vorteil, der aus ZRS folgt, den aus dem Einsatz verzinslichen Fremdkapitals übersteigt, ist ein interessanter Nebenaspekt, auf den zurückzukommen ist. Zeile (12) weist den Unternehmensgesamtwert unter der Prämisse *sicherer* steuerlicher Vorteile aus. Der risikolose Diskontierungssatz i ist mit 0,07 angesetzt. IR_t in Zeile (14) gibt die Inanspruchnahmen aus Rückstellungsgründen an; R_t zeigt den Barwert der erwarteten Inanspruchnahmen, wobei auch hier vereinfachend

⁹ Es bezeichnen: V_t^R = Unternehmenswert bei teilweiser Finanzierung durch Rückstellungen

ΔV_t^R = Rückstellung-bedingter Steuervorteil

E_t^R = Wert des Eigenkapitals bei partieller Finanzierung durch Rückstellungen

R_t = Wert der die Rückstellungsbildung auslösenden Zahlungsansprüche

V_t^E = Wert bei Eigenfinanzierung.

¹⁰ Sollten Auflösungen von Rückstellungen (AR_t) stattfinden, weil Rückstellungsgründe entfallen oder die Dotierung zu groß war, heißt der letzte Term $\frac{s(ZR_t - AR_t)}{V_{t-1}^R}$.

¹¹ Das Beispiel ist entnommen aus J. Drukarczyk, /A. Schüler, Rückstellungen und Unternehmensbewertung in: Werte messen – Werte schaffen, Festschrift für Karl-Heinz Maul, H. Arnold u. a. (Hrsg.), Wiesbaden 2000, S. 22–26.

Tabelle 6
Daten der Value AG

Bilanz	t=0	1	2	3	4ff
Sachanlagevermögen	10.000,0	10.200,0	10.710,0	11.459,7	11.459,7
Netto-Umlaufvermögen	9.900,0	9.960,0	10.159,2	10.057,6	10.057,6
Bilanzsumme	19.900,0	20.160,0	20.869,2	21.517,3	21.517,3
Eigenkapital	11.000,0	11.707,4	12.457,6	13.145,8	13.145,8
Rückstellungen	3.000,0	3.024,0	3.048,5	3.073,6	3.073,6
Verzinsliches Fremdkapital	5.900,0	5.428,6	5.363,1	5.297,9	5.297,9
Bilanzsumme	19.900,0	20.160,0	20.869,2	21.517,3	21.517,3
GuV					
Umsatzerlöse		12.000,0	12.240,0	12.117,6	12.481,1
Betriebliche Aufwendungen		6.840,0	6.976,8	6.907,0	7.114,2
Abschreibungen		1.250,0	1.275,0	1.338,8	1.432,5
Zuführung zu Rückstellungen		480,0	490,4	501,2	512,2
Zinsaufwand		413,0	380,0	375,4	370,9
Gewinn vor Steuern		3.017,0	3.117,8	2.995,2	3.051,3
Steuern		1.206,8	1.247,1	1.198,1	1.220,5
Jahresüberschuß		1.810,2	1.870,7	1.797,1	1.830,8
Dividende		1.102,8	1.120,5	1.108,9	1.830,8
Rücklagenzuführung		707,4	750,2	688,2	0,0
Finanzplan					
Umsatzerlöse		12.000,0	12.240,0	12.117,6	12.481,1
Betriebliche Aufwendungen		6.840,0	6.976,8	6.907,0	7.114,2
Inanspruchnahme Rückstellung		456,0	465,9	476,1	512,2
Steuern		1.206,8	1.247,1	1.198,1	1.220,5
Investitionen		1.510,0	1.984,2	1.986,9	1.432,5
Zinsaufwand		413,0	380,0	375,4	370,9
Tilgung		471,4	65,5	65,2	0,0
Ausschüttung		1.102,8	1.120,5	1.108,9	1.830,8
Gesamter Cash-flow auf Unternehmensebene		0,0	0,0	0,0	0,0

Tabelle 7
Ausschüttungen und Unternehmenswerte bei Eigenfinanzierung

	0	1	2	3	4 ff.
(1) Umsatzerlöse		12.000,0	12.240,0	12.117,6	12.481,1
(2) Betriebliche Aufwendungen		6.840,0	6.976,8	6.907,0	7.114,2
(3) Steuern		1.564,0	1.595,3	1.548,7	1.573,8
(4) Auszahl. für Investition		1.510,0	1.984,2	1.986,9	1.432,5
(5) Thesaurierung (nachrichtlich)		260,0	709,2	648,1	–
(6) Ausschüttung	0	2.086,0	1.683,7	1.675,0	2.360,6
(7) V_t^E	22.282,1	22.424,4	22.983,1	23.606,4	23.606,4

Tabelle 8

Steuerliche Vorteile und Barwerte

	0	1	2	3	4 ff.
(8) steuerlicher Vorteil aus F		165,2	152,0	150,2	148,3
(9) $\Delta V_t(F)$	2.139,6	2.124,2	2.120,9	2.119,2	2.119,2
(10) steuerlicher Vorteil aus ZRS		192,0	196,2	200,5	204,9
(11) $\Delta V_t(RS)$	2.903,6	2.914,9	2.922,7	2.926,9	2.926,9
(12) $V_t^{F,R} = V_t + \Delta V_t(F) + \Delta V_t(RS)$	27.325,3	27.463,5	28.026,7	28.652,5	28.652,5
(13) F_t	5.900,0	5.428,6	5.363,1	5.297,9	5.297,9
(14) IR_t		456,0	465,9	476,1	512,2
(15) R_t	7.194,7	7.242,3	7.283,4	7.317,1	7.317,1
(16) $E_t^{F,R} = V_t^{F,R} - F_t - R_t$	14.230,6	14.792,5	15.380,2	16.037,4	16.037,4

angenommen ist, daß die Inanspruchnahmen mit Sicherheit erfolgen. Zeile (16) zeigt den Wert des Eigenkapitals.

Mit Hilfe der leicht zu modifizierenden Formeln (10) und (11) könnten die Werte $V_t^{F,R}$ und $E_t^{F,R}$ ebenfalls berechnet werden. Die Modifikation ist notwendig, weil im Beispiel verzinsliches Fremdkapital *und* Rückstellungen gemeinsam auftreten. Dann nämlich gilt (12) bzw. (13):

$$(12) \quad k_t^{F,R} = k + (k - i) \frac{R_{t-1} + F_{t-1} - \Delta V_{t-1}(F) - \Delta V_{t-1}(RS)}{V_{t-1}^{F,R}}.$$

$$(13) \quad WACC_t = k \left[1 - \frac{\Delta V_{t-1}(F) + \Delta V_{t-1}(RS)}{V_{t-1}^{F,R}} \right] + i \frac{\Delta V_{t-1}(F) + \Delta V_{t-1}(RS)}{V_{t-1}^{F,R}} - \frac{sZRS}{V_{t-1}^{F,R}} - \frac{isF_{t-1}}{V_{t-1}^{F,R}}.^{12}$$

Oben wurde die Annahme gesetzt, Rückstellungserhöhungen ΔRS ersetzen Eigenkapital. Die Rückstellungszunahme ΔRS in Periode 1 beträgt 24. Die Thesaurierung bei Eigenfinanzierung beträgt in $t = 1$ 260.¹³ Bei der von der Value AG realisierten Kapitalstruktur beträgt die Thesaurierung 707,4 in Periode 1.¹⁴ Dieser Betrag setzt sich zusammen aus 260 für die Finanzierung des Investitionsvolu-

¹² Für Periode 1 berechnet sich WACC so:

$$\begin{aligned} WACC_1 &= 0,10 \left[1 - \frac{5.043,2}{27.325,3} \right] + 0,07 \frac{5.043,2}{27.325,3} - \frac{0,4 \cdot 480}{27.325,3} - \frac{0,4 \cdot 413}{27.325,3} \\ &= 0,081542 + 0,01292 - 0,00703 - 0,00605 = 0,08139. \end{aligned}$$

¹³ Vgl. Tabelle 7.

¹⁴ Vgl. Tabelle 6.

mens, 471,4 für den Abbau des Fremdkapitalvolumens von 5.900 auf 5.428,6 abzüglich der Differenz Zuführung zur Rückstellung ($ZRS = 480$)¹⁵ minus Inanspruchnahme ($IR = 456$): Damit ist der Bestand an Eigenkapital um 24 kleiner als er ohne Rückstellungsbildung wäre.

Das Kalkül ist natürlich vereinfacht, weil Sicherheit der steuerlichen Vorteile und der Inanspruchnahmen unterstellt wurde. Beides ist aus unterschiedlichen Gründen nicht ganz realistisch. Die steuerlichen Vorteile hängen von der Dimensionierung der steuerlichen Bemessungsgrundlagen vor Zuführung und der Antizipierbarkeit der Zuführungen ab. Das Risiko der Inanspruchnahmen ist fallabhängig, also bei Garantieleistungen anders als bei Inanspruchnahmen aus Patentverletzungen. Prinzipiell leidet die oben aufgezeigte Zerlegbarkeit des Problems hierunter nicht.

D. Steuerregime, Rückstellungen und zurechenbare steuerliche Vorteile

In Abschnitt C. wurden die steuerlichen Vorteile im Schatten eines sehr einfachen Steuerregimes definiert. In komplexeren Steuerregimen sind die steuerlichen Wirkungen von verzinslichem Fremdkapital und Rückstellungen vielfältiger. Es entstehen wegen der Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen und Zuführungen zu Rückstellungen auf Unternehmensebene steuerliche Ersparnisse, die gegebenenfalls um Wirkungen der Einkommensteuer zu ergänzen sind. Diese bezeichne ich als Unternehmensteuereffekte. Daneben resultieren Einkommensteuereffekte. Diese treten auf, wenn ein F- bzw. RS-Unternehmen eine im Vergleich zum Bezugspunkt des eigenfinanzierten Unternehmens veränderte Ausschüttungsstruktur anbietet, die die Belastung mit Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer berührt. Auslöser sind insbesondere die Aufnahme bzw. Tilgung von Fremdkapital und der Aufbau bzw. das Abschmelzen von Rückstellungsbeständen.

Die steuerlichen Wirkungen sollen für das Regime des Anrechnungsverfahrens und des Halbeinkünfteverfahrens beispielhaft aufgezeigt werden.

I. Anrechnungsverfahren

Ich wähle folgenden Aufbau: Gestartet wird mit dem Fall der vollständigen Eigenfinanzierung (Fall A). Es folgen die Fälle B und C mit positiver bzw. negativer Veränderung des Fremdkapitalvolumens. Diese beiden Fälle werden betrachtet, um Ähnlichkeiten und Unterschiede zu den Fällen D und E aufzuzeigen, in denen ein Rückstellungsbestand aufgebaut bzw. abgeschmolzen wird. Unterfüttert werden alle Fälle mit den Daten der Value AG aus Periode 1. Die folgenden Steuersätze werden gesetzt:

¹⁵ Vgl. Tabelle 6.

$s_{GE} = 0,1667$; $s_I = 0,35$; $s_k^T = 0,40$; $s_k^A = 0,30$. Der Fremdkapitalzinssatz i_V ist 0,07. Steuerbemessungsgrundlagen sind auch nach Dotierung von Rücklagen mindestens ausgeglichen.

Fall A:

Ausschüttung bei Eigenfinanzierung nach Einkommensteuer

$$\left[NU - BA - Ab - S_{GE} - \Delta RI^A \left(1 + \frac{s_k^T}{1-s_k^T} \right) \right] (1-s_I); \Delta RI = I - Ab = 1.510 - 1.250 = 260.$$

$$[12.000 - 6.840 - 1.250 - 651,8 - 260 - 173,3](1 - 0,35) = 1.836,2.$$

$$S_K^T = \Delta RI^A \frac{s_k^T}{1-s_k^T} = 260 \cdot 0,6667 = 173,33.$$

$$S_{GE} = s_{GE}[NU - BA - Ab] = 0,1667 \cdot 3.910 = 651,8.$$

Fall A dient als Bezugspunkt für die folgenden Fälle.

Fall B:

Ausschüttung bei Finanzierungsvolumen $F_t - 1 = 5.900$ und Erhöhung des Fremdkapitalvolumens in $t = 1$ um $\Delta F = I - Ab$.

$$\left[NU - BA - Ab - i_V F_{t-1} - S_{GE} - \Delta RI^B \left(1 + \frac{s_k^T}{1-s_k^T} \right) \right] (1-s_I); \Delta F = I - Ab; \Delta RI^B = 0$$

$$S_{GE} = (NU - BA - Ab - i_V F_{t-1}) s_{GE} = 582,9^{16}$$

$$[12.000 - 6.840 - 1.250 - 413 - 582,9 - 0](1 - 0,35) = 1.894,2$$

Die Ausschüttungsdifferenz $B - A$ beträgt 58 und setzt sich wie folgt zusammen:

$$\left. \begin{array}{l} \text{(a) } s_{GE} i_V F_{t-1} (1-s_I) = 44,75 \\ \text{(b) } (\Delta RI^A - \Delta RI^B) \left[1 + \frac{s_k^T}{1-s_k^T} \right] (1-s_I) = 281,67 \\ \text{(c) } -i_V F_{t-1} (1-s_I) = -268,45 \end{array} \right\} = 58$$

Wertrelevant ist aber nicht die Ausschüttungsdifferenz (58), so interessant ihr Zustandekommen auch sein mag. Wertrelevant i. S. d. Unternehmensgesamtwertes V^F ist der Wert des Unternehmens, der eigenfinanziert ist, also der Wert des Unternehmens im Fall A, und die steuerlichen Vorteile des Unternehmens im Fall B, die ein privater Investor, der den Arbitrageempfehlungen von Modigliani / Miller folgt, bei privater Verschuldung nicht erzielen kann. Diese steuerlichen Vorteile bestehen

¹⁶ Volle Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen wird unterstellt.

in dem Unternehmensteuereffekt $s_{GE} i_V F_{t-1} (1 - s_I)$, also Term (a), und den steuerlichen Vorteilen, die die Aufnahme von ΔF in $t = 1$ auslöst. Dieser Wertbeitrag, der hier mit WB^{ES_t} bezeichnet wird (Einkommensteuereffekt), ist wie folgt definiert:

$$WB^{ES_t} = [\Delta R I^A - \Delta R I^B] \left(1 + \frac{s_K^T}{1 - s_K^T} \right) (s_K^T - s_I) = (260 - 0) 1,6667 (0,40 - 0,35) = 21,67.$$

Seine Ursache ist, daß im Fall B wegen ΔF im Vergleich zu A ein Betrag von $260 \cdot 1,6667 = 433,34$ mehr ausgeschüttet werden kann, was eine Einkommensteuerlast von 151,67 auslöst. Die Thesaurierung $\Delta R I^A$ löst hingegen eine (Körperschaftsteuer-)Belastung von 173,34 aus. Die Differenz ist 21,67.¹⁷

Fall C:

Ausschüttung bei Finanzierungsvolumen $F_{t-1} = 5.900$ und Reduktion des Fremdkapitalvolumens in $t = 1$ um $\Delta F = T = 260$.

$$\left[NU - BA - Ab - i_V F_{t-1} - S_{GE} - \Delta R I^C \left(1 + \frac{s_K^T}{1 - s_K^T} \right) \right] (1 - s_I); \Delta R I^C = I - Ab + T = 520.$$

$$[12.000 - 6.840 - 1.250 - 413 - 582,9 - (260 + 260) 1,6667] (1 - 0,35) = 1.330,82.$$

Die Ausschüttungsdifferenz $C - A$ beträgt $-505,38$ und setzt sich wie folgt zusammen:

$$\left. \begin{array}{l} \text{(a) } i_V F_{t-1} s_{GE} (1 - s_I) = 44,75 \\ \text{(b) } (R I^A - R I^C) \left[1 + \frac{s_K^T}{1 - s_K^T} \right] (1 - s_I) = -281,67 \\ \text{(c) } i_V F_{t-1} (1 - s_I) = -268,45 \end{array} \right\} -505,37$$

Relevant für die Bestimmung von V^F ist indessen nur der Unternehmensteuereffekt (a) und der jetzt negative Einkommensteuereffekt:

$$WB^{ES_t} = [\Delta R I^A - \Delta R I^C] \left(1 + \frac{s_K^T}{1 - s_K^T} \right) (s_K^T - s_I) = -21,67.$$

Die durch die Tilgung bedingte höhere Thesaurierung in C verursacht eine um 21,67 höhere Körperschaftsteuerbelastung als eine entsprechende Ausschüttung im Fall A an Einkommensteuer auslöst.

¹⁷ Die für die Ermittlung von V^F wertrelevante Summe aus Unternehmen- und Einkommensteuereffekt ($44,75 + 21,67$) übersteigt die Ausschüttungsdifferenz. Ursache ist, dass die Ausschüttungsdifferenz auch durch wertneutrale Zahlungen gestaltet wird. Wertneutral sind die Zinszahlung (413) und der Austausch von Eigenkapital durch Fremdkapital ($\Delta F = 260$), soweit von Steuerwirkungen abgesehen wird, weil diese auf der Ebene des Anteilseigners, der sich annahmegemäß zum gleichen Zinssatz verschuldet, in gleicher Weise zu leisten wären.

Fall D:

Ausschüttung bei Rückstellungsbildung $ZRS = 260$ im Zeitpunkt 1

Bezugspunkt ist Fall A mit $\Delta RI^A = 260$ und einem Cash-flow nach Einkommensteuer von 1.836,2. Die Ausschüttung im Fall D beträgt:

$$\left[NU - BA - Ab - ZRS - S_{GE} - \Delta RI^D \left(1 + \frac{s_k^T}{1-s_k} \right) \right] (1 - s_I) \text{ mit } \Delta RI^D = I - Ab - ZRS = 0.$$

$$[12.000 - 6.840 - 1.250 - 260 - 608,5 - 0](1 - 0,35) = 1.977.$$

$$S_{GE} = (NU - BA - Ab - ZRS)_{S_{GE}} = 608,5.$$

Die Ausschüttungsdifferenz $D - A$ beträgt 140,84 und setzt sich so zusammen:

- (a) $s_{GE}ZRS(1 - s_I) = 28,17 \rightarrow$ Unternehmensteuereffekt
- (b) $\left[\Delta RI^A \left[1 + \frac{s_k^T}{1-s_k} \right] - ZRS \right] (1 - s_I) = 112,67 \rightarrow$ Entlastung wegen entfallender Körperschaftsteuer

Relevant für die Ermittlung von V^F ist zunächst der Unternehmensteuereffekt (a): Das Unternehmen bewirkt mittels ZRS eine Senkung der Gewerbeertragssteuer, ein Vorteil der dem nicht Rückstellung-bildenden Unternehmen versagt bleibt, und den ein privater Investor nicht duplizieren kann. Dieser Vorteil wird durch die Einkommenbesteuerung gedämpft. Den zweiten relevanten steuerlichen Vorteil (b) bezeichne ich als Einkommensteuereffekt.¹⁸ Auslöser ist, dass das RS-Unternehmen ein Innenfinanzierungsvolumen in Höhe von ZRS aufbaut und deshalb die im Fall A unterstellte Thesaurierung in gleicher Höhe nicht praktizieren muß.¹⁹ Damit entfällt die Thesaurierungsbelastung in Höhe von $\Delta RI \frac{s_k^T}{1-s_k}$. Dieser Vorteil fließt den Eigentümern, verkürzt um die Einkommensteuerbelastung, zu.

Im Fall D entspricht die Summe der beiden Steuereffekte (a) und (b) der Ausschüttungsdifferenz. In bezug auf V^F wertneutrale Zahlungen wie sie im Fall B und C angetroffen wurden finden nicht statt. Ursache ist, daß Investoren ZRS-analoge Bewegungen auf privater Ebene im Gegensatz zum Fall der Finanzierung über Fremdkapital nicht produzieren können.

Bemerkenswert ist weiterhin, daß der Einkommensteuereffekt betragsmäßig weit bedeutungsvoller ist, als der (vermutlich besser bekannte) Unternehmensteuereffekt. Daß dieses Ergebnis sich empirisch bestätigen läßt, zeigt Schlumberger.²⁰

¹⁸ Vgl. *Jochen Drukarczyk*, Unternehmensbewertung, 3. A., München 2001, S. 240–246.

¹⁹ Das V-Unternehmen wird als Teilausschütter präsentiert, der die residuale Dividende (oder den „free cash flow“) ausschüttet. Das V-Unternehmen könnte auch als Vollausschütter gekoppelt mit Wiedereinlagen von Mitteln modelliert werden. Vgl. das Beispiel in Abschnitt III.

²⁰ *Erik Schlumberger*, Der Beitrag sonstiger Rückstellungen zum Unternehmenswert, Regensburger Beiträge zu betriebswirtschaftlichen Forschung, Bd. 36, Frankfurt, Bern, New York, 2002, S. 154–164.

Fall E:

Ausschüttung bei Rückstellungsauflösung wegen Inanspruchnahme ($IR = 260$) in t^* ; Finanzierung durch Thesaurierung

Der bisherige Bezugspunkt (Fall A) ist anzupassen: Auch für A muß die Inanspruchnahme $IR = 260$ unterstellt werden. Diese Modifikation wird mit A^* bezeichnet. Die Ausschüttung im Fall A^* beträgt dann

$$\left[NU - BA - Ab - S_{GE} - IR - \Delta Rl^A \left(1 + \frac{s_K^T}{1-s_K^T} \right) \right] (1 - s_I) = 1.695,33 \text{ mit } \Delta Rl^A = I - Ab$$

$$S_{GE} = 0,1667[12.000 - 6.840 - 1.250 - 260] = 608,46.$$

Die Ausschüttung im Fall E ist definiert durch

$$\left[NU - BA - Ab - S_{GE} - \Delta Rl^A \left(1 + \frac{s_K^T}{1-s_K^T} \right) - IR \left(1 + \frac{s_K^T}{1-s_K^T} \right) \right] (1 - s_I)$$

$$S_{GE} = 0,1667 \left[NU - BA - Ab - \underbrace{IR + AR}_0 \right] = 651,8^{21}$$

$$\left[12.000 - 6.840 - 1.250 - 651,8 - \underbrace{260 \cdot 1,6667}_{\text{Thes.f.I}} - \underbrace{260 \cdot 1,6667}_{\text{Thes.f.IR}} \right] (1 - s_I) = 1.554,49.$$

Die Ausschüttungsdifferenz $E - A^*$ beträgt somit $-140,84$ und entspricht mit umgekehrten Vorzeichen exakt der Differenz $D - A$. Sie setzt sich zusammen aus

$$(a) -s_{GE}ZRS(1 - s_I) = -28,17 \quad \rightarrow \text{Unternehmensteuereffekt}$$

$$(b) IR \frac{s_K^T}{1-s_K^T} (1 - s_I) = -112,67 \quad \rightarrow \text{Einkommensteuereffekt}$$

Die beiden Effekte erklären die Ausschüttungsdifferenz; der Einkommensteuereffekt ist gewichtiger als der Unternehmensteuereffekt.

II. Halbeinkünfteverfahren

Startpunkt der Überlegungen ist Fall A. Es gelten die Steuersätze $s_K = 0,25$; $s_{GE} = 0,1667$; $s_I = 0,35$.

Fall A:

Ausschüttung bei Eigenfinanzierung nach Einkommensteuer

Das eigenfinanzierte Unternehmen sei unverändert Teilausschütter: Finanzielle Mittel, die auf Unternehmensebene zur Finanzierung des geplanten Investitionsvolumens über das generierte Innenfinanzierungsvolumen hinaus benötigt werden,

²¹ AR bezeichnet die Auflösung der Rückstellung.

werden thesauriert. Unterstellt wird außerdem, daß der geplante Eigenkapitalbedarf durch Thesaurierung gedeckt werden kann. Die Ausschüttung im Fall A ist definiert durch:

$$[(NU - BA - Ab - S_{GE})(1 - s_K) - \Delta Rl^A](1 - 0,5s_f) \text{ mit } \Delta Rl^A = I - Ab = 260.$$

$$S_{GE} = s_{GE}[NU - BA - Ab] = 651,80.$$

$$[(12.000 - 6.840 - 1.250 - 651,8)(1 - 0,25) - 260](1 - 0,175) = 1.801,51.$$

Die folgenden Fälle B bis E sind in Anlehnung an die Vorgehensweise in Abschnitt D. I. konzipiert. Auf die Existenz von Altbeständen an verzinslichem Fremdkapital wird indessen verzichtet. Zum einen ist die Begründung für die resultierenden steuerlichen Vorteile, die aus den Zinszahlungen auf Unternehmensebene resultieren, deutlich aufwändiger als im Anrechnungsverfahren.²² Zum anderen ist die in diesem Kontext zu entwickelnde Argumentation nicht von Bedeutung für die Bewertung steuerlicher Vorteile, die aus der Bildung von Rückstellungen resultieren. Die Begründung hierfür ist, daß bei der Beteiligung an einem fremdfinanzierten Unternehmen grundsätzlich die Frage entsteht, wie die Risikodifferenz im Vergleich zum eigenfinanzierten Unternehmen zu berücksichtigen und gegebenenfalls auszugleichen ist. Dieses Problem entsteht bei der Frage nach dem Einfluß von Rückstellungen gerade nicht, da annahmegemäß die unsichere Zahlungsbelastung aus der Inanspruchnahme des Unternehmens (IR) bei dem V- und RS-Unternehmen die *gleiche* ist. Insoweit gibt es im Gegensatz zum Fall der Belastung mit Kapitaldienst keine unterschiedlichen Risikogehalte für V- bzw. RS-Unternehmen.

Fall B:

Ausschüttung bei Fremdkapitalaufnahme in $t = 1$ in Höhe von $\Delta F = I - Ab$
Die Ausschüttung ist definiert durch:

$$[(NU - BA - Ab - S_{GE})(1 - s_K) - (I - Ab - \Delta F)](1 - 0,5s_f) \text{ mit } I - Ab - \Delta F = \Delta Rl^B$$

$$S_{GE} = s_{GE}[12.000 - 6.840 - 1.250] = 651,8$$

$$[(12.000 - 6.840 - 1.250 - 651,8)(1 - 0,25) - (1.510 - 1.250 - 260)](1 - 0,5 \cdot 0,35) = 2.016,01.$$

Die Ausschüttungsdifferenz $B - A$ beträgt 214,50 und entspricht dem Betrag $\Delta F(1 - 0,5s_f)$. ΔF ersetzt genau den Thesaurierungsbetrag (ΔRl^A), der im Fall A realisiert wird. Die Unternehmensteuern werden dadurch nicht berührt, da im

²² Zu einer Begründung vgl. Jochen Drukarczyk/Sebastian Lobe, Discounted Cash flow-Methoden und Halbeinkünfteverfahren (6.6.6) im Handbuch Corporate Finance, A.-K. Achleitner/H. Thoma, (Hrsg.), 2. Aufl., Köln 2002; dies., Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren – Probleme individueller und marktorientierter Bewertung steuerlicher Vorteile in: Betriebsberater, 57. Jg. (2002). BB-Beilage 6 zu Heft 38, S. 2–8. Kern der Begründung ist, daß eine private Verschuldung des Investors keine geeignete Basis zur Spezifizierung des Wertes des steuerlichen Vorteils auf Unternehmensebene ist.

Halbeinkünfteverfahren die Besteuerung von operativen Überschüssen unabhängig von der Verwendung dieser Überschüsse ist. Beeinflußt wird lediglich die Einkommensteuer: Die um ΔF höhere Ausschüttung wird mit $0,5 s_I$ besteuert. Damit liegt ein negativer Einkommensteuereffekt vor: $WB^{Est} = -0,5 s_I \Delta F$.²³

Fall C:

Ausschüttung bei Fremdkapitaltilgung in $t = 1$ um $\Delta F = T = 260$

Die Ausschüttung ist definiert durch:

$$[(NU - BA - Ab - S_{GE})(1 - s_K) - (I - Ab + \Delta F)](1 - 0,5 s_I)$$

mit $I - Ab + \Delta F = \Delta RI^C$ und $S_{GE} = 651,8$

$$[(12.000 - 6.840 - 1.250 - 651,8)(1 - 0,25) - (1.510 - 1.250 + 260)](1 - 0,5 \cdot 0,35) = 1.587,01.$$

Die Ausschüttungsdifferenz $C - A$ beträgt $-214,50$ und entspricht mit umgekehrten Vorzeichen dem Ergebnis aus Fall B: $-\Delta F(1 - 0,5 s_I)$. Der positive Einkommensteuereffekt beträgt $WB^{Est} = 0,5 s_I \Delta F$. Wie im Anrechnungsverfahren divergieren bei Variationen des Fremdkapitalbestandes Ausschüttungsdifferenzen und wertrelevante Steuereffekte.

Fall D:

Ausschüttung bei Rückstellungsbildung $ZRS = 260$ im Zeitpunkt 1

Die Ausschüttung ist definiert durch

$$[(NU - BA - Ab - ZRS - S_{GE})(1 - s_K) - (I - Ab - ZRS)](1 - 0,5 s_I) = 1.881,95$$

$$S_{GE} = s_{GE}[12.000 - 6.840 - 1.250 - 260] = 608,46.$$

Die Ausschüttungsdifferenz zum Fall A beträgt $80,44$ und entspricht

$$ZRS(s_{GE}(1 - s_K) + s_K)(1 - 0,5 s_I) = ZRS s^0(1 - 0,5 s_I) = 260 \cdot 0,375 \cdot 0,825 = 80,44.$$

Dies ist ein auf die Abzugsfähigkeit von ZRS bei Gewerbeertrag- und Körperschaftsteuer zurückgehender Unternehmensteuereffekt, den ein privater Anleger nicht duplizieren kann. Ein Einkommensteuereffekt im Vergleich zum Fall A besteht nicht. Sowohl ΔRI^A als auch ZRS kürzen die Ausschüttung und produzieren somit identische Minderungen an Einkommensteuer.²⁴ Analog zum Anrechnungsverfahren decken sich im Fall D Ausschüttungsdifferenz $C - A$ und der Wertbeitrag, der aus der Rückstellungsbildung resultiert.

²³ U. U. kann dieser Effekt umgangen werden durch Rückzahlung von durch Eigenkapitalgeber eingezahltem Eigenkapital, das dann steuerfrei vereinnahmt wird.

²⁴ Daß ZRS über die produzierte Steuerersparnis die Ausschüttung erhöht, ist im Unternehmensteuereffekt bereits abgebildet.

Fall E:

Ausschüttung bei Rückstellungsauflösung wegen Inanspruchnahme ($IR = 260$) in t^* ; Finanzierung durch Thesaurierung

Der Bezugspunkt Fall A ist anzupassen: Auch für A muß die Inanspruchnahme in Höhe von $IR = 260$ unterstellt werden. Diese Modifikation wird mit A^* gekennzeichnet. Die Ausschüttung im Fall A^* beträgt dann

$$[(NU - BA - Ab - S_{GE} - IR)(1 - s_K) - (I - Ab)](1 - 0,5s_I)$$

$$S_{GE} = s_{GE}[12.000 - 6.840 - 1.250 - 260] = 608,51$$

$$[(12.000 - 6.840 - 1.250 - 608,51 - 260)(1 - 0,25) - (1.510 - 1.250)](1 - 0,5s_I) = 1.667,42.$$

Die Ausschüttung im Fall E beträgt

$$[(NU - BA - Ab - IR + AR - S_{GE})(1 - s_K) - (I - Ab + IR)](1 - 0,5s_I)^{25}$$

$$S_{GE} = s_{GE}[12.000 - 6.840 - 1.250 - 260 + 260] = 651,80$$

$$[(12.000 - 6.840 - 1.250 - 260 + 260 - 651,80)(1 - 0,25) - (1.510 - 1.250 + 260)](1 - 0,5 \cdot 0,35) = 1.587,01.$$

Die Ausschüttungsdifferenz $E - A^*$ beträgt $-80,44$. Sie entspricht mit umgekehrtem Vorzeichen dem Ergebnis aus Fall D und ist zu interpretieren als negativer Unternehmensteuereffekt, da dieser im Fall A^* (also im V-Unternehmen) jetzt realisiert wird, im RS-Unternehmen aber bereits bei Bildung der Rückstellung realisiert wurde: $WB^{USI} = -IRs^0(1 - 0,5s_I)$. Ein Einkommensteuereffekt entsteht nicht: Die Finanzierung der Inanspruchnahme aus dem Rückstellungsgrund im Fall A^* durch Aufwandsverrechnung ist – abgesehen vom bereits erfaßten Unternehmensteuereffekt – im Halbeinkünfteverfahren ebenso teuer wie durch Thesaurierung im Fall E.

E. Ergebnisse

Verschiedene Möglichkeiten, die Verwendung von per Rückstellungsbildung gebundenen Mitteln abzubilden, bieten sich an: Finanzanlagen können aufgebaut, verzinsliches Fremdkapital kann zurückgefahren werden, Eigenkapital kann abgelöst werden. Ausschüttungswirkungen und wertrelevante steuerliche Effekte sind unterschiedlich.

In Bewertungskalkülen kann die Wirkung von Rückstellungen analog zur Behandlung des Einflusses von verzinslichem Fremdkapital abgebildet werden: Die

²⁵ AR bezeichnet die Auflösung der Rückstellung; AR und IR gleichen sich aus; bilanziell und ertragsteuerlich ist die Inanspruchnahme erfolgsneutral.

finanzielle Wirkung wird zerlegt in eine werterhöhende steuerliche Wirkung und in die wertsenkende Zahlungsbelastung aus dem Rückstellungsgrund, die allerdings V- und RS-Unternehmen gleichermaßen trifft.

Von Interesse sind die steuerlichen Wirkungen aus Rückstellungsbildung in verschiedenen Steuerregimen. Prinzipiell resultieren Unternehmensteuer- und Einkommensteuereffekte. In diesem Beitrag wurden diese Effekte am Fall eines Unternehmens, das als Teilausschütter agiert und über ausreichende steuerliche Bemessungsgrundlagen verfügt, aufgezeigt. Im Anrechnungsverfahren erweist sich der Einkommensteuereffekt als bedeutender als der Unternehmensteuereffekt, wenn Rückstellungen Eigenkapital ersetzen.

Im Halbeinkünfteverfahren ist der Unternehmensteuereffekt gewichtiger als im Anrechnungsverfahren. Der Einkommensteuereffekt ist hingegen von geringerer Bedeutung. Wenn – wie oben angenommen – Rückstellungen Eigenkapital ersetzen,²⁶ ist der Einkommensteuereffekt Null. Einkommensteuerlich ist die Finanzierung über ZRS ebenso teuer wie die Finanzierung über gleich hohe Thesaurierung. Gleiches gilt für den Zeitpunkt der Inanspruchnahme in t^* : Es ist einkommensteuerlich ohne Belang, ob die Rückstellung gebildet wurde, Eigenkapital ersetzte und Eigenkapital in Höhe von IR in t^* per Thesaurierung bereitzustellen ist, oder ob IR aus dem operativen Cash-flow geleistet wird.

Literaturverzeichnis

Drukarczyk, Jochen, Unternehmensbewertung, 3. A., München 2000.

Drukarczyk, Jochen / Lobe, Sebastian, Discounted Cash Flow –Methoden und Halbeinkünfteverfahren (6.6.6.), in: Handbuch Corporate Finance, *Achleitner, A. K. / Thoma, H.* (Hrsg.), 2. A., Köln, 2002.

– Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren – Probleme individueller und markt-orientierter Bewertung steuerlicher Vorteile, in: Betriebsberater, 57. Jg., 2002, BB-Beilage 6 zu Heft 38, S. 2–8.

Drukarczyk, Jochen / Schüler, Andreas, Rückstellungen und Unternehmensbewertung, in Werte messen – Werte schaffen, Festschrift für Karl-Heinz Maul zum 60. Geburtstag, *Arnold H. / Englert J. / Eube St.*, Wiesbaden 2000, S. 5–37.

Harris, Richard S. / Pringle, John J., Risk-Adjusted Discount Rates – Extensions from the Average Risk Case, in: The Journal of Financial Research, Bd. 8, 1985, S. 237–244.

Miles, James A. / Ezzell, John R., The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Bd. 15, 1980, S. 719–730.

Schlumberger, Erik, Der Beitrag sonstiger Rückstellungen zum Unternehmenswert, Regensburger Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung, Bd. 36, Frankfurt, Berlin, Bern 2002.

²⁶ Das bei Ausschüttung auf Anteilseignerebene zu versteuern ist.

Schwetzler, Bernhard, Innenfinanzierung durch Rückstellungen, der Erwerb festverzinslicher Wertpapiere und das Informationsdilemma bei Publikums-Gesellschaften, in: Die Betriebswirtschaft, 54. Jg. (1994), S. 790 – 797.

- Die Kapitalkosten von kurzfristigen Rückstellungen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 48. Jg. (1996), S. 442 – 466.

MoMi-WACC is not an Expected Return

By *Andreas Löffler*

A. Introduction

One of the cornerstones of modern finance is the Modigliani-Miller theorem (see Modigliani and Miller (1958) and Modigliani and Miller (1963)) on capital structure of the firm. Modigliani and Miller develop a model of a firm having a perpetual cash flow and constant level of debt and show how it can be evaluated using the now well-known WACC formula.

Our focus will be on the question how these weighted cost of capital can be interpreted. Consider a levered firm in time t having value $\tilde{V}_t^1$. Let $\widetilde{CF}_t$ be the cash flow of the unlevered firm, i.e. except the advantage from debt financing. The textbook discounting rule says that

$$(1) \quad V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[\widetilde{CF}_t]}{(1 + WACC)^t}$$

where WACC are the *cost of capital*. In general, two possible interpretations for the weighted average cost of capital WACC exist.

1. Cost of capital in (1) can be interpreted as (conditional) expected returns. We find a lot of references in the literature stating this point of view.¹ In this case we will give an example where the Modigliani-Miller world is inconsistent: future debt cannot be certain although all other assumptions of the model are met. Hence, the formula relating cost of capital of the levered and the unlevered firm is useless. It will furthermore turn out that the reason for the failure of the Modigliani-Miller theorem in our example is the fact that the future value of the firm is a random variable.
2. Cost of capital can be interpreted as internal rate of return, i.e. as (any) real number satisfying equation (1). In this case we will show that this number will

¹ *Miles and Ezzell* (1980) show in their section 3 that WACC is the expected rate of return on the firm. *Copeland and Weston* (1990, p. 401) use in their capital budgeting formula the term „rate of return“ instead of cost of capital. In *Brealey and Myers* (1996, p. 27) „the discount rate is determined by rates of return prevailing in capital markets“. *deMatos* (2001, p. 43) defines cost of capital explicitly as expected returns.

change in time. Furthermore, the expected return on the project is a random variable. Hence, the valuation model although leading (trivially) to the correct value of the firm is inconsistent in time.

A third approach might be the idea that cost of capital are discount factors for future cash flow streams. This idea was formalized in Laitenberger and Löffler (2002) and there it was shown that this idea follows from the assumption that cost of capital are expected returns.

Usually the Modigliani-Miller formula is applied to the capital market line of the CAPM. In this case cost of capital are evidently expected returns. Our first result therefore shows that the beta form of the Modigliani-Miller results cannot be used if the future value of the firm is uncertain.

B. The Model

Let r_f be the riskless interest rate. We consider a binomial model, i.e. a sequence of iid random variables Y_t having only two realizations: $Y_t(\omega) \in [1 + u, 1 - u]$. Our firm has a cash flow that increases or decreases by Y_t ,

$$(2) \quad \widetilde{CF}_t = \widetilde{CF}_{t-1} \cdot Y_t$$

starting with $CF_0 = 1$. The value of the company is given by the expression

$$(3) \quad \widetilde{V}_t^u = \frac{1 - u^2}{r_f + u^2} \widetilde{CF}_t.$$

We first have to show that our model is free of arbitrage. To this end it is sufficient to show that there is an equivalent martingale measure such that the expected rate of return of the company is equal to the riskless interest rate. Let us take

$$(4) \quad Q(Y_t(\omega) = 1 + u) = \frac{1 - u}{2}, Q(Y_t(\omega) = 1 - u) = \frac{1 + u}{2}.$$

Then the return from holding the share for one period is under the probability Q

$$(5) \quad \begin{aligned} E_Q[\widetilde{CF}_t | F_{t-1}] &= \left(\frac{1 - u^2}{r_f + u^2} + 1 \right) \widetilde{CF}_{t-1} \left(\frac{1 - u}{2} (1 + u) + \frac{1 + u}{2} (1 - u) \right) \\ &= \frac{1 + r_f}{r_f + u^2} (1 - u^2) \widetilde{CF}_{t-1} \\ &= (1 + r_f) \widetilde{V}_{t-1} \end{aligned}$$

verifying that our model is indeed free of arbitrage.

We introduce the subjective probability measure of the investor

$$(6) \quad P(Y_t(\omega) = 1 + u) = 0.5, P(Y_t(\omega) = 1 - u) = 0.5.$$

We now turn to the model of Modigliani and Miller. Let us assume that the levered firm has after cash flow before taxes identical to $\widetilde{CF}_t$. There is a firm income tax τ , interest reduces tax. The levered firm maintains constant amount of debt D . Since the tax advantages from debt are certain we have at time t

$$(7) \quad \widetilde{V}_t^l = \widetilde{V}_t + \sum_{s=t+1}^{\infty} \frac{\tau r_f D}{(1 + r_f)^{s-t}} = \widetilde{V}_t + \tau D.$$

This valuation formula holds regardless whether cost of capital are interpreted as expected returns or as internal rate of return.

I. Cost of Capital as Expected Returns

Let us assume that cost of capital are expected returns given the subjective probability measure P . Then for the unlevered firm

$$(8) \quad \begin{aligned} k^u &:= \frac{E[\widetilde{V}_{t+1} + \widetilde{CF}_{t+1} | F_t]}{\widetilde{V}_t} - 1 \\ &= \frac{\frac{1+u+1-u}{2} \left(1 + \frac{r_f + u^2}{1-u^2}\right) \widetilde{V}_t^u}{\widetilde{V}_t^u} - 1 \\ &= \frac{1+r_f}{1-u^2} - 1. \end{aligned}$$

The cost of equity of the unlevered firm are constant as assumed in the Modigliani-Miller world. We now turn to the weighted average cost of capital. Since these cost of capital are also expected returns

$$(9) \quad \begin{aligned} WACC &:= \frac{E[\widetilde{V}_t^l + \widetilde{CF}_t | F_{t-1}]}{\widetilde{V}_{t-1}^l} - 1 \\ &= \frac{E[\widetilde{V}_t^u + \tau D + \widetilde{CF}_t | F_{t-1}]}{\widetilde{V}_{t-1}^u + \tau D} - 1 \\ &= \frac{(1+k^u)\widetilde{V}_{t-1}^u + \tau D}{\widetilde{V}_{t-1}^u + \tau D} - 1 \\ &= \frac{k^u}{1 + \tau \frac{D}{\widetilde{V}_{t-1}^u}} \end{aligned}$$

If WACC and k^u are constant, the last equation is a contradiction. The left hand side is not a random variable although the right hand side depends on time and states of nature. In our example the assumptions of Modigliani and Miller are contradictory, if debt is constant the WACC cannot be the same at every period in time.

To understand the underlying difficulty let us return to the last equation. Assume the value of the firm would not be a random variable and furthermore constant. Then

$$(10) \quad \begin{aligned} WACC &= \frac{k^u}{1 + \tau \frac{D}{V^I - \tau D}} \\ &= \frac{k^u}{1 + \frac{\tau l}{1 - \tau l}} = k^u(1 - \tau l) \end{aligned}$$

and this is the classical Modigliani-Miller formula. Our problem stems from the fact that the value of the levered firm is uncertain. In this case a constant WACC implies that the future leverage ratios are deterministic – and hence debt cannot be deterministic too. The model of Modigliani and Miller does not work.

II. Cost of Capital as Internal Rate of Return

We already mentioned that cost of capital could also be interpreted as internal rate of return. In this case the cost of equity of the unlevered firm is defined as the real number k^u that satisfies

$$(11) \quad V_0^u = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[\widetilde{CF}_t]}{(1 + k^u)^t}$$

Since expected cash flows are constant in our example we end up with

$$(12) \quad V_0^I = \frac{E[\widetilde{CF}_1]}{k^u} .$$

By the same argument the weighted average cost of capital are defined as the real number that satisfies

$$(13) \quad V_0^I = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[\widetilde{CF}_t]}{(1 + WACC)^t} = \frac{E[\widetilde{CF}_1]}{WACC} .$$

Equation (13) can be used to derive a relation of both numbers

$$(14) \quad \frac{E[\widetilde{CF}_1]}{k^u} + \tau D = \frac{E[\widetilde{CF}_1]}{WACC}$$

yielding the well-known formula of Modigliani and Miller.

Unfortunately, also this approach is not convincing. Let us turn to $t = 1$. To verify the Modigliani-Miller formula we have to define both cost of capital again as the real numbers that satisfy (11) and (13). A straightforward calculation shows that the cost of capital of the unlevered firm do not change: the expected cash flow at time $t = 1$ is equal to $\widetilde{CF}_1$ by construction, hence

$$(15) \quad \frac{ud}{1 + r_f - ud} \widetilde{CF}_1 = \widetilde{V}_1^u = \sum_{t=2}^{\infty} \frac{E[\widetilde{CF}_t|F_1]}{(1 + k^u)^{t-1}} = \frac{\widetilde{CF}_1}{k^u}$$

yielding a constant cost of equity for the unlevered firm.

But the weighted average cost of capital will change if debt is constant again violating the assumptions of the Modigliani-Miller world. Hence, WACC has to satisfy

$$(16) \quad V_1^l = \sum_{t=2}^{\infty} \frac{E[\widetilde{CF}_t]}{(1 + WACC)^{t-1}}.$$

Since we know the value of the levered firm by (13) and since the conditional expectation is constant this implies

$$(17) \quad \frac{ud}{1 + r_f - ud} \widetilde{CF}_1 + \tau D = \frac{\widetilde{CF}_1}{WACC}$$

or

$$(18) \quad WACC = \frac{1}{\frac{ud}{1 + r_f - ud} + \tau \frac{D}{\widetilde{CF}_1}}.$$

The weighted average cost of capital in $t = 1$ obviously does depend on time and state of nature again violating the assumptions of the Modigliani-Miller world. The same also holds for future time period $t > 1$.

C. Conclusion

We have argued that in a consistent financial model cost of capital should be given as expected returns. A simple example showed that the celebrated weighted

average cost of capital of the Modigliani-Miller world cannot be interpreted as expected returns. That does not falsify the results of Modigliani-Miller but shows the need for carefully examining the underlying assumptions of a discounted cash-flow model.

References

- Brealey*, Richard A. and *Myers*, Stewart C.: Principles of Corporate Finance, 5th ed., John Wiley & Sons, New York 1996.
- Copeland*, Thomas and *Weston*, J. Fred: Financial Theory and Corporate Policy, 3rd ed., Addison-Wesley, New York 1990.
- de Matos*, Joao Amaro: Theoretical Foundations of Corporate Finance, Princeton University Press, Princeton, NJ 2001.
- Laitenberger*, Jörg and *Löffler*, Andreas: Capital budgeting in arbitrage free markets. Universität Hannover 2002.
- Miles*, James A. and *Ezzell*, John R.: The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: A clarification, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 15 (1980), 719 – 730.
- Modigliani*, Franco and *Miller*, Merton H.: The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, in: American Economic Review, 48 (1958), 261 – 297.
- Modigliani*, Franco and *Miller*, Merton H.: Corporate income taxes and cost of capital: A correction, in: American Economic Review, 53 (1963), 433 – 443.

Logische Wertgrenzen und subjektive Punktschätzungen – Zur Anwendung der risikoneutralen (Unternehmens-)Bewertung

Von *Frank Richter**

A. Risikozuschlagsmethode als gängige Praxis

Die Praxis der Unternehmensbewertung kennt eine Vielzahl von Methoden, wobei die Discounted Cash-flow („DCF“) Methoden verbreitet sind. Kern dabei ist die Diskontierung erwarteter Cash-flows mit Kapitalkosten, welche den risikolosen Zins um einen Risikozuschlag übersteigen. Die Verwendung von Erwartungswerten in Kombination mit risikoangepaßten Kapitalkosten wird auch als *Risikozuschlagsmethode* bezeichnet. Damit ergibt sich folgende Formel für die Bewertung der unsicheren Cash-flows des Unternehmens i :¹

$$(1) \quad V_{0i} = \sum_{t=1}^T E_P[\tilde{C}_{ti}](1 + r_i)^{-t}$$

mit:

$E_P[\tilde{C}_{ti}]$ Erwartungswert des unsicheren Cash-flows der Periode t
 r_i Kapitalkosten des Unternehmens i

Der Index P am Erwartungswertoperator verdeutlicht, daß subjektive Wahrscheinlichkeiten zur Formulierung erwarteter Cash-flows verwendet werden. Die in den Kapitalkosten enthaltenen Risikozuschläge werden häufig als im Zeitablauf konstant angenommen:

$$(2) \quad r_i = r_f + \pi_i$$

mit:

r_f Risikoloser Zinssatz
 π_i Risikozuschlag

* Unter Mitwirkung von *Christian Timmreck*.

¹ Unsere Interpretation der gängigen Praxis basiert auf Abhandlungen in den Lehrbüchern wie *Drukarczyk* (1993), *Brealey/Myers* (1996), *Copeland/Weston* (1998), *Drukarczyk* (2001) sowie in der Managementliteratur, z. B. *Copeland/Koller/Murrin* (2001).

Zur praktischen Schätzung des Risikozuschlags wird nicht selten das Capital Asset Pricing Model (CAPM) verwendet. Dabei muß der Investor im ersten Schritt seine Erwartungen bezüglich der Marktrisikoprämie, also der Differenz zwischen der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles und dem risikolosen Zinssatz, quantifizieren. Im zweiten Schritt ist dann der Betafaktor des Bewertungsobjektes als unternehmensspezifischer Risikofaktor zu bestimmen. Dieser spiegelt den Zusammenhang zwischen erwarteter Rendite des Unternehmens i und erwarteter Rendite des Marktportefeuilles wider:²

$$(3) \quad \pi_i = \beta_i E_P[\tilde{r}_m - r_f]$$

mit:

$E_P[\tilde{r}_m]$ Erwartete Rendite des Marktportefeuilles

β_i Betafaktor des Unternehmens i

Die Anwendung des CAPM ist aufgrund seiner modelltheoretischen Prämissen umstritten.³ Darüber hinaus stellen sich praktische Herausforderungen: Die Betafaktoren lassen sich nur für börsennotierte Unternehmen auf Basis historischer Aktienkurszeitreihen ermitteln. Auch stammen die Schätzer für die erwartete Marktrendite aus historischen Realisationen. Konzeptionell fragwürdig ist die Verwendung historischer Betafaktoren in Verbindung mit historischen Durchschnittsrenditen zur Bewertung zukünftiger Cash-flows. Konsistent ist hingegen die Nutzung zukünftiger Betafaktoren und erwarteter zukünftiger Renditen.

Wie zukunftsgerichtete Betas und Renditen geschätzt werden können, ist hingegen offen. Im vorliegenden Beitrag wird versucht, dieses Problem der Risikozuschlagsmethode in Verbindung mit dem CAPM durch Anwendung des aus der Optionspreistheorie bekannten, sogenannten risikoneutralen Bewertungsansatzes zu lösen. Dieser Ansatz wird im nächsten Abschnitt überblicksartig dargestellt (Abschnitt B.). Danach werden die Zusammenhänge zur Risikozuschlagsmethode verdeutlicht (Abschnitt C.). Dabei zeigt sich, daß anstelle des Risikozuschlags bzw. des Betafaktors risikoadjustierte Wahrscheinlichkeiten zur Bildung von Erwartungswerten benötigt werden. Damit scheint sich das Problem von der Schätzung eines Parameters auf die Schätzung eines anderen, noch abstrakteren Parameters zu verlagern. Diese Verlagerung hat jedoch den Vorteil, daß für die risikoadjustierten Wahrscheinlichkeiten Grenzwerte definiert werden können, die wir zur Herleitung von Wertgrenzen nutzen wollen. Abschnitt D. enthält vertiefende Überlegungen zur Eingrenzung der risikoadjustierten Wahrscheinlichkeiten (q), und in Abschnitt E. wird Anwendung der Theorie skizziert.

² Vgl. etwa *Kruschwitz* (2002) oder *Drukarczyk* (2001), S. 350 ff.

³ Vgl. stellvertretend *Ballwieser* (1993), S. 165.

B. Risikoneutrale Bewertung und Sicherheitsäquivalent

Zur Anwendung der risikoneutralen Bewertung werden zwei wesentliche Komponenten benötigt: Das Bewertungsprinzip muß konkretisiert werden, und das stochastische Modell für die zukünftigen Cash-flows muß spezifiziert werden.

I. Prinzip der Risikoneutralen Bewertung

In der wissenschaftlichen Literatur zur Bewertung zustandsbedingter Zahlungsansprüche werden im Gegensatz zur Risikozuschlagsmethode nicht die Erwartungswerte mit Kapitalkosten, sondern die *Sicherheitsäquivalente* der Cash-flows mit dem risikolosen Zinssatz diskontiert:⁴

$$(4) \quad V_{0i} = \sum_{t=1}^T E_Q[\tilde{C}_{it}](1 + r_f)^{-t}$$

Die Unterschiede zwischen (1) und (4) sind folgende: Anstelle des Wahrscheinlichkeitsmaßes P wird das äquivalente Maß Q verwendet, und statt mit r_i wird mit r_f diskontiert. Die Risikoaversion der Investoren wird berücksichtigt, indem die mit den Wahrscheinlichkeiten des Maßes P subjektiv erwarteten Cash-flows auf ihre Sicherheitsäquivalente reduziert werden, also ein Risikoabschlag vom subjektiven Erwartungswert vorgenommen wird. Dies geschieht hier durch Anwendung der risikoadjustierten Wahrscheinlichkeiten des Maßes Q bei der Berechnung des Erwartungswertes. Ein risikoaverser Investor setzt dabei die erwarteten Cash-flows und deren Sicherheitsäquivalente in folgendes Verhältnis: $E_Q[\tilde{C}_{it}] < E_P[\tilde{C}_{it}]$; das Sicherheitsäquivalent ist kleiner als der subjektive Erwartungswert.⁵

In der Literatur zur Optionspreistheorie wird dieses Vorgehen auch als *risikoneutrale Bewertung* bezeichnet, weil das Bewertungsproblem durch den Risikoabschlag in die risikoneutrale Welt überführt wird. Die so hergestellten Sicherheitsäquivalente werden mit dem risikolosen Zinssatz bewertet. Anders ausgedrückt: In einer risikoneutralen Welt werden Erwartungswerte mit Kapitalkosten bewertet, die keinen Risikozuschlag enthalten.

Das Anwendungsproblem der risikoneutralen Bewertung besteht in der Quantifizierung von Q . Die Optionspreistheorie hat dies für die Bewertung bestimmter zustandsbedingter Zahlungsansprüche (z. B. Optionen auf Aktien) geleistet. Die risi-

⁴ Zu den theoretischen Grundlagen vgl. etwa Duffie (1988) oder Pliska (2000).

⁵ Wilhelm (2002) wies unlängst darauf hin, daß diese Relation eine positive Korrelation der Renditen des Bewertungsobjektes mit den Renditen der Alternativinvestition voraussetzt. Bei negativer Korrelation übersteigt das Sicherheitsäquivalent den Erwartungswert. Dauerhaft negative Korrelationen (Betas) sind in der Realität jedoch selten, so daß wir uns im folgenden auf den Fall der positiven Korrelation beschränken. Im Anhang haben wir die Bedingungen für positive und negative Korrelationen festgehalten.

koadjustierten Wahrscheinlichkeiten werden darin so konstruiert, daß das Bewertungsergebnis die Bedingung fehlender Arbitragegelegenheiten erfüllt. Grundsätzlich kann diese Theorie aber auch zur Bewertung beliebiger Zahlungsansprüche eingesetzt werden. Das zu lösende Problem besteht dann, wie gesagt, in der Konkretisierung von Q (hierzu später).

II. Exemplarische Modellierung zukünftiger Cash-flows

Zur Anwendung der risikoneutralen Bewertung ist es erforderlich, das Modell der Unsicherheit für zukünftige Cash-flows explizit zu formulieren. Vereinfachend verwenden wir das zeitdiskrete Binomialmodell.⁶ In diesem Modell können die Cash-flows ausgehend von einem realisierten Wert im nächsten Schritt entweder mit dem Faktor u_{it} steigen oder mit dem Faktor d_{it} sinken. Folglich ergibt sich der Cash-flow der nächsten Periode so:

$$(5) \quad \tilde{C}_{t+1,i} \in \tilde{C}_{t,i} \{u_{it}; d_{it}\}$$

mit:

$0 < d_{it} \leq u_{it}$ Wachstumsfaktoren

C_0 In $t = 0$ realisierter Cash-flow (Startwert)

Die zukünftigen Cash-flows sind sicher, wenn die beiden Faktoren u_{it} und d_{it} identisch sind. Andernfalls liegt Unsicherheit vor, die jedoch präzise beschrieben wird.

III. Bestimmung von Sicherheitsäquivalenten

Zur Bestimmung der Erwartungswerte der Cash-flows im Binomialmodell benötigen wir nun noch ein Wahrscheinlichkeitsmaß. P sei die Menge der Wahrscheinlichkeiten p und $(1 - p)$, mit der der zukünftige Cash-flow ausgehend vom gerade realisierten Cash-flow mit dem Faktor u_{it} steigt bzw. mit d_{it} fällt. Der bedingte Erwartungswert in t des Cash-flow in $t + 1$ ergibt sich damit wie folgt:

$$(6) \quad E_P[\tilde{C}_{t+1,i} | \tilde{C}_{t,i}] = \tilde{C}_{t,i} (pu_{it} + (1 - p)d_{it})$$

Man erkennt, daß die zukünftigen bedingten Erwartungswerte aus der Perspektive $t = 0$ unsicher sind. Aufgrund der einfachen Struktur des Binomialmodells

⁶ Die Ergebnisse unserer Analyse sind damit an die Annahmen des Binomialmodells gebunden. Viel wichtiger ist jedoch, daß das Modell der Unsicherheit der zukünftigen Cash-flows überhaupt spezifiziert wird. Unterbleibt dies, lassen sich keine Aussagen über die Wertgrenzen treffen.

können jedoch auch die unbedingten Erwartungswerte mit Hilfe von Wachstumsraten einfach berechnet werden:

$$(7) \quad E_P[\tilde{C}_{it}|C_{0i}] \equiv E_P[\tilde{C}_{it}] = C_{0i} \prod_{j=1}^t (1 + g_{ji})$$

mit:

$$1 + g_{ji} = pu_{ji} + (1 - p)d_{ji}$$

Sicherheitsäquivalente sind Erwartungswerte, die mit speziellen Wahrscheinlichkeiten berechnet werden. Hierzu verwenden wir das Maß $Q = \{q, (1 - q)\}$. Die mittels Q berechnete Wachstumsrate soll *risikoadjustierte Wachstumsrate* heißen. Damit ergeben sich die unbedingten Sicherheitsäquivalente wie folgt:

$$(8) \quad E_Q[\tilde{C}_{it}|C_{0i}] \equiv E_Q[\tilde{C}_{it}] = C_{0i} \prod_{j=1}^t (1 + g_{ji}^*)$$

mit:

$$1 + g_{ji}^* = qu_{ji} + (1 - q)d_{ji}$$

Die einzige zusätzliche Information, die zur Berechnung von Sicherheitsäquivalenten anstelle von subjektiven Erwartungswerten benötigt wird, ist q . Denn bei gegebenem Business Plan lassen sich die Wachstumsraten g_{it} aus den projizierten Cash-flows ableiten. Passend zu diesen Wachstumsraten kann dann stets ein Binominalmodell mit den Faktoren u_{it} und d_{it} konstruiert werden. Dies ist besonders einfach bei Verwendung von *rekombinierenden Binomialmodellen*, bei denen der d-Faktor dem Kehrwert des u-Faktors entspricht:⁷

$$(9) \quad u_{it} = \frac{1 + g_{it}}{2p} + \sqrt{\left(\frac{1 + g_{it}}{2p}\right)^2 - \frac{1 - p}{p}}$$

$$d_{it} = \frac{1}{u_{it}}$$

Ein einfaches Zahlenbeispiel veranschaulicht das Vorgehen. Die durchschnittlichen I/B/E/S-Schätzungen für das Dividendenwachstum der DAX 30 Unternehmen beliefen sich im September 2001 auf 7,16% für das Jahr 2002, 9,65% für 2003 und 6,63% für 2004. Unter der Annahme, daß die bewertungsrelevanten Zahlungen mit den gleichen Raten wachsen, ergeben sich mit $p = 1/2$ und $q = 0,42$ die folgenden Wachstumsfaktoren und risikoadjustierten Wachstumsraten.

⁷ Die Formeln für nicht rekombinierende Modelle befinden sich im Anhang.

Tabelle 1

Wachstumsraten und Wachstumsfaktoren DAX 30 Unternehmen

	g_{im}	u_{im}	d_{im}	g_{im}^*
2002	7,16%	1,457	0,686	1%
2003	9,65%	1,546	0,647	2,45%
2004	6,63%	1,436	0,696	0,71%

Bei Verwendung der Wachstumsraten g_{im} in Kombination mit der Dividenden-summe von 2001 ergeben sich die laut I/B/E/S dokumentierten Wachstumserwartungen der Finanzanalysten für die Cash-flows in den Jahren 2002 bis 2004. Verwendet man statt dessen die risikoadjustierten Wachstumsraten g_{im}^* , erhält man die korrespondierenden Sicherheitsäquivalente (mit $q = 0,42$).

C. Zusammenhang zwischen Sicherheitsäquivalent und Risikozuschlag

Die Risikozuschlagsmethode läßt sich aus der risikoneutralen Bewertung herleiten.⁸ Unter Verwendung des im vorhergehenden Abschnitt beschriebenen Binomialmodells können die äquivalenten Kapitalkosten und damit die entsprechenden Risikozuschläge wie folgt ermittelt werden:⁹

$$(10) \quad r_{ii} = x_{ii}(1 + r_f) - 1 = r_f + \pi_{ii}$$

$$x_{ii} = \frac{1 + g_{ii}}{1 + g_{ii}^*} \Rightarrow \pi_{ii} = (x_{ii} - 1)(1 + r_f)$$

Zur Bestimmung der risikoadjustierten Kapitalkosten ist der risikolose Zinssatz um den *Risikoanpassungsfaktor* x_{ii} zu erhöhen, der von den erwarteten Wachstumsraten und den risikoadjustierten Wachstumsraten der Cash-flows abhängt. Es wird unterstellt, daß dieser Zusammenhang für jedes einzelne Investitionsobjekt, für Portefeuilles aus mehreren Objekten und für den Gesamtmarkt, also auch für $i = m$, zutrifft. Wie im Anhang gezeigt wird, liefert dies die folgende Interpretation des Betafaktors im Sinne des CAPM:

$$(11) \quad \beta_{ii} = \frac{x_{ii} - 1}{x_{im} - 1}$$

⁸ Dazu sind die Gleichungen (1) und (4) gleichzusetzen. Danach wird nach den Kapitalkosten aufgelöst. Vgl. Ballwieser (1993), S. 158.

⁹ Vgl. Richter (2002a), S. 138.

Danach handelt es sich bei dem Betafaktor um das Verhältnis der aus den Wachstumsraten abgeleiteten Risikoanpassungsfaktoren des Bewertungsobjektes i zu dem des Marktportefeuilles m . Es handelt sich augenscheinlich um ein relatives Risikomaß. Die DCF-Methode auf Basis des CAPM und die risikoneutrale Bewertungsmethode führen zum selben Ergebnis, wenn die Diskontierungsraten auf Grundlage von (10) bzw. (11) bestimmt werden.

Das entwickelte Modell impliziert, daß Unternehmen mit überdurchschnittlichem Wachstum ein Beta von größer Eins, unterdurchschnittlich wachsende Unternehmen ein Beta von unter Eins aufweisen. Mit diesem Modell lassen sich Betafaktoren für nichtnotierte Unternehmen oder Projekte schätzen, indem deren Wachstumserwartungen mit den öffentlich verfügbaren Wachstumserwartungen des Marktportefeuilles kombiniert werden. Darüber hinaus können die von den Finanzanalysten implizit erwarteten Renditen des Marktportefeuilles auf Basis der in Tabelle 1 genannten Wachstumsraten berechnet werden ($q = 0,42$, $r_f = 5\%$, siehe Tabelle 2). In Summe sind damit die Voraussetzungen für eine zukunftsgerichtete Bestimmung von Kapitalkosten geschaffen; historische Daten finden keine Berücksichtigung.

Tabelle 2

Wachstumsraten und erwartete Rendite des DAX 30

	g_{tm}	g_{tm}^*	$E_P[\tilde{r}_{tm}]$	π_{tm}
2002	7,16%	1%	11,41%	6,41%
2003	9,65%	2,45%	12,38%	7,38%
2004	6,63%	0,71%	11,17%	6,17%

D. Eingrenzung und Fixierung von q **I. Logische Wertgrenzen**

Das Intervall für die zulässigen Ausprägungen von q können widerspruchsfrei festgelegt werden: q muß größer als Null sein, da ansonsten Q kein zu P äquivalentes Wahrscheinlichkeitsmaß ist. Wenn ein Ereignis unter P eine positive Wahrscheinlichkeit aufweist, muß dies auch für Q so sein. Außerdem kann q nicht größer als p sein, wenn die Erwartungswerte unter P mit Hilfe von q in ihre Sicherheitsäquivalente transformiert werden sollen und risikoaverse Investoren unterstellt werden. Damit ergeben sich folgende Grenzen für q :

$$(12) \quad 0 < q < p$$

Mit diesen Grenzen sind wir in der Lage, eine Aussage über die Bandbreite der möglichen Cash-flows und Unternehmenswerte zu formulieren. Um diesen Schritt vollziehen zu können, benötigen wir jedoch das Modell der zukünftigen Cash-flows. Im Binomialmodell läßt sich die kleinstmögliche Wachstumsrate leicht feststellen ($q \rightarrow 0$):

$$(13) \quad 1 + g_{\min,ti}^* = d_{ti} \quad \text{bzw.} \quad 1 + g_{\min,ti}^* = u_{ti}^{-1}$$

Mit $q \rightarrow 0$ werden nur die Abwärtsbewegungen der Cash-flows erfaßt. Geringere Cash-flows sind völlig ausgeschlossen, so daß der Wert dieser minimalen Cash-flows die Wertuntergrenze darstellt. Die maximale Wachstumsrate erhalten wir mit $q \rightarrow p$, d. h. für den Grenzfall risikoneutraler Investoren. In diesem Fall wird kein Risikoabschlag vom Erwartungswert der Cash-flows vorgenommen.¹⁰ Die maximale Wachstumsrate entspricht deshalb der subjektiven Wachstumsrate g :

$$(14) \quad g_{\max,ti}^* = g_{ti}$$

Mit diesen Wachstumsraten sind die Wertgrenzen festgelegt:

$$(15) \quad V_{0i}^{\min} < V_{0i} < V_{0i}^{\max}$$

mit:

$$V_{0i}^{\min} = C_{0i} \sum_{t=1}^T \prod_{j=1}^t \frac{1 + g_{\min,ji}^*}{1 + r_f}$$

$$V_{0i}^{\max} = C_{0i} \sum_{t=1}^T \prod_{j=1}^t \frac{1 + g_{\max,ji}^*}{1 + r_f}$$

Wenn die zugrunde liegenden Annahmen erfüllt sind, d. h. arbitragefreie Bewertung in Kombination mit dem Binomialmodell sowie risikoaverse Investoren, sind die dargestellten Grenzwerte zwingend. Werte außerhalb dieser Grenzen sind entweder nicht konsistent mit den getroffenen Annahmen oder logisch nicht zu begründen. Man sollte jedoch nicht von objektiven Wertgrenzen sprechen, da die in (15) dargestellten Wertgrenzen nicht allgemeingültig sind und nur im Zusammenhang mit den zugrunde liegenden Annahmen vorliegen.

II. Subjektive Punktschätzung

In Abhängigkeit von den erwarteten Wachstumsraten kann das Intervall der zulässigen Unternehmenswerte sehr weit sein, so daß es als Grundlage für Entscheidungen nur begingt geeignet erscheint. Um den Unternehmenswert auf eine Zahl

¹⁰ Vgl. Ballwieser (1993), S. 160, hinsichtlich ähnlicher Überlegungen.

zu verdichten, bedarf es einer Fixierung von q . In q kommen jedoch subjektive Risikoeinstellungen und subjektive Erwartungen zum Ausdruck, so daß eine objektive Punktschätzung für den Unternehmenswert nicht existiert. Die nachstehende Tabelle zeigt, wie die subjektiven Erwartungen in einen Schätzer für q überführt werden können. Dazu werden die bereits weiter oben dargestellten Wachstumsdaten der DAX 30 Unternehmen benutzt. Zusätzlich ist die subjektiv erwartete Rendite des Marktportefeuilles zu konkretisieren. Mit diesen Angaben läßt sich q berechnen:

$$(16) \quad \hat{r}_{im} = \frac{1 + g_{im}}{1 + g_{im}^*} (1 + r_f) - 1$$

mit:

$\hat{r}_{im}$ Subjektiv erwartete Rendite des Marktportefeuilles

Gleichung (16) wird nun nach der risikoadjustierten Wachstumsrate und anschließend nach q aufgelöst:

$$(17) \quad g_{im}^* = (1 + g_{im}) \frac{1 + r_f}{1 + \hat{r}_{im}} - 1 \Rightarrow \hat{q}_t = \frac{1 + g_{im}^* - d_{im}}{u_{im} - d_{im}} = \frac{(1 + g_{im}) \frac{1 + r_f}{1 + \hat{r}_{im}} - d_{im}}{u_{im} - d_{im}}$$

Die nachstehende Tabelle zeigt die $\hat{q}$ -Werte für verschiedene Annahmen hinsichtlich der erwarteten Marktrendite sowie der unterschiedlichen Marktwachstumserwartungen der Jahre 2002 bis 2004:

Tabelle 3

q-Werte in Abhängigkeit von der subjektiv erwarteten Rendite des Marktportefeuilles (DAX 30)

$\hat{r}_{im}$	$\hat{q}$ (2002)	$\hat{q}$ (2003)	$\hat{q}$ (2004)
8%	0,461	0,466	0,460
9%	0,449	0,455	0,447
10%	0,437	0,445	0,435
11%	0,425	0,434	0,422
12%	0,413	0,424	0,410

Demnach erscheinen $\hat{q}$ -Werte zwischen 0,42 und 0,47 nicht unplausibel bzw. zumindest im Einklang mit einer Marktrisikoprämie zwischen 3% und 7% zu stehen. Mit der aus der subjektiv erwarteten Rendite des Marktportefeuilles isolierten Wahrscheinlichkeit $\hat{q}$ läßt sich die risikoadjustierte Wachstumsrate $\hat{g}_{it}^*$ bestimmen. Damit kann dann eine Punktschätzung für den Unternehmenswert erfolgen:

$$(18) \quad \hat{V}_{0i} = C_{0i} \sum_{t=1}^T \prod_{j=1}^t \frac{1 + \hat{g}_{ji}^*}{1 + r_f}$$

mit:

$$1 + \hat{g}_{ii}^* = \hat{q}u_{ii} + (1 - \hat{q})d_{ii}$$

Selbstverständlich ist sicherzustellen, daß der subjektive Unternehmenswert innerhalb der logischen Wertgrenzen liegt.

III. Fixierung von q auf Basis realisierter Marktpreise

Die subjektiven Erwartungen lassen sich in den Kontext der Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer stellen. Dazu nutzt man das Preisgefüge am Kapitalmarkt in Kombination mit den Erwartungen der Finanzanalysten hinsichtlich der Wachstumsraten der zukünftigen Cash-flows. Die Wahrscheinlichkeit q läßt sich mit dem nachstehenden Bewertungsmodell isolieren:

$$(19) \quad P_{0m} = C_{0m} \sum_{t=1}^{T-1} \prod_{j=1}^t \frac{1 + g_{jm}^*}{1 + r_f} + C_{0m} \frac{(1 + g_{Tm}^*) \prod_{t=1}^{T-1} (1 + g_{tm}^*)}{(r_f - g_{Tm}^*)(1 + r_f)^T}$$

mit:

$$1 + g_{im}^* = qu_{im} + (1 - q)/u_{im}$$

$$u_{im} = 1 + g_{im} + \sqrt{(1 + g_{im})^2 - 1}$$

g_{im} Wachstumserwartungen der Finanzanalysten

P_{0m} bezeichnet die Summe der Marktpreise aller im Marktportefeuille enthaltenen Unternehmen und C_{0m} den realisierten aggregierten Cash-flow dieser Unternehmen. Den Quotienten aus Marktpreis und Cash-flow kann man als Kehrwert einer Dividendenrendite interpretieren, so daß die Gleichung auch so formuliert werden kann:

$$(20) \quad \frac{P_{0m}}{C_{0m}} = \frac{1}{\delta_{0m}} = \sum_{t=1}^{T-1} \prod_{j=1}^t \frac{1 + g_{jm}^*}{1 + r_f} + \frac{(1 + g_{Tm}^*) \prod_{t=1}^{T-1} (1 + g_{tm}^*)}{(r_f - g_{Tm}^*)(1 + r_f)^T}$$

$T-1$ kennzeichnet die Anzahl der Perioden, für die Wachstumsraten von Finanzanalysten vorliegen. Zusätzlich wird eine Annahme für die langfristige, ewige Wachstumsrate g_{Tm} benötigt, die dann nach bekanntem Vorgehen in die langfristige risikoadjustierte Wachstumsrate überführt wird. Die ewige Wachstumsrate des Gesamtmarktes wird nicht sehr hoch sein und sich an den Inflationserwartungen

orientieren können. In Summe liegt damit also eine implizite Gleichung für q vor, die sich numerisch lösen läßt. Die nachstehende Tabelle zeigt die impliziten q -Werte für verschiedene Bewertungsniveaus und ewige Wachstumsraten.

Tabelle 4

**q-Werte in Abhängigkeit von der Dividendenrendite und der ewigen Wachstumsrate;
Wachstumserwartungen der Finanzanalysten gem. I/B/E/S vom September 2001
für die Jahre 2002 bis 2004**

δ_{0m}	$1/\delta_{0m}$	$g_{Tm} = 1\%$	$g_{Tm} = 2\%$	$g_{Tm} = 3\%$	$g_{Tm} = 4\%$
2%	50	-	-	0,493	0,478
3%	33,33	-	0,487	0,472	0,460
4%	25	0,476	0,462	0,451	0,442
5%	20	0,445	0,439	0,432	0,425
6%	16,67	0,417	0,417	0,406	0,409
7%	14,29	0,391	0,396	0,395	0,393

Festzuhalten ist, daß eine Punktschätzung des Unternehmenswertes selbst bei festgelegtem Modell für die zukünftigen Cash-flows und bei Verständigung auf das Prinzip der risikoneutralen Bewertung immer subjektiv ist. Daran ändert auch die Verwendung von Kapitalmarktdaten nichts, da nicht unerhebliche Ermessensspielräume verbleiben. Diese betreffen etwa die „empirische Bearbeitung“ von Analystenschätzungen und die Formulierung langfristiger Wachstumserwartungen.

E. Anwendungsbeispiel

Abschließend wollen wir die Anwendung des vorgestellten Bewertungsansatzes anhand von Daten aus einem Verschmelzungsgutachten erläutern. Dieses Gutachten wurde im Zusammenhang der Fusion von zwei deutschen börsennotierten Gesellschaften erstellt. Die Grundlage für die Berechnung des Umtauschverhältnisses sind die Unternehmensbewertungen für die beiden Gesellschaften, die wir mit D-AG und S-AG bezeichnen. Die nachstehenden Tabellen geben die veröffentlichten Daten für die Unternehmenserfolge in den nächsten drei Jahren nach dem Zusammenschluß sowie die langfristigen Wachstumserwartungen wieder. Zusätzlich haben wir einen Unternehmenssteuersatz von 38,5% unterstellt. Wir haben keine Hinweise auf eine negative Korrelation zwischen den Wachstumsraten der Unternehmen und denjenigen des Marktportefeuilles.¹¹

¹¹ Darüber hinaus unterstellen wir ein rekombinierendes Binomialmodell mit $p = 1/2$ und $q = 0,42$ sowie einen risikolosen Zins von 5% pro Jahr. Der Barwert wird mit Formel (19) berechnet.

Tabelle 5

Subjektive Bewertung D-AG; Werte in Mio. € bzw. in %

D-AG	(t = 0) 2001	2002	2003	2004	2005 ff.
Cash-flow	418,6	519,6	615,9	753,1	
Wachstumsraten		24,14%	18,52%	22,28%	1%
Faktor u		1,98	1,82	1,93	1,15
Faktor d		0,51	0,55	0,52	0,87
Risikoadjustierte Wachstumsrate		12,37%	8,34%	11,02%	-1,27%
Sicherheitsäquivalente		470,4	563,0	683,7	11.861,3
Barwerte	11.796	448,0	510,6	590,6	10.246,3
<i>Implizite Kapitalkosten</i>		16%	9,82%	8,44%	8,42%

Tabelle 6

Subjektive Bewertung S-AG; Werte in € bzw. in %

S-AG	(t = 0) 2001	2002	2003	2004	2005 ff.
Cash-flow	231,7	258,5	290,6	323,6	
Wachstumsraten		11,6%	12,39%	11,34%	1%
Faktor u		1,61	1,64	1,60	1,15
Faktor d		0,62	0,61	0,62	0,87
Risikoadjustierte Wachstumsrate		3,67%	4,18%	3,51%	-1,27%
Sicherheitsäquivalente		240,2	269,4	300,8	5.096,2
Barwerte	5.135	228,7	244,3	259,8	4.402,3
<i>Implizite Kapitalkosten</i>		13,03%	9,06%	7,58%	8,42%

Auf Basis der getroffenen Annahmen liegen die subjektiven Werte bei rund 11,8 Mrd. € für die D-AG und 5,1 Mrd. € für die S-AG.¹² Analog lassen sich die Wertgrenzen mit $q \rightarrow 0$ bzw. mit $q \rightarrow 1/2$ bestimmen. Tabelle 7 faßt das Bewertungsergebnis zusammen.

¹² Die impliziten Kapitalkosten sind jeweils in der letzten Zeile der Tabellen 5 und 6 nachrichtlich genannt. Diese Kapitalkosten sind vor dem Hintergrund der gesetzten Prämissen im Rahmen einer DCF-Bewertung anzusetzen.

Tabelle 7
Unternehmenswerte in Mio. € und Wertrelationen

	D-AG	S-AG	Wertrelation
Mindestwert	3.844	1.772	2,17 : 1
Subjektiver Wert	11.796	5.135	2,30 : 1
Maximalwert	18.130	7.848	2,31 : 1

Erkennbar sind die erheblichen Abstände zwischen Maximal- und Mindestwert, die sich jedoch weitaus weniger stark auf die Abstände zwischen den Wertrelationen auswirken. Der subjektive Wert wird zudem durch die im Bewertungszeitpunkt vorherrschende Kapitalmarktsituation gestützt. Bereits ab $q = 0,35$ wird eine Wertrelation von 2,28 erreicht.

Anhang

Zur Korrelation der Wachstumsfaktoren und der Relation von Erwartungswert und Sicherheitsäquivalent

	$0 < d_{ii} < u_{ii}$	$0 < u_{ii} < d_{ii}$
$0 < d_{im} < u_{im}$	$\rho = 1$	$\rho = -1$
$0 < u_{im} < d_{im}$	$\rho = -1$	$\rho = 1$

d_{ii}, u_{ii} Wachstumsfaktoren des Unternehmens i
 d_{im}, u_{im} Wachstumsfaktoren des Marktportefeuilles

Mit $q < p$ (Risikoaversion) gilt dann:

$E_Q[\tilde{C}_{ii}] < E_P[\tilde{C}_{ii}]$ falls $\rho = 1$ (im vorliegenden Beitrag betrachtet),
 $E_Q[\tilde{C}_{ii}] > E_P[\tilde{C}_{ii}]$ falls $\rho = -1$,
 $E_Q[\tilde{C}_{ii}] = E_P[\tilde{C}_{ii}]$ bei Unabhängigkeit.

Formeln für nicht rekombinierende Modelle

Mit g als erwartete Wachstumsrate und σ als Standardabweichung der Wachstumsrate lassen sich im Binomialmodell folgende Zusammenhänge festhalten:

$$1 + g = pu + (1 - p)d$$
$$\sigma^2 = p(u - 1 - g)^2 + (1 - p)(d - 1 - g)^2$$

Auf Grundlage der ersten Definition erhalten wir folgende Formel für u :

$$u = \frac{1 + g - (1 - p)d}{p}$$

Fügen wir das Ergebnis in die zweite Definition ein, ergibt sich folgender Ausdruck für d :

$$\begin{aligned}\sigma^2 &= p \left(\frac{1 + g - (1 - p)d}{p} - 1 - g \right)^2 + (1 - p)(d - 1 - g)^2 \\ \Leftrightarrow \frac{1}{p} &\left(1 + g - (1 - p)d - p(1 + g) \right)^2 + (1 - p)(d - 1 - g)^2 \\ \Leftrightarrow \frac{(1 - p)^2}{p} &(1 + g - d)^2 + (1 - p)(d - 1 - g)^2 \\ \Leftrightarrow \left(\frac{(1 - p)^2}{p} + (1 - p) \right) &(1 + g - d)^2 \\ \Rightarrow d^2 - 2(1 + g)d + (1 + g)^2 - \sigma^2 \frac{p}{1 - p} \\ \Rightarrow d &= 1 + g - \sigma \sqrt{\frac{p}{1 - p}}\end{aligned}$$

Wenn g , σ und p gegeben sind, ist d determiniert. Im Fall von $p = 1/2$ ergibt sich Eins plus Wachstumsrate minus einmal die Standardabweichung.

Schließlich können wir dieses Ergebnis nutzen und d in der Formel für u ersetzen:

$$\begin{aligned}u &= \frac{1 + g - (1 - p)d}{p} = \frac{1 + g - (1 - p)(1 + g) + (1 - p)\sigma \sqrt{\frac{p}{1 - p}}}{p} \\ \Leftrightarrow u &= 1 + g + \sigma \sqrt{\frac{1 - p}{p}}\end{aligned}$$

Im Spezialfall $p = 1/2$ erhalten wir die im Text verwendeten Formeln.

Berechnung des Betafaktors

Unter Bezug auf das CAPM gilt:

$$r_{it} = r_f + \beta_{it}(r_{it} - r_f)$$

$$\Rightarrow \beta_{it} = \frac{r_{it} - r_f}{r_{it} - r_f}$$

Wir nutzen Formel (10) um die erwartete Unternehmensrendite ebenso wie die erwartete Marktrendite zu ersetzen:

$$\begin{aligned} r_{ii} &= x_{ii}(1 + r_f) - 1 \\ r_{im} &= x_{im}(1 + r_f) - 1 \\ \Rightarrow \beta_{ii} &= \frac{x_{ii}(1 + r_f) - 1 - r_f}{x_{im}(1 + r_f) - 1 - r_f} = \frac{x_{ii}(1 + r_f) - (1 + r_f)}{x_{im}(1 + r_f) - (1 + r_f)} = \frac{x_{ii} - 1}{x_{im} - 1} \end{aligned}$$

Literatur

- Ballwieser, W.* (1993), Methoden der Unternehmensbewertung, in: Handbuch des Finanzmanagements, Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München, S. 151 – 176.
- Brealey, R. A. / Myers, S. C.* (1996), Principles of Corporate Finance, New York.
- Copeland, T. E. / Koller, T. / Murrin, J.* (2001), Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, New York.
- Drukarczyk, J.* (1993), Theorie und Politik der Finanzierung, München.
- (2001), Unternehmensbewertung, München.
- Duffie, D.* (1988), Security Markets, Stochastic Models, Princeton.
- Kruschwitz, L.* (2002), Finanzierung und Investition, München.
- Pliska, S. R.* (2001), Introduction to Mathematical Finance, Discrete Time Models, Massachusetts.
- Richter, F.* (2001), Simplified Discounting Rules in Binomial Models, in: sbr, Vol. 53, S. 175 – 196.
- (2002a), Simplified Discounting Rules, Variable Growth, and Leverage, in: sbr, Vol. 54, S. 136 – 147.
- (2002b), Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung, Konzeption, finanzwirtschaftliche Bewertungsprämissen und Anwendungsbeispiel, Frankfurt am Main.
- Weston, J. F. / Copeland, T. E.* (1988), Financial Theory and Corporate Policy, New Jersey.
- Wilhelm, J.* (2002), Risikoabschläge, Risikozuschläge und Risikoprämien – finanzierungstheoretische Anmerkungen zu einem Grundproblem der Unternehmensbewertung, Diskussionsbeitrag B-9 – 02, Universität Passau.

Bedeutung des Börsenkurses bei Unternehmensevaluationen

Von *Klaus Ruhnke**

A. Einführung – Auf der Suche nach der richtigen Evaluationsmethode

Der Erwerb und die Veräußerung von Unternehmen sind zu gewöhnlichen Vorgängen unternehmerischen Handelns geworden. Diese Aussage besitzt auch vor dem Hintergrund des Rückgangs der Zahl von Unternehmenstransaktionen mit deutscher Beteiligung von 2.537 im Jahr 2000 auf 1.630 im Jahr 2001 unverändert ihre Gültigkeit.¹ Gleichwohl führt die Betriebswirtschaftslehre seit Jahren eine auch zum heutigen Zeitpunkt noch nicht abgeschlossene Diskussion um die „richtige(n)“ Methode(n) der Unternehmensevaluation. Hierfür spricht auch die hohe Mißerfolgsquote von Akquisitionsvorhaben. Abbildung 1 gibt einen Überblick über zentrale empirische Studien zum Erfolg von Akquisitionsvorhaben und die jeweils angewandte Untersuchungsmethode.

Als Gründe für die hohen Mißerfolgsquoten kommen neben Problemen bei der Integration des Zielunternehmens in den bestehenden Unternehmensverbund² vor allem Bewertungsprobleme in Betracht. Mit den zuletzt genannten Problemen und hier insbesondere der Bedeutung des Börsenkurses als Evaluationskalkül beschäftigt sich der vorliegende Beitrag. Um die andauernde Diskussion zu versachlichen, wird zunächst einmal ein Bezugsrahmen für die Evaluation von Unternehmen skizziert und hierauf aufbauend werden die wichtigsten Evaluationskalküle kurz benannt. Anschließend wird, ausgehend von den in der Literatur vertretenen Meinungen zur Eignung des Börsenkurses für Evaluationszwecke, die Relevanz des Börsenkurses in Abhängigkeit von den in der Bezugsrahmenskizze genannten Einflußfaktoren beispielhaft untersucht. Da die dem Tagungsband zugrunde liegende Ringvorlesung die Brücke zwischen Ökonomen und Juristen schlagen soll, wird abschließend der Frage nachgegangen, welche Erwartungshaltung die Juristen in Fragen der Unternehmensevaluation hinsichtlich der Einbringung ökonomischer

* Für die kritische Durchsicht des Manuskriptes bedanke ich mich bei meinen Mitarbeitern Herrn Dipl.-Kfm. Martin Schmidt und Herrn Dipl.-Kfm. Thorsten Seidel.

¹ Vgl. *Mezger*, S. 60.

² Nach Einschätzung von *Kröger*, S. 14 resultieren rund 60% der Übernahmepleiten aus einer oftmals „dilettantischen Integration“.

Kompetenz hegen und inwieweit dieser Erwartungshaltung in bezug auf die Verwendung von Börsenkursen entsprochen werden kann.

Studie / Jahr Erhebungsmethode	Untersuchungszeitraum / Grundgesamtheit / Land	Erfolgsmaßstab	Erfolgsbeurteilung		
			Erfolg	unklar	Miß- erfolg
McKinsey, 1986 Finanzanalyse	1972 – 1986 / 116 / USA & UK	Eigenkapitalkosten der Akquisitionsprogramme	23%	16%	61%
Porter, 1988 Fragebögen	1950 – 1986 / 2021 / USA	Desinvestitionsquoten	47%	–	53%
Coley / Reinton, 1988 Fragebögen	1970 – 1985 / 116 / UK und USA	Desinvestitionsquoten; Erwirt- schaftung des eingesetzten Kapitals (u. a.)	23%	16%	61%
Hoffmann, 1989 Fragebögen	1960 – 1987 / 80 / Deutschland	Desinvestitionsquoten	80%	–	20%
Bamberger, 1994 Fragebögen	1980 – 1991 / 160 / Deutschland	a) subjektive Einschätzungen durch das Management	63%	17%	20%
		b) Desinvestitionsquoten	90%	–	10%
Jansen / Körner, 2000 Befragung	1994 – 1998 / 103 Fusionen mit deutscher Beteiligung	relative Umsatzsteigerung i. V. zur Branche	44%	–	56%
KPMG, 2001 a) Befragung b) Shareholder- Value-Steigerung	1997 – 1999 / 118 / weltweit	a) subjektive Einschätzungen durch das Management	75%	–	25%
		b) Aktienkurs vor und ein Jahr nach dem Deal (bereinigt)	30%	39%	31%

Abbildung 1: Empirische Studien zum Erfolg von Akquisitionsvorhaben

B. Bezugsrahmen für die Evaluation von Unternehmen

In dem hier vorliegenden Kontext verfolgt ein *Bezugsrahmen* die Aufgabe, die Evaluationskalküle in einen systematischen Zusammenhang zu stellen sowie relevante Beziehungen und Mechanismen zwischen diesen Kalkülen zu identifizieren.³

Zentral für das Verständnis der einzelnen Evaluationskalküle sowie deren Beziehungsgeflecht ist die *Unterscheidung zwischen Wert und Preis* eines Unternehmens sowie die Aufgabe bzw. Funktion, welche die Evaluation zu erfüllen hat. Einigkeit besteht dahingehend, daß der Wert eines Unternehmens nicht additiv aus seinen einzelnen Teilen, sondern nur als einheitliches Ganzes, somit als Gesamtwert zu bestimmen ist. Hierbei ist der *Unternehmenswert* nicht eine dem Objekt innewohnende Eigenschaft, sondern eine Beziehung von Menschen zu nutzbringenden Gütern und Dienstleistungen. Der Begriff „Wert“ kennzeichnet demzufolge den

³ Vgl. allgemein zur Konstruktion von Bezugsrahmen Kubicek, S. 4 ff., insbesondere S. 18 f.

Grad der Nützlichkeit eines Objektes zur Erfüllung eines Zweckes und ist Ausdruck einer „Subjekt-Objekt-Beziehung“.⁴

Der Unternehmenswert ist stets abhängig von der Aufgabe, welche die Bewertung zu erfüllen hat. In der typischen Verhandlungssituation zwischen Käufer und Verkäufer geht es zumeist um die Ermittlung von subjektiven Entscheidungswerten und Argumentationswerten. Der *Entscheidungswert* gibt an, was ein bestimmter Investor unter Berücksichtigung der subjektiven Möglichkeiten für ein Unternehmen maximal anlegen darf (Wertobergrenze) oder ein Verkäufer mindestens verlangen muß (Wertuntergrenze). *Argumentationswerte* sollen das Erreichen des individuellen Entscheidungswertes bestmöglich unterstützen (sog. parteienbegünstigende Argumente). Sie dienen der Beeinflussung der Gegenpartei und werden aus taktischen Gründen oftmals als „vermeintliche“ Entscheidungswerte in den Verhandlungsprozeß eingeführt. Dagegen bildet der Entscheidungswert einer Partei immer die letzte Rückzugslinie in der Verhandlung. Weiterhin kommt dem Wirtschaftsprüfer in der Funktion als neutraler Gutachter die Aufgabe der Ermittlung eines sog. objektivierten Unternehmenswertes und in der Funktion als Schiedsgutachter die Feststellung eines vermittelnden Arbitriumwertes zu (IDW S 1.12)⁵.

Dagegen ist der Preis der in Geldeinheiten ausgedrückte Gegenwert, der für die Erlangung des Unternehmens hingegeben wird. Handeln die an der Evaluation Beteiligten rational, liegt der *Unternehmenspreis* zwischen der Wertuntergrenze des Verkäufers und der Wertobergrenze des Käufers (Grenzen der Konzessionsbereitschaft). Dieser Einigungsbereich umfaßt die potentiellen Unternehmenspreise. Einigen sich Käufer und Verkäufer auf einen Unternehmenspreis, stellt dieser gewissermaßen den „bezahlten Wert“⁶ dar. Den Zusammenhang von Wert und Preis im Verhandlungsprozeß verdeutlicht Abbildung 2.

Als Evaluationskalküle lassen sich zunächst einmal Bewertungs- und Preisfindungskalküle unterscheiden. Der Terminus Evaluation bildet den Oberbegriff für Bewertung und Preisfindung. Während Bewertungsverfahren zumeist der Ermittlung von Entscheidungswerten für einen individuellen Investor dienlich sind, liefern Preisfindungsverfahren Anhaltspunkte für den tatsächlich zu zahlenden Preis. Innerhalb der Bewertungsverfahren betrachten die Gesamtbewertungsverfahren das potentielle Kaufobjekt als Bewertungseinheit, während die Einzelbewertungsverfahren den Unternehmenswert als Summe der einzelnen „Unternehmensbestandteile“ berechnen; hinzu treten Kombinationsverfahren, welche einzelne Elemente der Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren verknüpfen.⁷

⁴ Vgl. bereits *Käfer*, S. 299 ff.

⁵ IDW S 1 ist der Standard Nr. 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. Vgl. hierzu *IDW*, IDW S 1, S. 415 ff. sowie die folgenden Ausführungen zum Einflußfaktor „Konventionen und Normen“.

⁶ Vgl. bereits *Schmidt*, S. 69.

⁷ Zu den einzelnen Evaluationskalkülen vgl. stellvertr. *Mandl/Rabel*, S. 28 ff.; *Widmann*, S. 71 ff.; *Schultze*, S. 205 ff. sowie *Ruhnke*, Unternehmensbewertung und -preisfindung und die dort angegebene Literatur.

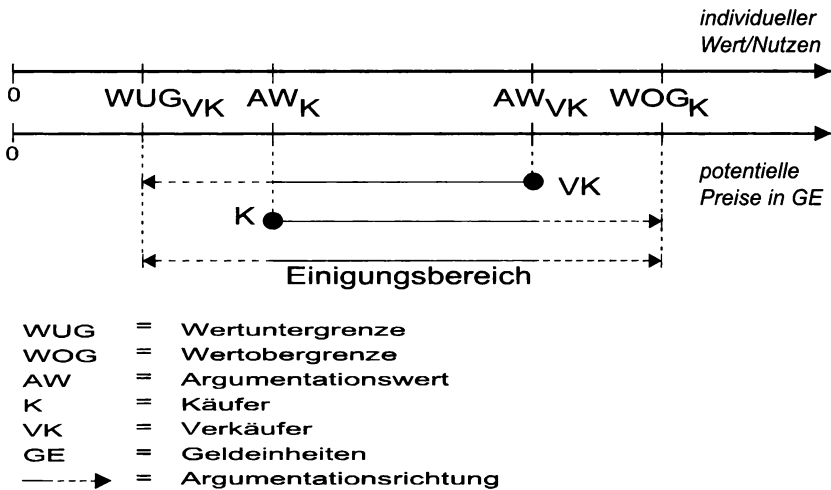


Abbildung 2: Preis- / Verhandlungsmodell

Die *Gesamtbewertungsverfahren* stellen rein finanzwirtschaftlich orientierte Verfahren dar, welche den Nutzen eines Unternehmens ausschließlich an den diskontierten Zahlungsströmen messen, die dem Investor aus dem Unternehmenskauf zufließen (IDW S 1.106 ff.). Theoretisch richtig ist es, als Kapitalisierungsbasis die künftigen Zahlungen zwischen Investor und Unternehmen heranzuziehen. Diese Zahlungsströme sind jedoch direkt nicht präzise meßbar. Daher werden ersatzweise als Determinanten der Zahlungsströme an den Investor entweder die künftigen Ein- und Auszahlungen zwischen Unternehmen und Umwelt (*Discounted-Cash-Flow-Verfahren*; *DCF-Verfahren*) oder die künftigen Aufwendungen und Erträge (*traditionelles Ertragswertverfahren*) näher untersucht. Beide Gesamtbewertungsverfahren beruhen demnach auf dem Kapitalwertkalkül. Die Kernprobleme der Anwendung dieser Verfahren sind identisch (Prognose künftiger Stromgrößen und deren Diskontierung),⁸ werden aber nicht in der gleichen Weise gelöst: Beispielsweise präferiert das DCF-Verfahren beim Brutto-Ansatz einen Kapitalkostensatz, der sich am Konzept der gewogenen Kapitalkosten orientiert, während das traditionelle Ertragswertverfahren einen risikolosen Zinssatz als Ausgangsbasis heranzieht und diesen aufgrund der spezifischen Risiken bei einer Investition in ein Unternehmen im Vergleich zu einer risikolosen Anlage um bestimmte Risikozuschläge erhöht.

Als *Einzelbewertungsverfahren* kommen die folgenden Kalküle in Betracht: Der *Substanzwert als Teilreproduktionswert* (TRW) stellt das Ergebnis der Addition der

⁸ Zur Frage der Bestimmung des Unternehmenswertes unter der Annahme einer ewigen Thesaurierung von Gewinnen vgl. zuletzt *Blaufus*, S. 1517 ff. unter Bezugnahme insbesondere auf *Kruschwitz/Löffler*, S. 1041 ff.

mit ihren Wiederbeschaffungskosten angesetzten betriebsnotwendigen Vermögenswerte und Schulden dar; das nicht betriebsnotwendige Vermögen ist zum Liquidationswert anzusetzen. Der Substanzwert als TRW besitzt als Hilfswert keine eigenständige Bedeutung als Evaluationskalkül (IDW S 1.172). Weiterhin ermittelt der *Substanzwert als Vollreproduktionswert* (VRW) die Nachbaukosten eines strukturalähnlichen Unternehmens. Ist eine Unternehmensreproduktion möglich, so stellt der Substanzwert als VRW die Kaufpreisobergrenze für einen rational handelnden Käufer dar. Der *Liquidationswert* ermittelt die Summe der Einzelveräußerungserlöse aus der Zerschlagung des Unternehmens. Dieser Wert stellt die absolute Wertuntergrenze für den Verkäufer dar (IDW S 1.141).

Kombinationsverfahren gewichten die mittels Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren ermittelten Werte. Als eine mögliche Ausprägungsform der Kombinationsverfahren berechnet die *Mittelwertmethode* den Unternehmenswert, indem die Summe von Ertragswert und Substanzwert als TRW durch zwei dividiert wird. Theoretisch ist dieses Vorgehen aufgrund seiner teilweisen Orientierung am TRW und der Vermischung von Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren abzulehnen.

Die in der Praxis häufig eingesetzten *Preisfindungsverfahren* zielen darauf ab, den Betrag zu ermitteln, der für das Evaluationsobjekt tatsächlich zu entrichten ist. Häufig verwandt werden branchenspezifische *Gewinn-, EBIT- oder Umsatzmultiplikatoren* sowie der *Börsenwert* des Evaluationsobjektes oder von Vergleichsunternehmen. Preisfindungsverfahren bieten Anhaltspunkte, um einen zuvor mit Hilfe eines Gesamtbewertungsverfahrens ermittelten Unternehmenswert im Hinblick auf seine Plausibilität zu überprüfen (IDW S 1.143 ff.).

Die *Bedeutung* der einzelnen Evaluationskalküle *variiert in Abhängigkeit von verschiedenen Einflußfaktoren*. Als Einflußfaktoren sind zu nennen:

- *Anlaß der Evaluation*

Anlaß kann ein Unternehmenskauf oder -verkauf sowie ein Börsengang sein. In Betracht kommt auch ein gesetzlicher Anlaß wie z. B. die Barabfindung bei Aufspaltung und Abspaltung (§§ 125 Satz 1 i.V.m. 29 Abs. 1 UmwG) oder die Ermittlung eines angemessenen Ausgleichs für die Minderheitsaktionäre, sofern die Gesellschaft einen Gewinnabführungs- oder Beherrschungsvertrag abschließt (§§ 304 f., 320 b AktG).

- *Funktion der Evaluation*

Während der Evaluierende in der Funktion als neutraler Gutachter einen objektiven Unternehmenswert ermittelt, stellt dieser in der Funktion als Schiedsgutachter einen Einigungswert fest und in der Funktion als Berater werden subjektive Entscheidungswerte (Preisober- und -untergrenzen) sowie Argumentationswerte berechnet.⁹

- *Eigeninteressen*

Beispielsweise wurde beim Zusammenschluß von Daimler/Chrysler für die Festlegung des Umtauschverhältnisses zunächst mit Börsenwerten agiert. Da sich auf diese Weise das gewünschte Ergebnis offensichtlich nicht erreichen ließ, wurde fortan mit dem Ertragswert gerechnet, der gegenüber dem Börsenwert einen um 28% höheren Unternehmenswert für Chrysler ergab. In einem engen Zusammenhang hierzu stehen auch die Bemühungen, die Voraussetzungen für die im Rahmen der Rechnungslegung gewünschte Interessenzusammenführungsmethode (pooling of interests-method) zu schaffen, welche auf einen Zusammenschluß unter Gleichen (merger of equals) abstellt. Durch die Anwendung der Interessenzusammenführungsmethode ließen sich erfolgswirksame Abschreibungen auf einen Geschäfts- oder Firmenwert, die sich bei Anwendung der Erwerbsmethode ergeben hätten, in Höhe von mehr als 27 Mrd. € vermeiden.¹⁰

Des weiteren kann es für den Manager des Käuferunternehmens rational sein, einen über den Entscheidungswert hinausgehenden Preis zu zahlen, wenn sein berufliches Fortkommen im Unternehmen eng mit dem Zustandekommen der Unternehmenstransaktion verknüpft ist. Demnach handelt der Manager hier auch dann rational, wenn er bestehende Integrationsprobleme ignoriert oder unterschätzt, um die Kluft zwischen Entscheidungswert und Kaufpreis nicht zu groß werden zu lassen. Empirische Studien unterstützen diese Vermutung, indem sie u. a. belegen, daß das Management des Käuferunternehmens regelmäßig und systematisch die Höhe der mit dem Unternehmenskauf verbundenen Vorteile überschätzt.¹¹ In diesem Sinne zeigen auch die Ergebnisse der in Abbildung 1 dargestellten KPMG-Studie, daß die ex post vorgenommenen subjektiven Erfolgsbeurteilungen durch das Management und der tatsächliche Erfolg, gemessen an der Aktienkursentwicklung, stark voneinander abweichen.

- *Merkmale des Evaluationsobjektes*

So werden z. B. bei start up-Unternehmen Gesamtbewertungsverfahren zumeist nur vereinfacht angewandt, weil diese Unternehmen über keine Historie verfügen, auf deren Basis sich zuverlässig künftige Ein- und Auszahlungen berechnen lassen.

⁹ Siehe hierzu auch IDW S 1.12, jedoch ohne Hinweis auf die Ermittlung von Argumentationswerten in der Beratungsfunktion.

¹⁰ Vgl. *Großfeld*, S. 262. Nach US-GAAP ist die Anwendung der pooling of interests-method derzeit nicht mehr zulässig. Allerdings wurde die Abschaffung dieser Methode mit dem sog. impairment only-approach „erkaufte“, der vorgibt, einen aus einer Unternehmensübernahme resultierenden Geschäfts- oder Firmenwert nicht mehr planmäßig, sondern nur noch außerplanmäßig abzuschreiben. Vgl. SFAS 141, 142. Die erheblichen Ermessensspielräume bei der Ermittlung der außerplanmäßigen Abschreibungen kann das bilanzierende Unternehmen stets i.S. einer möglichst positiven Außendarstellung nutzen. Kritisch hierzu auch *Siegel*, S. 749 ff.

¹¹ Sog. Hybris-Hypothese; vgl. *Pooten*, S. 51 und die dort angegebene Literatur.

Zudem erzielen diese Unternehmen oftmals auf absehbare Zeit keine positiven Einzahlungsüberschüsse. Hier erlangen Preisfindungsverfahren eine stärkere Beachtung. Ähnliches gilt für die Evaluation kleiner und mittlerer Unternehmen (IDW S 1.165 ff.). Dagegen finden Gesamtbewertungsverfahren bei Unternehmen der old economy regelmäßig detailliert Anwendung.

- *Art und Umfang evaluationsrelevanter Informationen*

Die Unternehmensevaluation ist ein betriebswirtschaftliches Problem unter Berücksichtigung asymmetrischer Informationsverteilungen.¹² Dabei verfügt der Verkäufer im Vergleich zum Käufer regelmäßig über eine reichhaltigere Informationsbasis, die es dem Verkäufer erlaubt, die Kaufpreisuntergrenze auf Basis eines Gesamtbewertungsverfahrens detailliert zu berechnen. Einen Informationsvorsprung besitzt der Käufer nur hinsichtlich der geplanten Fortführungskonzeption sowie der Existenz von Synergiepotentialen. Da der Käufer insgesamt über weniger Informationen verfügt, dürfte dieser eher dazu neigen, vereinfachte Preisfindungsverfahren einzusetzen. Der Informationsvorsprung des Käufers läßt sich zumindest teilweise über eine im Vorfeld der Akquisition durchzuführende due diligence-Prüfung¹³ abbauen.

- *Kosten und Dauer der Evaluation*

Beispielsweise kann es bei Erwerb eines kleinen Unternehmens oder der Abfindung nur weniger außenstehender Gesellschafter angezeigt sein, verstärkt vereinfachte Preisfindungsverfahren anzuwenden, wenn die Kosten für die Anwendung eines Gesamtbewertungsverfahrens in keinem sinnvollen Verhältnis zu dem erwarteten Kaufpreis stehen.

- *Konventionen und Normen*

Während Konventionen nicht explizit formulierte Regeln des Umgangs darstellen, sind Normen tendenziell konkreter und umfassen alle Regeln, die den Anspruch auf Verhaltenssteuerung erheben. Beispielsweise besitzt das zumeist in der Schweiz eingesetzte sog. Schweizer Verfahren den Charakter einer Konvention.¹⁴ Einen solchen Charakter dürfte auch das sog. Umsatzverfahren besitzen, welches

¹² Vgl. *Vincenti*, S. 55 ff.

¹³ Vgl. stellvertr. *Berens/Strauch*, S. 511 ff., die zudem empirisch belegen, daß die Praxis solche Prüfungen in ungefähr 80% der Fälle durchführt; vgl. ebd., S. 516. Zur Prüfungsdurchführung vgl. *Pack*, S. 221 ff.

¹⁴ Das Schweizer Verfahren errechnet den vermeintlichen Unternehmenswert wie folgt: $(2 \times \text{Ertragswert} + \text{Substanzwert als TRW}) / 3$. Hier hat eine in der Schweiz durchgeführte Befragung gezeigt, daß in 68% der Fälle ein Kombinationsverfahren angewandt wurde. Wurde ein solches Verfahren eingesetzt, so fand in 79% der Fälle das Schweizer Verfahren Anwendung. Vgl. *Knüsel*, S. 309 ff. Allerdings ist zu fragen, ob die Ergebnisse der aus dem Jahr 1991 stammenden Studie auch zum heutigen Zeitpunkt noch ihre Gültigkeit besitzen.

für die Evaluation von Wirtschaftsprüferpraxen eingesetzt wird.¹⁵ Konventionen sind auch dahingehend bedeutsam, daß sich Käufer und Verkäufer auf eine gemeinsame „Sprache“ im Verhandlungsprozeß einigen müssen. Im Hinblick auf die Gesamtbewertungsverfahren hat sich die Konvention herausgebildet, DCF-Verfahren im angelsächsischen Bereich und bei grenzüberschreitenden Transaktionen zu verwenden. Dagegen gelangt das traditionelle Ertragswertverfahren oftmals bei rein nationalen Transaktionen zur Anwendung.

Als zentrale Norm ist IDW S 1 zu nennen. Dieser IDW-Standard erhebt den Anspruch, die Berufsauffassung der Wirtschaftsprüfer zur Evaluation von Unternehmen anzugeben (IDW S 1.1). Der nicht rechtsverbindliche Standard ist insofern bindend, als er durch die eingebrachte berufliche Kompetenz zu überzeugen vermag. Gleichwohl ist stets zu prüfen, ob die dort formulierten Berufsgrundsätze im vorliegenden Einzelfall zu sachgerechten Lösungen führen. Weicht ein Wirtschaftsprüfer bei Durchführung einer Unternehmensevaluation von IDW S 1 ab, so muß er z. B. vor Gericht darauf vorbereitet sein, sein abweichendes Vorgehen zu begründen.

Diese zuvor genannten Einflußfaktoren *interagieren wiederum untereinander*. So greift z. B. IDW S 1 eine Vielzahl dieser Faktoren auf und zieht diese als Begründung für seine Empfehlungen heran. Zudem hat die zunehmende Verbreitung der DCF-Verfahren das IDW dazu bewogen, diese Verfahren (entgegen der in der vorherigen Stellungnahme HFA 2/1983 vertretenen Auffassung) nun als eine zum traditionellen Ertragswertverfahren gleichwertige Alternative zu akzeptieren. Aber auch die anderen Faktoren interagieren untereinander: Beispielsweise stehen die Faktoren „Art und Umfang evaluationsrelevanter Informationen“ und „Merkmale des Evaluationsobjektes“ dahingehend in einem engen Zusammenhang, daß es für einem potentiellen Käufer bei der Evaluation eines start up-Unternehmens ohne Historie, dessen Wert alleine auf einem Technologievorsprung beruht, kaum möglich sein dürfte, ein Gesamtbewertungsverfahren anzuwenden. Ein solcher Käufer muß sich faktisch primär auf die Anwendung von Preisfindungsverfahren beschränken.

Einen ersten Überblick über die Elemente des Bezugsrahmens sowie das bestehende Beziehungsgeflecht gibt Abbildung 3.

¹⁵ Dem Umsatzverfahren zufolge bewegt sich der Preis für eine Wirtschaftsprüferpraxis zumeist innerhalb einer Bandbreite von 100 bis 130 % des nachhaltigen Jahresumsatzes; vgl. IDW, WP-Handbuch 2000, B 31 ff.

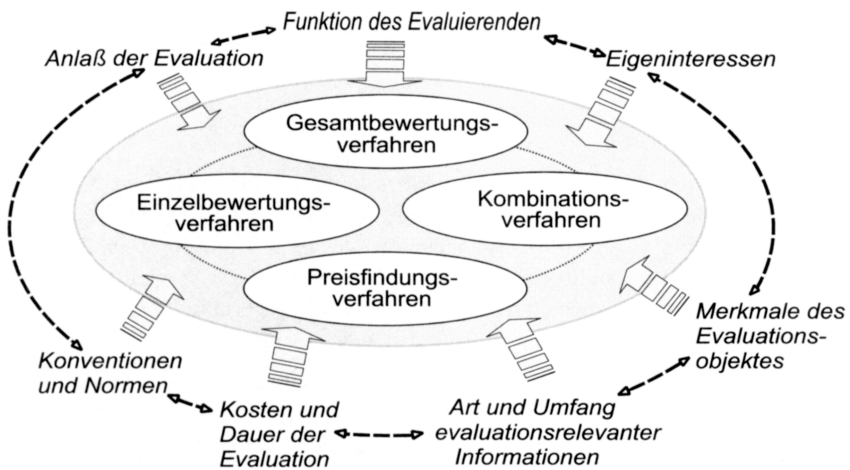


Abbildung 3: Bezugsrahmenskizze

C. Verwendung und Eignung des Börsenkurses für Evaluationszwecke

I. Überblick und Meinungsspiegel

Der Börsenwert ist definiert als die Anzahl der umlaufenden Aktien multipliziert mit dem Börsenkurs (Marktkapitalisierung). Der Börsenwert kann *direkt* als Preisfindungsverfahren für die Durchführung von Plausibilitätsbeurteilungen herangezogen werden (IDW S 1.143). Der Börsenwert kann aber auch als Bestandteil anderer Preisfindungsverfahren *indirekt* Bedeutung erlangen. Dabei geht der Börsenwert insbesondere in direkte Vergleichsverfahren (comparative company-approach) wie z. B. die initial public offering-method oder die similar public company-method ein.¹⁶ Idee der direkten Vergleichsverfahren ist es, daß vergleichbare Unternehmen auch vergleichbare Unternehmenswerte aufweisen müssen.

Ziel der im Folgenden näher zu untersuchenden *similar public company-method* ist es, den Wert eines nicht börsennotierten Unternehmen zu bestimmen. Für diese Zwecke ist das Evaluationsobjekt zunächst zu analysieren. Anschließend sind anhand verschiedener Kriterien wie z. B. Branchenzugehörigkeit, Unternehmensgröße, Verschuldungsgrad, Rentabilität sowie angewandtes Geschäftsmodell börsennotierte Vergleichsunternehmen (peer group) auszuwählen. Wird vereinfacht nur

¹⁶ Zu den folgenden Ausführungen vgl. stellvertr. Mandl/Rabel, S. 259 ff. und Löhnert/Böckmann, S. 401 ff. und die dort angegebene Literatur.

auf ein Vergleichsunternehmen abgestellt, so folgt die Marktpreisermittlung (Basisgröße) für das Evaluationsobjekt (MP_{EO}) dem folgenden Schema:

$$MP_{EO} = V_{EO} \times \frac{MP_V}{V_V}$$

Dabei entspricht MP_V dem Marktpreis des Vergleichsunternehmens; V_V ist die Vergleichsgröße (z. B. Cash Flow, Jahresergebnis, EBIT, EBITDA) des Vergleichsunternehmens und V_{EO} ist die Vergleichsgröße des Evaluationsobjektes. Der Quotient aus MP_V und V_V stellt den Multiplikator dar, der auf die Vergleichsgröße des Evaluationsobjektes anzuwenden ist. Die auf diese Weise ermittelte Basisgröße für den Marktpreis unterliegt zudem verschiedenen Korrekturen:

- Werden Mehrheitsanteile an einem nicht-börsennotierten Unternehmen erworben und handelt es sich bei dem Vergleichsunternehmen um ein Unternehmen mit breit gestreuten Anteilen, so geht das Halten der Anteile bei dem Vergleichsunternehmen nicht mit einer Kontrollmöglichkeit einher. Hier sind pauschale *Zuschläge* in Form einer Kontrollprämie (Paketzuschläge) üblich. Empirischen Studien zufolge sind Prämien zwischen 35 % und 49 % üblich.¹⁷
- Da das Evaluationsobjekt nicht börsennotiert ist, sind empirisch *Abschläge* wegen geringerer Fungibilität der Anteile von durchschnittlich 30% feststellbar.¹⁸

Die *grundsätzliche Eignung* des Börsenkurses für die Zwecke der Unternehmensbewertung ist unter Hinweis auf den Einfluß spekulativer Elemente, die besonders bei Marktinge leichte Manipulierbarkeit von Kursen sowie den kurzfristigen Zeithorizont der Akteure zu kritisieren.¹⁹ Auch der Preisbildungsprozeß auf den Aktienmärkten ist nicht abschließend geklärt. Dabei stellt der Aktienkurs stets einen „Ungleichgewichtspreis“ dar,²⁰ da in ihm immer nur ein Durchschnitt vielfältiger und mit unterschiedlichen Wahrscheinlichkeitsempfindungen verknüpfte Erwartungen zum Ausdruck kommt. Weiterhin muß auf dem Aktienmarkt „ein gewisser Grad an Informationsineffizienz gegeben sein, da sonst niemand einen Vorteil aus der Informationsbeschaffung ziehen könnte.“²¹ Zudem kann aus dem an der Börse realisierten Kurs für eine einzelne Aktie nicht auf den Wert des Unternehmens als Ganzes geschlossen werden.²² Konzeptionell ist zu kritisieren, daß die auf dem Aktienmarkt gebildeten Preise keinen subjektiven Entscheidungswert für einen Investor darstellen, der ein Gesamtunternehmen erwerben will.

¹⁷ Vgl. z. B. *Gaughan*, S. 521 unter Bezugnahme auf Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, Mergerstat Review, 1994 und 2001. Siehe hierzu auch den Beitrag von *Ballwieser* in dem vorliegenden Sammelband.

¹⁸ Vgl. *Böcking/Nowak*, S. 174 m. w. N.

¹⁹ Vgl. hierzu sowie zu den folgenden Ausführungen stellvertr. *Hachmeister*, S. 38 ff. m. w. N.

²⁰ Vgl. *Schneider*, S. 254.

²¹ *Hachmeister*, S. 43.

²² Vgl. auch *Olbrich*, S. 460 ff.

Da private Anleger bei ihren Entscheidungen auf dem Aktienmarkt häufig auf Aktienanalysen zurückgreifen, liegt die Frage nahe, wie Analysten ihre Entscheidungen treffen. Der in der Praxis am weitesten verbreitete Ansatz einer einzelwertorientierten Aktienanalyse ist die Fundamentalanalyse.²³ Diese geht davon aus, daß der Kurs einer Aktie um seinen inneren Wert schwankt und daß sich der innere Wert über das Barwertkonzept bestimmen läßt. Insofern zeigen sich methodisch zumindest gewisse Ähnlichkeiten zur Bestimmung eines individuellen Entscheidungswertes bei Anwendung eines Gesamtbewertungsverfahrens. Allerdings greift die Fundamentalanalyse u. a. auf das EVA-Konzept sowie Multiplikatoren und einfache Kennzahlen zurück; diese besitzen im Rahmen der Gesamtbewertungsverfahren keine eigenständige Bedeutung. Neben der Fundamentalanalyse existieren weitere Verfahren zur Aktienanalyse, wie z. B. die technische Analyse sowie künstliche neuronale Netze, die bei der Anwendung eines Gesamtbewertungsverfahrens gleichfalls keine eigenständige Bedeutung besitzen. Weiterhin ist davon auszugehen, daß Aktienanalysten historischen Größen einen weitaus größeren Stellenwert beimessen als der Prognose künftiger Stromgrößen; zudem besitzen Unternehmensstories nur für Analysten eine eigenständige Bedeutung.²⁴ Bereits diese kurze Skizze zeigt, daß der von einem Aktienanalysten ermittelte Unternehmenswert regelmäßig zwangsläufig von dem Wert abweichen wird, der sich bei Anwendung eines Gesamtbewertungsverfahrens ergibt.

Neben den zuvor formulierten Vorbehalten gibt es weitere *verfahrensspezifische Kritikpunkte*, die sich gegen jene Evaluationsverfahren richten, in die Börsenkurse eingehen. Dabei ist die similar public company-method vor allem hinsichtlich ihrer fehlenden Objektivität zu kritisieren. Hier ergibt sich in Abhängigkeit davon, welches börsennotierte Vergleichsunternehmen und welche Vergleichsgröße gewählt werden, ein breites Spektrum argumentierbarer potentieller Marktpreise. Zudem ist die Anzahl der börsennotierten inländischen Unternehmen in Deutschland vergleichsweise gering.²⁵ Hinzu treten erhebliche Ermessensspielräume bei der Bemessung der Zu- und Abschläge auf die Basisgröße. Des weiteren unterliegt die Vergleichsgröße V im Zeitablauf oftmals erheblichen Schwankungen: Beispielsweise bewegte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der US-Technologiewerte in den Jahren 2000 und 2001 zwischen 29 und 115.²⁶ Bei einem Jahresergebnis von 2 Mio. US-\$ für das Evaluationsobjekt und 20 Mio. US-\$ für das Vergleichsunternehmen sowie unter der Annahme, daß das KGV des Vergleichsunternehmens dem Branchendurchschnitt entspricht, ergeben sich Marktpreise für das Evaluationsobjekt zwischen 58 Mio. US-\$ und 230 Mio. US-\$.²⁷

²³ Zur Fundamentalanalyse vgl. stellvertr. Steiner / Bruns, S. 208 ff.

²⁴ Vgl. Spremann, S. 344.

²⁵ Im September 2001 betrug die Anzahl der börsennotierten inländischen Aktiengesellschaften in Deutschland 750, in Großbritannien und Nord-Irland 2.450 und in den USA (NYSE und NASDAQ) 5.703; vgl. Deutsches Aktieninstitut, S. 02 – 3a.

²⁶ Vgl. o. V., Wall Street entdeckt alte Bewertungs-Maßstäbe wieder, S. 46.

Weiterhin ist zu kritisieren, daß die similar public company-method auf Vergangenheitswerte (Vergleichsgröße) zurückgreift und insofern gegen den Grundsatz der Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung verstößt (IDW S 1.24 ff.). Auch der Einwand, daß Börsenwerte aufgrund der Einpreisung künftiger Entwicklungen dem Grundsatz der Zukunftsbezogenheit sehr wohl gerecht werden,²⁸ vermag nicht zu überzeugen. Vielmehr verknüpft der mittels der similar public company-method ermittelte Wert den Börsenwert unauflöslich mit historischen Werten (Vergleichsgrößen), die dann zu einem Wertekonglomerat führen. Weiterhin wird argumentiert, der Ausschluß der similar public company-method „würde zu einer Vernachlässigung von Marktinformationen führen“²⁹. Dem ist entgegenzuhalten, daß der Bewerter gerade bei Durchführung einer due-diligence-Prüfung über einen Informationsvorsprung gegenüber dem Kapitalmarkt verfügen dürfte;³⁰ dem steht nicht entgegen, daß die im Börsenkurs zum Ausdruck kommenden Marktinformationen dann bedeutsam sind, wenn es um den tatsächlich zu zahlenden Preis sowie das Zustandekommen der Unternehmenstransaktion geht.

Teilweise wird eingewandt, es werde nicht gegen den Grundsatz der Subjektbezogenheit verstoßen, wenn der mittels der similar public company-method ermittelte (objektivierte) Wert in einer zweiten Stufe um subjektive Komponenten, wie z. B. echte Synergiepotentiale, korrigiert würde.³¹ Eine Quantifizierung dieser Synergien ist jedoch mit erheblichen Problemen behaftet, die sich in dem vorliegenden Fall dadurch verschärfen, daß ein nicht weiter differenzierbarer Börsenwert als zu korrigierende Ausgangsbasis vorliegt.³² Wird als Vergleichsgröße das Jahresergebnis herangezogen, kommt es aufgrund der derzeit verstärkt feststellbaren Hinwendung zu full fair value-Bewertungskonzeptionen (für die *einzelnen* assets und liabilities) in der Rechnungslegung³³ zu weiteren Vermischungen von historischen und zukunftsorientierten Werten einerseits und Einzel- und Gesamtbewertungskonzeptionen andererseits.

²⁷ $MP_{EO} (KGV\ 29) = 2\ \text{Mio. US-}\$ \times 580\ \text{Mio. US-}\$ / 20\ \text{Mio. US-}\$ = 58\ \text{Mio US-}\$$. $MP_{EO} (KGV\ 115) = 2\ \text{Mio. US-}\$ \times 2.300\ \text{Mio. US-}\$ / 20\ \text{Mio. US-}\$ = 230\ \text{Mio. US-}\$$.

²⁸ Diese Auffassung vertreten *Peemöller/Meister/Beckmann*, S. 200.

²⁹ *Peemöller/Meister/Beckmann*, S. 208, im wesentlichen unter Bezugnahme auf die similar public company-method.

³⁰ So offensichtlich auch *Widmann*, S. 105.

³¹ Vgl. *Peemöller/Meister/Beckmann*, S. 199.

³² Soll z. B. im Hinblick auf die Realisierung von Fixgrößendegressionseffekten eine Produktionsstätte beim Evaluationsobjekt stillgelegt und die Produktionsstätte beim Käuferunternehmen ausgeweitet werden, so wäre zu schätzen, welcher Teilbetrag des objektivierten Börsenwertes auf die zu schließende Produktionsstätte entfällt. Zu diesem Teilbetrag ist der Wert der Produktionsstätte des Käuferunternehmens in ihrer bisherigen Fortführungskonzeption zu addieren. Um die Synergiepotenziale zu ermitteln, ist die sich ergebene Summe mit den diskontierten Einzahlungsüberschüssen, die sich bei Zusammenlegung der beiden Produktionsstätten (ggf. unter Berücksichtigung der Stilllegungskosten für die zu schließende Produktionsstätte) realisieren lassen, zu vergleichen.

³³ Vgl. z. B. IAS 39; siehe hierzu auch *Baetge/Zülch*, S. 543 ff.

Die zuvor formulierten Kritikpunkte dürfen allerdings nicht dazu führen, den Börsenwert für Evaluationszwecke grundsätzlich abzulehnen. Auch Abbildung 4 zeigt, daß die Praxis neben den Gesamtbewertungsverfahren eine Vielzahl weiterer Verfahren einsetzt. Hierzu gehört auch der Börsenwert sowie die teilweise auf Börsenkursen basierenden Multiplikatoren.

Studie / Jahr	KPMG, 2000	Pellens et al., 2000	Peemöller et al., 1999	Beck, 1996	Beck, 1996
Befragte Akteure	DAX 30 / M-DAX- Unternehmen	DAX 100- Unternehmen	gemischt	Käufer	Berater
traditionelles Ertragswertverfahren	46%	32%	46%	77%	67%
DCF-Verfahren	68%	76%	95%	63%	89%
Substanzwert	o.A.	15%	16%	23%	11%
Kombinationsverfahren	o.A.	o.A.	5%	3%	6%
Multiplikatoren	30%	71%	73%	31%	61%
Vergleichspreise	o.A.	o.A.	19%	46%	72%
Börsenwert	o.A.	o.A.	5%	34%	61%

Abbildung 4: Empirische Studien zur Anwendung der Evaluationskalküle³⁴

Allerdings reicht es in der typischen Verhandlungssituation zwischen Käufer und Verkäufer nicht aus, alleine den Börsenwert und/oder einen Multiplikator zu bestimmen. Um die Vorteilhaftigkeit des geplanten Unternehmenskaufs zu beurteilen, muß der Käufer in einem zweiten Schritt seinen Nutzen individuell einschätzen, d. h. als Vergleichsmaßstab ist ein Gebrauchswert als subjektiver Entscheidungswert zu bestimmen. Demnach ist stets ein Gesamtbewertungsverfahren anzuwenden; ggf. sind als spezielle Entscheidungswerte der Liquidationswert (Wertuntergrenze für den Verkäufer) oder der Substanzwert als Vollreproduktionswert (Wertobergrenze für den Käufer) zu berücksichtigen. Demnach besteht faktisch ein *Methodenpluralismus bei Dominanz der Gesamtbewertungsverfahren*.

An dieser Einschätzung ändert sich auch dann nichts, wenn argumentiert wird, die Ermittlung eines Unternehmensgesamtwertes sei mit erheblichen Unsicherheiten behaftet, teilweise methodisch angreifbar (z. B. Rückgriff auf vergangenheitsorientierte Betas bei der Bestimmung des Kapitalkostensatzes) und bereits durch geringfügige Variationen der Bewertungsparameter (z. B. Bestimmung des Kapitalkostensatzes oder des Restwertes) in hohem Maße manipulierbar. Diesen nicht

³⁴ Aufgrund von Mehrfachnennungen ergeben sich Prozentsätze, die in der Summe 100% übersteigen. Zudem sind die Kategorien nicht ganz trennscharf, da z. B. Vergleichspreise i.S. der similar public company-method stets auch Multiplikatoren darstellen und der Börsenkurs als Teilkomponente des Börsenwertes über das KGV-Verhältnis in den Multiplikator der similar public company-method Eingang finden kann.

unberechtigten Bedenken ist entgegenzuhalten, daß auch bei einem Rückgriff auf Börsenwerte oder entsprechende Multiplikatoren dieselben Probleme einer vermeintlich einfachen, jedoch gleichfalls mit Unsicherheiten behafteten Lösung zugeführt werden.³⁵ Vielmehr ist zu kritisieren, daß ein solches Vorgehen zu schnell zu viel Komplexität reduziert und damit Werte generiert, die gar nicht mehr auf ihre Annahmen hinterfragt werden können.³⁶ Damit wird der Blick auf die eigentlichen Probleme versperrt. Folglich liegt ein entscheidender Vorteil des Rückgriffs auf ein Gesamtbewertungsverfahren darin, daß die Werteermittlung hinsichtlich ihrer Methodik und des verwendeten Datenmaterials für Dritte intersubjektiv nachvollziehbar und damit auch angreifbar ist.

Gleichwohl sind Börsenwerte und auf Börsenkursen basierende Multiplikatoren bedeutsam: Zum einen bieten diese Werte Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Resultate der Entscheidungswertermittlung (IDW S 1.143), und zum anderen sind diese Werte in Abhängigkeit von ihrer Akzeptanz und Höhe geeignet, um als Argumentationswert eigene Verhandlungspositionen durchzusetzen. So wird sich beim Verkauf eines börsennotierten Unternehmens bei einem funktionierenden Markt ohne erkennbare spekulative Eingriffe kaum ein Kaufpreis durchsetzen lassen, der unter dem aktuellen Börsenkurs liegt. Allerdings gilt auch hier: Überschreitet dieser Kaufpreis den subjektiven Entscheidungswert des Käufers, kommt die Transaktion nicht zustande. Besonders bei Anwendung der *similar public company-method* ergibt sich ein breiter Spielraum argumentierbarer Werte.³⁷ Allerdings ist hier die Eignung als Argumentationswert dahingehend eingeschränkt, als auch die andere Verhandlungsseite diese Spielräume kennt und versuchen wird, für die Durchsetzung ihrer eigenen Vorstellungen zu nutzen.

Aus dem Blickwinkel des Bezugsrahmens spricht die Verwendung als Argumentationswert den Einflußfaktor „Eigeninteressen“ an. Eigeninteressen spielen auch bei einem Börsengang eine Rolle (Einflußfaktor „Anlaß der Evaluation“). Da sowohl die Konsortialbanken als auch der Emittent zumeist an einem hohen Emissionspreis interessiert sind,³⁸ neigen diese Akteure dazu, jene Evaluationsverfahren zu verwenden, die einen möglichst hohen Emissionspreis stützen. Beispielsweise

³⁵ Die folgenden Ausführungen mögen dies verdeutlichen: „When comparing multiples across firms, we are making all of the same assumptions that we normally make in a discounted cash flow valuation, but they tend to be implicit than explicit. Worse still, we sometimes do not even realize what assumptions we are making.“ (*Damodaran*, S. 49).

³⁶ Vgl. *Bretzke*, S. 820 f. Auch der Empfehlung in IDW S 1.85, eine Unternehmensevaluation sollte das Ausmaß über die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse verdeutlichen, wird nicht entsprochen.

³⁷ Vgl. auch *Hafner*, S. 88 f.

³⁸ Die Platzierungsprovision der Konsortialbanken bewegt sich zumeist in der Bandbreite von 4 bis 5% des Emissionsvolumens; vgl. *Scholz*, S. 330. Gleichwohl haben sowohl die Banken als auch das emittierende Unternehmen ein Interesse an einem realistischen Emissionskurs, da ansonsten Reputationsschäden zu erwarten sind. Beim Emittenten dürfte eine nachhaltig negative Kursentwicklung nach der Ausgabe insbesondere künftige Kapitalerhöhungen erschweren.

zeigt sich beim Börsengang an das Marktsegment „Neuer Markt“ ein besonders ausgeprägter Methodenpluralismus.³⁹ Hier kann durch die bewußte Auswahl der eingesetzten Verfahren der Emissionspreis „in die gewünschte Richtung beeinflusst und entsprechend kommuniziert werden.“⁴⁰ Zudem sind die Konsortialbanken nicht zuletzt deshalb an dem Einsatz der similar public company-method interessiert, weil sie aufgrund des Rückgriffs auf eigene Datenbanken besonders gut in der Lage sind, eine solche Evaluation durchzuführen (z. B. Festlegung einer geeigneten peer group) und insofern gegenüber anderen Anbietern von Evaluationsdienstleistungen (wie z. B. dem Wirtschaftsprüfer) einen Wettbewerbsvorteil besitzen (Einflußfaktor „Eigeninteressen“). Unabhängig vom Evaluationsanlaß spricht auch die Einfachheit und damit die Kommunizierbarkeit unter Nicht-Fachleuten für den Rückgriff auf Börsenwerte bzw. börsenkursbasierte Multiplikatoren;⁴¹ in diesem Fall sind die Einflußfaktoren „Konventionen und Normen“ sowie „Kosten und Dauer der Evaluation“ angesprochen.

Im folgenden soll die Bedeutung des Börsenkurses am Beispiel der Bemessung eines angemessenen Ausgleichs außenstehender Aktionäre näher beleuchtet werden.

II. Relevanz von Börsenkursen in Abhängigkeit von den in der Bezugsrahmenskizze genannten Einflußfaktoren – dargestellt am Beispiel der Abfindung außenstehender Aktionäre

Das Erfordernis, bei Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags den außenstehenden Aktionären einen angemessenen Ausgleich zu entrichten, findet sich in den §§ 304 f. AktG. Hier sieht der Beschluß des BVerfG vom 27. 4. 1999 vor, daß die außenstehenden Aktionäre eine volle Entschädigung gem. Artikel 14 Abs. 1 GG erhalten sollen.⁴² Dabei muß der Börsenwert beachtet werden.⁴³ Dies bedeutet nicht, daß ein mittels DCF- oder Ertragswertverfahren ermittelter Betrag ohne Belang ist. Argumentiert wird vielmehr dahingehend, daß eine volle Entschädigung voraussetzt, daß der Aktionär *mindestens* den Betrag erhält, den er bei einer Veräußerung der Aktie über die Börse erzielt hätte. Die

³⁹ Ausgewertet wurden 363 Research-Berichte. In 78,5% der Fälle wird auf mindestens zwei Verfahren zurückgegriffen; das arithmetische Mittel der Anzahl der eingesetzten Verfahren beträgt 3,3. Am bedeutsamsten sind die DCF-Verfahren mit einer Anwendungshäufigkeit von 71,9% und KGV-basierte Multiplikatoren mit einer Anwendungshäufigkeit von 60,6%. Zu den Einzelheiten vgl. *Strauch/Lütke-Uhlenbrock*, S. 366 ff.

⁴⁰ *Strauch/Lütke-Uhlenbrock*, S. 376.

⁴¹ So auch *Widmann*, S. 104.

⁴² Vgl. *BVerfG*, S. 780 ff. sowie *Hüttemann*, S. 454 ff.

⁴³ In diesem Fall fungiert ein börsennotiertes Unternehmen als Evaluationsobjekt; insofern besitzt die similar public company-method keine nennenswerte Bedeutung.

Dominanz des Börsenwertes begründet sich nach dem Beschluß des BVerfG nicht darauf, daß dieser den Unternehmenswert besser als ein Gesamtbewertungsverfahren widerspiegelt, sondern darauf, daß der Börsenkurs ein Indikator für die monetären Geldeinheiten ist, die der Minderheitsaktionär bei einer freien *Desinvestitionsentscheidung* als „exit“-Strategie realisieren kann.⁴⁴ Allerdings ist der Börsenkurs nicht heranzuziehen, „wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist“⁴⁵. Der zuvor dargelegten Auffassung hat sich das IDW, allerdings ohne nähere Begründung, in IDW S 1.16 angeschlossen.

Die zuvor dargelegte Entscheidung soll nun aus betriebswirtschaftlicher Sicht näher beleuchtet werden. Hier ist zunächst einmal zu fragen, ob die den außenstehenden Aktionären zugedachte aktienkursorientierte Preisuntergrenze Synergiepotentiale beinhalten soll. Im Rahmen der Ermittlung eines Zukunftserfolgswertes wird zumeist davon ausgegangen, daß *unechte* Synergiepotentiale, die sich mit einer nahezu beliebigen Vielzahl von Partnern realisieren lassen, zu berücksichtigen sind.⁴⁶ Dagegen sind *echte* Synergiepotentiale, die sich nur durch das herrschende Unternehmen realisieren lassen, nicht zu berücksichtigen. Der BGH „löst“ das Problem der Synergiezuweisung dahingehend, daß er auf das Urteil der Kapitalmarktteilnehmer verweist: Relevant ist der Börsenkurs, welcher „die Einschätzung des Marktes über die zu erwartenden unechten und echten Synergieeffekte zum Ausdruck bringt“⁴⁷. Diese Vorgehensweise erscheint jedoch vor dem Hintergrund, daß der Börsenkurs die Wertuntergrenze bei einer freien Desinvestitionsentscheidung bildet, zunächst einmal konsequent.

Da der Abschluß des Unternehmensvertrags (Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag) regelmäßig bereits vor der Hauptversammlung bekannt ist und als Börsenkurs der Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor der Hauptversammlung der beherrschten Aktiengesellschaft heranzuziehen ist, spiegeln sich die vom Markt erwarteten Synergiepotentiale im Börsenkurs wider. Die Börse dürfte allerdings keine genaue Kenntnis zum einen von der Existenz der Synergiepotentiale und zum anderen von den Plänen der herrschenden Gesellschaft, diese Potentiale umzusetzen, besitzen. Vielmehr reagiert die Börse in spekulativer Erwartung auf die Ankündigung des Abschlusses des Unternehmensvertrags, und zwar unabhängig davon, ob Synergien existieren oder nicht. Der BGH nimmt diese Verzerrungen unter Hinweis auf das Desinvestitionsargument bewußt in Kauf:

⁴⁴ Vgl. BVerfG, S. 783.

⁴⁵ BGH, S. 971.

⁴⁶ Vgl. IDW S 1.43 unter Hinweis auf die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes. Zur Zuordnung auf die beherrschte und herrschende Gesellschaft vgl. *Reuter*, S. 2487 f.

⁴⁷ BGH, S. 972.

„Entwickeln sich jedoch höhere Börsenpreise aufgrund der Erwartungen der Marktteilnehmer, infolge des Abschlusses des Unternehmensvertrags eine günstige Abfindung erreichen zu können, beruht das (...) auf dem Marktgesetz, daß Angebot und Nachfrage die Preise bestimmen“⁴⁸.

Welche Argumente sprechen gegen das *Desinvestitionsargument*?

Nach Ansicht des BGH ist als Börsenkurs für die Abfindung der Durchschnittskurs der vergangenen drei Monate heranzuziehen. Die Verwendung eines Durchschnittskurses entspricht jedoch gerade nicht dem „exit price“ einer Desinvestitionsstrategie, d. h. die außenstehenden Aktionäre können den Durchschnittskurs gerade nicht realisieren.⁴⁹

Des weiteren stellt sich die Frage, warum es hier überhaupt einer richterlichen Entscheidung bedarf, welche den Börsenkurs als Wertuntergrenze festlegt, wenn die außenstehenden Aktionäre annahmegemäß zum Börsenkurs verkaufen können. Können die außenstehenden Aktionäre nicht zum Börsenkurs verkaufen (z. B. bei Marktenge), dann bestehen ja gerade die Bedenken des BGH hinsichtlich der grundsätzlichen Eignung des Börsenkurses als Wertuntergrenze. Vielmehr führt die richterliche Festlegung nach der hier vertretenen Auffassung zur Verschärfung des Problems der Einflußnahme spekulativer Elemente auf den Börsenkurs. Zudem ist nicht einsichtig, warum der abzufindende Aktionär, der seine Aktien *nicht verkauft*, in besonderem Maße schutzbedürftig dergestalt ist, daß man ihm auch bei einer *künftigen* Veräußerung der Aktie den durchschnittlichen Börsenkurs als Wertuntergrenze für die Abfindung garantieren muß.⁵⁰ Die Forderung des BGH ist auch unter Berücksichtigung der folgenden Überlegungen nicht konsequent: Einerseits fordert der BGH, einen manipulierten Börsenkurs nicht als Wertuntergrenze heranzuziehen und andererseits nimmt er höhere Börsenkurse aufgrund der Erwartungen der Marktteilnehmer, die auf eine günstige Abfindung abzielen, unter Hinweis auf das Marktgesetz bewußt in Kauf.

Die vorherigen Argumentationen beziehen sich auf die Einflußfaktoren „Evaluationsanlaß“ und „Konventionen und Normen“. Als Normen gelangen in dem vorliegenden Evaluationsanlaß nicht nur IDW S 1, sondern auch gesetzliche Normen sowie die richterliche Rechtsprechung zur Anwendung. Obgleich die Rechtsprechung nur die am konkreten Verfahren Beteiligten bindet, stellt diese ein Muster für künftige Entscheidungen dar und besitzt demnach für gleichgelagerte Fälle faktisch normativen Charakter.⁵¹ Als weiterer Einflußfaktor sind „Kosten und Dauer der Evaluation“ zu nennen. Ein Kosten- und Zeitvorteil ist im Rahmen des

⁴⁸ BGH, S. 972.

⁴⁹ Vgl. Hüttemann, S. 462.

⁵⁰ So auch Riegger, S. 1889 f. unter Verweis darauf, daß die Chance, bei einer künftigen Veräußerung der Aktie einen über dem anteiligen Unternehmenswert liegenden Börsenwert zu erzielen, keine von Artikel 14 GG geschützte Rechtsposition darstellt.

⁵¹ Vgl. Ruhnke, Normierung der Abschlußprüfung, S. 51 f. u. 65 m. w. N. unter Bezugnahme auf das Verpflichtungspotential der Rechtsprechung im Bereich der Prüfungsnormen.

richterlichen Ermessens nach § 287 Abs. 1 Satz 2 ZPO ein beachtlicher Gesichtspunkt.⁵² Dieses Argument spricht für den Börsenkurs, da die Erstellung eines Sachverständigengutachtens auf Basis eines Gesamtbewertungsverfahrens regelmäßig erhebliche Kosten verursacht und viel Zeit beansprucht.⁵³ Allerdings dominiert dieser Einflußfaktor nur dann, wenn es sich um *alternative* Evaluationskalküle handelt. Dies ist in dem vorliegenden Fall gerade nicht der Fall. Folglich ist auch bei Abfindung nur weniger Aktionäre zumindest durch eine überschlägige Anwendung eines Gesamtbewertungsverfahrens sicherzustellen, daß die Aktionäre mindestens den auf diese Weise ermittelten anteiligen Gesamtunternehmenswert erhalten.

Dem Einflußfaktor „Eigeninteressen“ zuzurechnen sind die oftmals erheblichen Zweifel an der Objektivität des Gutachters.⁵⁴ Hervorgerufen werden diese Zweifel dadurch, daß das Unternehmen, welches die Abfindung leistet, den Gutachter ohne Beteiligung der Minderheiten auswählt. Da auf diese Weise der gesamte Evaluationsprozeß in Frage gestellt wird, sind die Regeln im Spruchstellenverfahren so festzulegen, daß mögliche Beeinflussungen faktisch ausgeschlossen sind.⁵⁵

Zusammenfassend ist festzustellen, daß es sich aus dem Blickwinkel des Bezugsrahmens bei der Abfindung außenstehender Gesellschafter bei Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags eindeutig um eine *anlaß- und normierungsdominierte Unternehmensevaluation* handelt, d. h. die Einflußfaktoren „Evaluationsanlaß“ und „Normen“ bestimmen die heranzuziehenden Evaluationskalküle und deren Bedeutung. Dies gilt auch dann, wenn man die richterliche Entscheidung hinsichtlich der Stellung des Börsenkurses als Wertuntergrenze nicht vollends nachvollziehen kann. Richterliche Entscheidungen sind wiederum geprägt durch Konventionen. Hier hat die stärkere Kapitalmarktorientierung in Deutschland offensichtlich zu einer positiveren Einschätzung hinsichtlich der Eignung des Börsenkurses im Rahmen von Unternehmensevaluationen beigetragen.⁵⁶ Dies mag die richterliche Entscheidung erklären, jedoch nicht rechtfertigen.

Die richterliche Entscheidung erscheint auch aus dem Blickwinkel der gesetzlichen Regelungen zur Zwangsabfindung außenstehender Aktionäre (§§ 327a-f AktG) nicht unproblematisch. Diese *squeeze out-Regelung* greift, sofern einem Hauptaktionär mehr als 95% der Aktien gehören.⁵⁷ Da der Börsenkurs in diesem

⁵² So auch Hüttemann, S. 476.

⁵³ Vgl. exemplarisch Götz, S. 259 ff.

⁵⁴ Nicht frei von Polemik, aber dennoch überzeugend sind die in Wenger/Hecker/Knoesel, S. 106 ff. dargestellten Praxisbeispiele.

⁵⁵ Beispielsweise schlagen Wenger/Kaserer/Hecker, S. 330 vor, die gutachterlich tätigen Wirtschaftsprüfer von allen anderen Tätigkeiten im Bereich der Wirtschaftsprüfung auszuschließen und von anderweitig tätigen Wirtschaftsprüfern organisatorisch zu trennen. Weiterhin ist auch die Erbringung von Beratungsleistungen an die involvierten Parteien auszuschließen.

⁵⁶ I.d.S. auch Großfeld, S. 264.

Fall mangels Liquidität der Aktie nur in seltenen Ausnahmefällen einen Indikator für den wahren Wert der Aktie darstellt,⁵⁸ ist die angemessene Barabfindung regelmäßig auf Basis des DCF- oder Ertragswertverfahrens zu bestimmen. Die Anwendungskonstellation der squeeze out-Regelung unterscheidet sich jedoch nicht so deutlich von dem Sachverhalt, welcher der Entscheidung des BVerfG in Zusammenhang mit der Abfindung von Minderheitsaktionären bei Abschluß eines Gewinnabführungs- oder Beherrschungsvertrags zugrunde gelegen hat. Hier ging es um die Abfindung von Minderheitsanteilen an einer AG, an der ein Hauptaktionär 91,3% der Anteile hält.⁵⁹ Demnach ist einerseits bei Minderheitsanteilen von 8,7% der Börsenkurs grundsätzlich als Wertuntergrenze heranzuziehen, während bei Minderheitsanteilen von weniger als 5% der Börsenkurs regelmäßig keine Bedeutung erlangt. Insofern wird ein schmaler Pfad beschritten. Daher erscheint es unter Hinweis auf die zuvor formulierte Kritik an der Heranziehung des Börsenwertes als Wertuntergrenze vorziehwürdig, die Bedeutung des Börsenwertes grundsätzlich darauf zu beschränken, diesen zur Durchführung einer Plausibilitätskontrolle eines auf Basis eines Gesamtbewertungsverfahrens errechneten Wertes heranzuziehen.

D. Erwartungshaltung der Juristen an die Ökonomen – Anspruch und Realität

Da die dem Tagungsband zugrunde liegende Ringvorlesung die Brücke zwischen Ökonomen und Juristen schlagen soll, wird abschließend der Frage nachgegangen, welche Erwartungshaltung die Juristen in Fragen der Unternehmensevaluation hinsichtlich der Einbringung ökonomischer Kompetenz hegen und inwieweit dieser Erwartungshaltung im Hinblick auf die Verwendung des Börsenkurses entsprochen werden kann.

Die Erwartungshaltung der Juristen an die Ökonomen, insbesondere an eine ökonomische Theorie, formulierte zuletzt Fleischer in seinem Beitrag „Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“.⁶⁰ Allerdings bleibt der Inhalt einer ökonomischen Theorie vollends offen. Der Beitrag von Fleischer hat sich das Ziel gesetzt, einen „Überblick über jene Anwendungsfelder [*sic*] der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie (zu, der Verf.) geben, die uns (angesprochen sind die Juristen, der Verf.) helfen, die ökonomischen Grundlagen des Gesellschaftsrechts besser zu verstehen.“⁶¹ Erstaunlich ist, daß z. B. neben der

⁵⁷ Vgl. § 327a AktG. Zur Abfindung der verbleibenden Minderheitsaktionäre der Ford-Werke AG über die squeeze out-Regelung vgl. o. V., Ford-Mutter drängt Kleinaktionäre heraus, S. 17.

⁵⁸ Vgl. zuletzt *Grunewald*, S. 20.

⁵⁹ Vgl. *BVerfG*, S. 780

⁶⁰ Vgl. *Fleischer*, S. 1 ff.

Informationsökonomie und der Neuen Institutionenökonomie auch die Unternehmensbewertung gleichberechtigt den Status eines „Anwendungsfeldes“ erlangt.

Die Erwartungshaltung der Juristen an eine ökonomische Beschäftigung mit Fragen der Unternehmensbewertung formuliert Fleischer recht pragmatisch wie folgt: „Im Rahmen einer interdisziplinären Arbeitsteilung obliegt den Ökonomen hier eine „Bringschuld“, die Juristen über die verschiedenen Bewertungsmethoden und ihre jeweiligen Vorzüge und Nachteile ins Bild zu setzen.“⁶² Es wird deutlich, daß Fleischer hier offensichtlich keine wie auch immer geartete Theorie der Unternehmensbewertung im Auge hat, sondern vielmehr eine methodenbezogene Vor- und Nachteilsabwägung.

Zunächst einmal ist zu fragen, welche Anforderungen an eine wirtschaftswissenschaftliche Theorie zu stellen sind. Eine erfahrungswissenschaftliche Theorie strebt eine *Erklärung* früherer und gegenwärtiger sowie eine *Prognose* künftiger Sachverhalte an.⁶³ Wird weiterhin berücksichtigt, daß die Betriebswirtschaftslehre sich mit den realen Phänomenen der Erfahrungswelt beschäftigt und zugleich als angewandte Wissenschaft praxisrelevantes Wissen hervorbringen soll, so muß die Unternehmensevaluationslehre sich mit dem *Erkennen* der Realität sowie deren *Gestaltung* beschäftigen. Übertragen auf den Gegenstand des vorliegenden Beitrags lassen sich die Anforderungen an eine Partialtheorie zur Bedeutung des Börsenkurses bei Unternehmensevaluationen wie folgt formulieren: Auf der Basis wahrer und informativer Aussagen soll erklärt werden, warum der Börsenkurs bei Gültigkeit bestimmter Bezugsrahmenfaktoren die ihm zugewiesene Bedeutung erlangt hat, und es soll prognostiziert werden, welche Bedeutung der Börsenkurs bei Gültigkeit bestimmter Bezugsrahmenfaktoren erlangen wird und erlangen sollte. Allerdings ist bereits an dieser Stelle darauf hinzuweisen, daß es nicht gelingen wird, die strengen Anforderungen an eine erfahrungswissenschaftliche Partialtheorie zu erfüllen.⁶⁴

Die Bezugsrahmenskizze legt es nahe, daß die Bedeutung des Börsenwertes im Evaluationsprozeß in Abhängigkeit von den genannten Einflußfaktoren variiert.

⁶¹ *Fleischer*, S. 2. Zutreffender ist es, nicht von Anwendungsfeldern, sondern von Forschungs- oder Erkenntnisprogrammen zu sprechen. Forschungsprogramme stellen um gewisse (zumeist inhaltliche und/oder methodische) Leitideen organisierte natürliche Beurteilungseinheiten dar. Vgl. stellvertr. *Schanz*, S. 85 ff. m. w. N.

⁶² *Fleischer*, S. 26.

⁶³ Vgl. *Chmielewicz*, S. 150 ff.

⁶⁴ Dies scheitert zum einen daran, daß die geforderten nomologischen Aussagen definitionsgemäß in ihrem Geltungsbereich keinen räumlichen und zeitlichen Beschränkungen unterliegen dürfen. Solche Aussagen sind bestenfalls als Fernziel der Wirtschaftswissenschaft brauchbar. Zum anderen sagen deterministische Aussagen, daß bei Vorliegen bestimmter Rahmenbedingungen ein bestimmtes Ergebnis folgt. Da sich in den Verhaltenswissenschaften regelmäßig ein Gegenbeispiel finden läßt und dieses Gegenbeispiel nicht dazu führen soll, die aufgestellten Aussagen unwiderruflich zu falsifizieren, erscheinen nur statistische Aussagen realistisch, welche die relative Häufigkeit eines Ergebnisses angeben. Vgl. *Chmielewicz*, S. 82 und 85.

Hier ist der Bezugsrahmen nützlich, weil er eine systematische Auseinandersetzung mit den einzelnen Faktoren fördert. Die Vermutungen hinsichtlich der Bedeutung des Börsenkurses in Abhängigkeit von den Einflußfaktoren des Bezugsrahmens lassen sich in Form von Hypothesen formulieren. Diese Hypothesen sind empirisch zu testen. Beispiele für zu testende statistische Hypothesen (H) sind: H1: „Erfolgt die Unternehmensevaluation in bezug auf eine Gruppe, welche börsennotierte Anteile an dem zu evaluierenden Unternehmen hält, dann steigt die Bedeutung des Börsenkurses im Evaluationsprozeß.“; H2: „Ist die Verwendung des Börsenkurses den Eigeninteressen der im Evaluationsprozeß involvierten Akteure dienlich, dann steigt die Bedeutung des Börsenkurses im Evaluationsprozeß“; H3: „Sind die Kosten und/oder ist der Zeitbedarf einer individuellen Unternehmens-evaluation hoch, dann steigt die Bedeutung des Börsenkurses im Evaluationsprozeß“ sowie H4: „Schreiben Normen die Anwendung des Börsenkurses vor, dann steigt die Bedeutung des Börsenkurses im Evaluationsprozeß.“

Der empirische Signifikanztest entscheidet über die Annahme oder Ablehnung der Hypothesen. Allerdings steht ein systematischer Test der zuvor formulierten Hypothesen aus; insofern kann deren Gültigkeit derzeit lediglich vermutet werden. Demnach gilt das Erkenntnisziel einer erfahrungswissenschaftlichen Theorie erst dann als realisiert, wenn in ausreichendem Umfang wohlbegründete und empirisch bestätigte Hypothesen vorliegen. Allerdings wären auch empirisch gesicherte Erkenntnisse noch kein Beleg für die Verwendbarkeit dieser Aussagen als Verhaltensempfehlung.⁶⁵ Vom Sein auf das Sollen zu schließen, gelingt logisch nicht!⁶⁶ An dieser Stelle zeigen sich die Erkenntnisgrenzen des Bezugsrahmens. Wird das konkrete Ziel der Bemessung eines angemessenen Ausgleichs für die außenstehenden Aktionäre als gegeben hingenommen, so muß sich die zu gebende Verhaltensempfehlung auf die Eignung der Mittel (Evaluationsverfahren) zur Zielerreichung beziehen. Hier stellt sich die schwierige Frage, welcher Kontrollindikator in geeigneter Weise über die Eignung der Mittel informiert. Ein Denkansatz könnte sein, längere Zeit nach Abfindung der außenstehenden Aktionäre einen Unternehmenswert für das beherrschte Unternehmen zu ermitteln, diesen auf den Abfindungszeitpunkt abzuzinsen und mit dem zu diesem Zeitpunkt errechneten Unternehmensgesamt-wert sowie festgestellten Börsenwert zu vergleichen.

Es wird deutlich, daß die seitens der Juristen geforderte methodenbezogene Vor- und Nachteilsabwägung für die Ökonomen ein schwieriges Unterfangen darstellt. Hier liefert der Bezugsrahmen in der bestehenden Form einen wertvollen und zugleich anspruchsfähigen Beitrag zur Erklärung der Evaluationspraxis. Darauf aufbauend ist die mit weitaus größeren Problemen verbundene Herleitung fundierter

⁶⁵ Fragen der Abgrenzung zwischen Theorie und Technologie werden an dieser Stelle nicht weiter vertieft; vgl. ausführlich *Chmielewicz*, S. 181 ff.

⁶⁶ Vgl. auch *Ballwieser*, S. 188, der darauf verweist, daß allein der Umstand, daß sich in praxi viele Leute für Multiplikatoren interessieren, nicht als Argument für die Güte einer multiplikatorbasierten Evaluation herangezogen werden kann. Diesen Versuch bezeichnet man auch als naturalistischen Fehlschluß; vgl. *Chmielewicz*, S. 216 f.

Verhaltensempfehlungen anzugehen. Weiterhin wurde gezeigt, daß die Ökonomen aufgrund ihres spezifischen Wissens bereits auf logisch-deduktivem Wege zur Vor- und Nachteilsabwägung beitragen können.⁶⁷ Zu hoffen bleibt, daß die hochgesteckten Ziele nicht zu Resignation und Frustration führen, sondern mit dem gebotenen Nachdruck angegangen werden. Insofern bleibt die Auseinandersetzung mit Fragen der Unternehmensevaluation zweifelsfrei ein besonders spannendes Kapitel der Ökonomie. Vielleicht erwächst die Spannung ja gerade daraus, daß keine einfachen Lösungen für die anstehenden Probleme in Sicht sind.

Literatur

- Baetge, Jörg / Zülch, Henning*, Fair Value-Accounting, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 6, 2001, S. 543 – 562.
- Ballwieser, Wolfgang*, Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung?, in: Der Betrieb, Heft 4, 1997, S. 185 – 191.
- Bamberger, Burkhard*, Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland: eine theoretische und empirische Untersuchung, Bergisch Gladbach 1994.
- Beck, Peter*, Unternehmensbewertung bei Akquisitionen, Wiesbaden 1996.
- Berens, Wolfgang / Strauch, Joachim*, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen – Eine empirische Untersuchung, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 10, 2002, S. 511 – 525.
- BGH, Beschluß vom 12. 3. 2001 – II ZB 15/00, Ausgleichs-/ Abfindungsverfahren bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag: Anforderungen an die Berücksichtigung des Börsenkurses, abgedruckt in: Der Betrieb, Heft 18, 2001, S. 969 – 975.
- Blaufus, Kay*, Unternehmensbewertung und Probleme der Unendlichkeit?, in: Der Betrieb, Heft 30, 2002, S. 1517 – 1519.
- Böcking, Hans-Joachim / Nowak, Karsten*, Marktorientierte Unternehmensbewertung, in: Finanz Betrieb, Heft 8, 1999, S. 169 – 176.
- Bretzke, Wolf-Rüdiger*, Risiken in der Unternehmensbewertung, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung, Heft 9, 1988, S. 813 – 812.
- BVerfG, Beschluß des Bundesverfassungsgerichts vom 27. 4. 1999 – 1 BvR 1613/94, Bei der Abfindung von Aktionären muß der Börsenkurs beachtet werden, abgedruckt in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 19, 1999, S. 780 – 785.
- Chmielewicz, Klaus*, Forschungskonzeptionen der Wirtschaftswissenschaft, 3. Auflage, Stuttgart 1994.
- Coley, Steve / Reinton, Sigurd*, The hunt for value, in: McKinsey Quarterly, Heft 2, 1988, S. 29 – 34.
- Damodaran, Aswath*, The dark side of valuation: Firms with no earnings, no history and no comparables, Can Amazon.com be valued, working paper, New York 2000.

⁶⁷ Vgl. hierzu ansatzweise die Argumentationen in Gliederungspunkt C. II.

Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.), DAI-Factbook 2001, Frankfurt a.M. 2001.

Fleischer, Holger, Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Heft 1, 2001, S. 1 – 32.

Gaughan, Patrick A., Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 3. Auflage, New York 2002.

Götz, Hans Norbert, Entschädigung von Aktionären abseits der Kapitalmarkt看wertung?, in: Der Betrieb, Heft 5, 1996, S. 259 – 265.

Großfeld, Bernhard, Börsenkurs und Unternehmenswert, in: Betriebs-Berater, Heft 6, 2000, S. 261 – 266.

Grunewald, Barbara, Die neue Squeeze-out-Regelung, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 1, 2002, S. 18 – 22.

Hachmeister, Dirk, Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenssteigerung, 2. Auflage, Frankfurt a.M. 2000.

Hafner, Ralf, Unternehmensbewertung zur Durchsetzung von Verhandlungspositionen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 1, 1993, S. 79 – 89.

Hoffmann, Friedrich, So wird Diversifikation zum Erfolg, in: Harvard Manager, Heft 4, 1989, S. 52 – 58.

Hüttemann, Rainer, Börsenkurs und Unternehmensbewertung, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Heft 3, 2001, S. 454 – 478.

IDW, IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), in: Fachnachrichten-IDW, Heft 8, 2000, S. 415 – 441.

– (Hrsg.), WP-Handbuch 2000, Band 1, 12. Auflage, Düsseldorf 2000.

Jansen, Stephan A. / *Körner*, Klaus, Erfahrung schützt nicht vor Mißerfolgen, in: Handelsblatt vom 27. 4. 2000, S. B2.

Käfer, Karl, Substanz und Ertrag bei der Unternehmensbewertung, in: Busse von Colbe, Walther / Sieben, Günther (Hrsg.), Betriebswirtschaftliche Information, Entscheidung und Kontrolle, Festschrift für Hans Münstermann, Wiesbaden 1969, S. 295 – 357.

KPMG, Shareholder Value Konzepte, Frankfurt a.M. 2000.

– World class transactions, London 2001.

Kröger, Fritz, Die Hälfte aller Unternehmenspleiten erweist sich als Fehlschlag, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 9. 11. 1988, S. 14.

Kruschwitz, Lutz / *Löffler*, Andreas, Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, in: Der Betrieb, Heft 21, 1998, S. 1041 – 1043.

Kubicek, Herbert, Heuristische Bezugsrahmen und heuristisch angelegte Forschungsdesigns als Elemente einer Konstruktionsstrategie empirischer Forschung, in: Köhler, Richard (Hrsg.), Empirische und handlungstheoretische Forschungskonzeptionen in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart 1977, S. 3 – 36.

- Löhnert, Peter G./Böckmann, Ulrich J.*, Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 2. Auflage, Herne 2002.
- Mandl, Gerwald/Rabel, Klaus*, Unternehmensbewertung, Wien 1997.
- McKinsey*, in: Copeland, Tom/Koller, Tim/Murrin, Jack, Unternehmenswert, Frankfurt 1998, S. 427–431.
- Mezger, Steffen*, Konsolidierung im M&A-Markt, in: *Mergers & Acquisitions Review*, Heft 2, 2002, S. 60–64.
- o.V.*, Ford-Mutter drängt Kleinaktionäre heraus, in: *Handelsblatt* vom 3. 6. 2002, S. 17.
- o.V.*, Wall Street entdeckt alte Bewertungs-Maßstäbe wieder, in: *Handelsblatt* vom 5. 4. 2001, S. 46.
- Olbrich, Michael*, Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Heft 5, 2000, S. 454–465.
- Pack, Heinrich*, Due Diligence, in: Picot, Gerhard (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration*, Stuttgart 2000, S. 221–253.
- Peemöller, Volker H./Kunowski, Stefan/Hillers, Jens*, Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes für internationale Mergers & Acquisitions bei Anwendung des Discounted Cash Flow-Verfahrens (Entity-Ansatz), in: *Die Wirtschaftsprüfung*, Heft 16, 1999, S. 621–630.
- Peemöller, Volker H./Meister, Jan M./Beckmann, Christoph*, Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung, in: *Finanz Betrieb*, Heft 4, 2002, S. 197–209.
- Pellens, Bernhard/Tomaszewski, Claude/Weber, Nicolas*, Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland, *Der Betrieb*, Heft 37, 2000, S. 1825–1833.
- Pooten, Holger*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung – Ermittlung und Inhalt aus Käufersicht, Büren 1999.
- Porter, Michael E.*, From competitive advantage to corporate strategy, in: *McKinsey Quarterly*, Spring, 1988, S. 35–66.
- Reuter, Alexander*, Börsenkurs und Unternehmenswertvergleich aus Eignersicht, in: *Der Betrieb*, Heft 47, 2001, S. 2483–2490.
- Riegger, Bodo*, Der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung?, in: *Der Betrieb*, Heft 37, 1999, S. 1889–1891.
- Ruhnke, Klaus*, Normierung der Abschlußprüfung, Stuttgart 2000.
- Unternehmensbewertung und -preisfindung, in: *Betrieb und Rechnungswesen: Buchführung, Bilanz, Kostenrechnung*, Hefte 16 und 17, 2002, S. 747–760 u. 797–80.
- Schanz, Günter*, Methodologie für Betriebswirte, 2. Auflage, Stuttgart 1988.
- Schmidt, Fritz*, Die organische Tageswertbilanz, Wiesbaden 1928.
- Schneider, Dieter*, Betriebswirtschaftslehre, Band 2: Rechnungswesen, München 1994.
- Scholz, Joachim*, Wert und Bewertung internationaler Akquisitionen, Wiesbaden 2000.

- Schultze*, Wolfgang, Methoden der Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2001.
- Siegel*, Theodor, Zur unsinnigen Bilanzierung eines zufälligen Teils des unbekannten originären Geschäftswerts nach DRS 1a, in: Der Betrieb, Heft 15, 2002, S. 749 – 751.
- Spremann*, Klaus, Finanzielle Führung und interner Kapitalmarkt, in: Die Unternehmung, Heft 5/6, 1998, S. 339 – 347.
- Steiner*, Manfred / *Bruns*, Christoph, Wertpapiermanagement, 7. Auflage, Stuttgart 2000.
- Strauch*, Joachim / *Lütke-Uhlenbrock*, Christian, Unternehmensbewertungsverfahren beim Börsengang an den Neuen Markt, in: Finanz Betrieb, Heft 6, 2002, S. 366 – 376.
- Vincenti*, Aurelio J.F., Wirkungen asymmetrischer Informationsverteilung auf die Unternehmensbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 1, 2002, S. 55 – 68.
- Wenger*, Ekkehard / *Hecker*, Renate / *Knoesel*, Jochen, Abfindungsregeln und Minderheitenschutz bei börsennotierten Kapitalgesellschaften, in: Gahlen, Bernhard / Hesse, Helmut / Ramser, Hans Jürgen (Hrsg.), Finanzmärkte, Tübingen 1997, S. 93 – 145.
- Wenger*, Ekkehard / *Kaserer*, Christoph / *Hecker*, Renate, Konzernbildung und Ausschluss von Minderheiten im neuen Übernahmerecht: Eine verpasste Chance für einen marktorientierten Minderheitenschutz, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Heft 5, 2001, S. 316 – 334.
- Widmann*, Bernd, Bewertung, in: Hölters, Wolfgang (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 5. Auflage, Köln 2002, S. 71 – 174.

Globale Unternehmen bewerten

Von *Bernhard Großfeld*

„Wie jeder Narr mit Wörtern spielen kann“

(Shakespeare, *Der Kaufmann von Venedig*, 3. Aufzug 5. Szene)

A. Stufen

International haben „language and law“ oder gar „poetry and law“¹ der „economic analysis of law“² den Rang abgelaufen, auch wenn das in Deutschland noch nicht wahrgenommen wird. Im Hermann Hesse (1877 – 1962) – Gedenkjahr möchte ich daher – selbst bei einem wirtschaftsbetonten Thema – beginnen mit einem dichterischen Zitat:

„Und jedem Anfang wohnt ein Zauber inne“,

(Hermann Hesse, *Stufen*)

damit der spröde Gegenstand einen emotionalen Mehrwert durch Poesie erlangt.

Die „Unternehmensbewertung“ als Rechtsgebiet erlebt aus kleinen Anfängen einen rasanten Aufstieg. Sehen wir uns die „Stufen“ an.

Die Bewertungsanlässe nehmen zu – wofür nur zu verweisen ist auf den „Ausschluß von Minderheitsaktionären“ nach §§ 327a – 327f AktG („squeeze out“) und die dann zu gewährende „Barabfindung“ (§ 327b) sowie auf das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)³ und die darin vorgesehene „Gegenleistung“ (§ 31). Damit einher läuft eine ständige „Aufstufung“ des rechtlichen Gehaltes.⁴

¹ *Bernhard Großfeld*, *Unsere Sprache: Die Sicht des Juristen*, Opladen 1990; *Eduard Eberle/Bernhard Großfeld*, *Patterns of Order*, *Texas International Law Journal* 37 (2002) erscheint demnächst.

² Dazu *Horst Eidenmüller*, *Kapitalgesellschaftsrecht im Spiegel der ökonomischen Theorie*, JZ 2001, 1041.

³ Vom 20. 12. 2001, BGBl. 2001 I 3822. Siehe dazu *Wilhelm Haarmann/Klaus Riehmer/Mathias Schüppen* (Hrsg.), *Öffentliche Übernahmeangebote*, Heidelberg 2002.

⁴ Vgl. *Giorgio Behr*, *Rechtliche oder wirtschaftliche Betrachtungsweise – die Antwort der Rechnungslegung*, in: *Festschrift Jean Nicolas Druey*, Zürich u. a. 2002, S. 31.

I. Nationale Bewertung

Den Weg in die Betrachtung als Rechtsmaterie eröffneten die Abfindungen, die beim Ausscheiden aus einer Personengesellschaft (§ 738 Abs. 1 S. 2 BGB) zu zahlen sind oder bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen (§ 305 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 S. 2 AktG).⁵ Die Rechtsprechung bestätigt den richterlichen Kontrollanspruch, so jüngst der Bundesgerichtshof auch im Rahmen einer Schadensersatzklage wegen des teilweisen Verlustes eines Kommanditanteils.⁶ Das Gericht arbeitet die Eigenart des Ertragswertverfahrens heraus und betont, daß der Wert eines Anteils typischerweise indirekt ermittelt wird: Der Wert des ganzen Unternehmens als wirtschaftlicher Einheit wird auf die Anteilsinhaber „umgelegt“. Im Zusammenhang mit dem Bewertungsstichtag verlangt das Gericht, „spätere Erkenntnisse jedenfalls zum normalen Geschäftsverlauf . . . zu berücksichtigen“, und zwar „zeitnah bis zur letzten mündlichen Verhandlung“.

II. Internationale Bewertung

Hat sich so die Unternehmensbewertung fest im Recht etabliert, so blieb sie nicht lange im nationalen Rahmen. Sie erfaßte bald grenzüberschreitende Vorgänge, wofür die Fälle Daimler / Chrysler und Aventis Life Sciences stehen.⁷ Die internationale Unternehmensbewertung ist ausgerichtet an methodischen Vorgaben des Internationalen Privatrechts namentlich in Gestalt des Internationalen Unternehmensrechts. Sie bleibt so verankert im nationalen Recht und fragt von daher nach dem anwendbaren Recht für einzelne grenzüberschreitende Vorgänge.⁸ Sie steht im Zusammenhang mit der Problematik des Gesellschaftsstatuts und hängt damit ab von dem bald zu erwartenden Urteil des Europäischen Gerichtshofs zur Sitztheorie.⁹

⁵ Zum Ganzen *Bernhard Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002.

⁶ BGH, Urt. v. 18. 4. 2002, IX ZR 72/99, BGH Report 2002 m. Anm. Großfeld.

⁷ *Bernhard Großfeld*, Brückenbauer, Gedächtnisschrift Lüderitz, 2000, S. 233; *ders.*, Cross-Border Mergers: Corporate Accounting / Corporate Valuation, ZVglRWiss 101 (2002) 1.

⁸ *Bernhard Großfeld*, Loss of Distance: Global Corporate Actors and Global Corporate Governance – Internet v. Geography, The International Lawyer 34 (2000) 963.

⁹ *Bernhard Großfeld*, Internationale Unternehmensbewertung, BB 2002, 1836; *ders.*, (oben Fn. 7), S. 233; *Hans-Jochem Lüer*, Sitzverlegung einer inländischen Aktiengesellschaft ins Ausland, in: Liber Amicorum Gerhard Kegel, Köln 2002, S. 83; *Curt Christian von Hatzlen*, Das Gesellschaftsstatut nach der Centros-Entscheidung des EuGH, Heidelberg 2001.

III. Europäische Bewertung

1. Normative Basis

Inzwischen hat die Bewertung den nationalen Normenbereich überschritten und eine supranationale, europäische Dimension erreicht.¹⁰ Dafür steht der Durchbruch zu einem Europäischen Gesellschaftsrecht in Form der Europäischen Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*). Zwar ist das nationale Recht (des tatsächlichen Verwaltungssitzes¹¹) dort nach wie vor wichtig, aber es entsteht ein europäischer Standard der Angemessenheit (Art. 32 V der Europäischen Verordnung). Das muß so sein, weil bei der Gründung einer Europäischen Aktiengesellschaft ein *Wertverhältnis* zu ermitteln ist. Das verlangt ein gleiches Vorgehen bei allen beteiligten Gründungsgesellschaften. Das wird selbst die Antworten angleichen, die formal den Mitgliedstaaten zustehen.¹² Die Bewertungsanlässe werden steigen, wenn es nach den Urteilen des Europäischen Gerichtshofs zu „goldenen“ nationalen Aktien¹³ und gegen Erwerbsbeschränkungen für Ausländer¹⁴ zu einer europäischen Übernahmerichtlinie kommt – und damit einher zu Vorschlägen für eine europäische Bewertung.

2. Einzelfragen

Schon lassen sich Veränderungen in der Bewertungstechnik erahnen. So ist anzunehmen, daß das Discounted Cash Flow Verfahren nach vorne drängt. Es betont die Liquidität vor der Ertragskraft und löst sich so stärker von den Bewertungsspielräumen des nationalen Bilanzrechts (es gilt eher „cash ist cash“), die vom Ausland her kaum zu überprüfen sind. Die Vorgänge um Enron, WorldCom und Xerox haben ohnehin Zweifel geweckt an der Begrifflichkeit eines „high quality accounting“ („accounting fabrications“¹⁵). Der Glaube an das so ermittelte „quality of earning“ ist „vor die Mauer gefahren“, und mit „Arthur Andersen“ sind es die

¹⁰ Zum allgemeinen Hintergrund *Klaus Schönenbroicher*, Zum Stand der europäischen Integration. Beobachtungen und Bemerkungen aus der Praxis des EU-Rechts und der EU-Politik, in: *Nomos und Ethos* (hrsg. von Otto Depenheuer / Markus Heintzen / Matthias Jestaedt / Peter Axer), Berlin 2002, S. 479.

¹¹ *Anton K. Schnyder*, Zur *Societas Europaea* (SE) – Wendepunkt im Europäischen Gesellschaftsrecht, Festschrift Jean Nicolas Druey, Zürich u. a. 2002, S. 569, 573 f.

¹² *Bernhard Großfeld*, Europäische Unternehmensbewertung, NZG 2002, 353; *Samuel C. Thompson, Jr.*, A Lawyer's Guide to Modern Valuation Techniques in Mergers and Acquisitions, *Jowa Law Review* 21 (1996) 457.

¹³ EuGH, Rs. C-483/99 (Kommission der EG/Französische Republik), NZG 2002, 628; Rs. C-503/99 (Kommission der EG/Königreich Belgien), NZG 2002, 624.

¹⁴ EuGH, Rs. C-367/98 (Kommission der EG/Portugiesische Republik), NZG 2002, 632.

¹⁵ *Andy Kessler*, Show Me the Books, *The Wall Street Journal Europe*, July 22, 2002 p. A10.

bis dahin so ein- und ausdrucksvollen Wirtschaftsprüfer. Doch sind wir auch beim cash flow nicht ganz sicher; denn er läßt sich durch Finanzierungstechniken „aufblähen“, die Anleihebeträge zu Anzahlungen „umformen“. Dadurch schlägt man zwei Fliegen mit einer Klappe: Höherer cash flow, niedrigere Schulden.¹⁶

Die in Deutschland geforderte Steuerneutralität der Bewertung ist „europäisch“ kaum zu erfüllen. Denn dieser „Traum“ beruht auf der Annahme, daß die Anteilseigner derselben nationalen Steuerbelastung unterliegen. Wir begegnen aber immer mehr ausländischen Anteilseignern, ohne deren Zahl und prozentuales Gewicht zu kennen; der Euro begünstigt die weitere „Durchmischung“ der Anteilseigner. Mit der Globalisierung der Kapitalmärkte wird sich die bisherige „Fixierung“ noch mehr verflüchtigen. Dafür werden sorgen die Internet-Hauptversammlung und der Aktienhandel über das Internet; sie werden ein CyberLex Klima schaffen¹⁷ und die bisherige „patchwork world“ durcheinanderwirbeln. Wer ist wo? Das läßt sich im Zeitalter des „no place“ nur schwer beantworten.¹⁸ Die Folge ist: Häufig werden wir es belassen bei einer Bewertung vor Steuern.

IV. Schritt ins Globale

Inzwischen hat die Bewertung selbst die Grenzen Europas hinter sich gelassen. Oft geht es nicht mehr um wenige Beziehungen innerhalb begrenzter Räume, sondern um globale Verhältnisse.¹⁹ Das zeigt sich an den Insolvenzen oder Reorganisationsverfahren multinationaler Unternehmen²⁰, wie sie uns Swissair, Global Crossing, Enron und WorldCom vor Augen führen.²¹ Immer wieder sind Konzerne zu bewerten mit hunderten von Tochterunternehmen rund um den Globus, wobei der creditor value im Vordergrund steht.²²

Ähnliches gilt für Abfindungen bei solchen Unternehmen. Wir begegnen hier Rechtskulturen mit unterschiedlichen Sichten zum shareowner value. In den einen

¹⁶ Jathon Sapsford/Paul Beckett, Citigroup Deals Helped Enron Mask Debt, The Wall Street Journal Europe, July 23, 2002, P. A3.

¹⁷ Bernhard Großfeld/Josef Hoeltzenbein, NZG 2001, 779. Zu Einzelheiten John C. Coffee, Brave New World?: The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulations, The Business Lawyer 52 (1997) 1195, 1227–1129. Zurückhaltend Joseph H. Sommer, Against Cyberlaw, Berkeley Technology Law Journal 15 (2002) 1145.

¹⁸ Bernhard Großfeld, CyberCorporation Law: Comparative Legal Semiotics/Comparative Legal Logistics, The International Lawyer 35 (2002) 1405.

¹⁹ Bernhard Großfeld, Global Valuation: Geography and Semiotics, SMU Law Review 55 (2002) 197.

²⁰ Bernhard Großfeld, Global Reorganizations: Global Corporate Actors/Global Corporate Control, Richmond Journal of Global Law and Business 3 (2002) erscheint demnächst.

²¹ Jay W. Eisenhofer/John L. Reed, Valuation Litigation, Delaware Journal of Corporate Law 22 (1997) 37, 94.

²² Bernhard Großfeld, Global Reorganizations: a. a. O.

mag er Leitbild sein, in anderen gerade nicht. Allerdings müssen wir uns – wie in der Rechtsvergleichung allgemein – hüten vor vereinfachenden Gegensätzen. Im Allgemeinen geht es um Unterschiede dem Grad nach. Selbst in einer typischen shareowner value – Kultur wie den USA finden wir auch andere Wertungen. Darauf deutet vor allem das eben angesprochene Reorganisationsverfahren nach Chapter 11 des Bankruptcy Code: Es gewährt *dem Unternehmen* „Gläubigerschutz“, nicht den Aktionären.

Das Anwachsen virtueller Unternehmen²³ wird uns in noch weitere bisher nur geahnte Dimensionen führen.

B. „Globale“ Einzelheiten

Die neuen Dimensionen reißen uns aus unseren nationalen Selbstverständlichkeiten. Wiederum verweise ich auf Hermann Hesse:

*„Kaum sind wir heimisch einem Lebenskreise
Und traulich eingewohnt, so droht Erschlaffen;
Nur wer bereit zu Aufbruch ist und Reise,
Mag lähmender Gewöhnung sich entrafen.“*

(Hermann Hesse, Stufen)

I. Kapitalisierungszinssatz²⁴

Die „globale“ Antwort darauf scheint zunächst einfach: Wir ermitteln die dem Mutterunternehmen oder den Anteilseignern über das Mutterunternehmen zufließenden Cash Flows und diskontieren sie mit dem Basiszinssatz innerhalb des Marktes, der für das Mutterunternehmen und deren Anteilseigner maßgebend ist. Das ist für uns der Markt der Bundesanleihen und für Euroland der Euro – Anleihemarkt „Triple A“ „gerateter“ Schuldner. Wie aber ist es bei „global players“? Hier müssen wir wohl abstellen auf einen „globalen“ Ansatz²⁵ vergleichbarer „players“, wobei sogleich die Frage auftaucht, in welcher Währung wir den Zinssatz suchen. Zur Zeit müssen wir uns entscheiden zwischen Euro und Dollar – aber nach welchen Kriterien? Bei alledem gibt zu denken, daß Standard & Poor ausländische Unternehmen aus dem S & P 500 Index herausgenommen hat, weil ihre Aktienkurse

²³ Christian Scholz (Hrsg.), Systemdenken und Virtualisierung, Berlin 2002.

²⁴ Dazu allgemein Wolfgang Ballwieser, Der Kalkulationszinsfuß in der Unternehmensbewertung: Komponenten und Ermittlungsprobleme, WPg 2002, 736.

²⁵ Zum Hintergrund Claire A. Hill, Why Financial Appearances Might Matter: An Explanation for „Dirty Pooling“ and Some Other Types of Financial Cosmetics, Delaware Journal of Corporate Law 22 (1997) 141.

„are driven more by local than by U. S. factors“.²⁶ Ist ein solches Kriterium auch beim Zinssatz zu beachten?

Auch den Risikozuschlag können wir nicht nur nach der heimischen Konvention beurteilen. Global tätige Unternehmen sind den Stürmen des internationalen Finanzsystems komplexer ausgesetzt (man nehme als Beispiel die Deutsche Telekom mit ihrer amerikanischen Tochter VoiceStream). Wir müssen daher Risikofaktoren einer höheren „Chaos Klasse“ in Betracht ziehen und uns vielleicht auf die Institutionen beziehen, welche die globale Einschätzung eher beherrschen (Prinzip Hoffnung!): die Rating Agenturen²⁷. Darauf werde ich zurückkommen (unten C.)

II. Impairment Test

1. Überzeugungskraft

Wir können nicht umhin, Bewertungsvorgaben aus anderen Rechtsgebieten heranzuziehen, soweit sie die globale Konvention beeinflussen. Die Rechtsvergleichung erobert sich selbst dieses Gebiet.²⁸ Das gilt für die neuen amerikanischen Regeln zum „impairment test“ beim good will, wie ihn der Financial Accounting Standard Board in seinen Financial Accounting Standard No. 141 und No. 142 gebracht hat.

Daran kommen wir nicht vorbei, trotz der ernüchternd – niederschmetternden Eindrücke von Enron, WorldCom und Xerox. Sie haben den Glauben an das amerikanische Modell nicht nur in Securities Regulation, Rechnungslegung²⁹ und Bewertung erschüttert³⁰; es tönt den USA entgegen „Wir trauen Euch nicht!“.³¹ Das „knabbert“ auch an dem „Glanz“ des internationalen „Leitbildes“ Delaware und an dem Ansehen derer, die die bisherigen Grundlagen der Marktkräfte als „seligmachend“ ansahen. Was ist Delaware ohne die Absicherung durch als verlässlich geltende Securities Regulations, durch als „fair“ angenommene Generally Accepted

²⁶ *Silvia Ascarelli/Craig Karmin*, S & P 500 Index Says Farewell to Foreigners, *The Wall Street Journal Europe*, Thursday, July 11, 2002, S. M1.

²⁷ *Bernhard Großfeld*, Globales Rating, *ZVglRWiss* 102 (2002).

²⁸ *Bernhard Großfeld*, Comparatists and Languages, in: Pierre Legrand/Roderick Munday (Hrsg.), Cambridge 2002, erscheint demnächst; *ders.*, Comparative Accounting, *Texas International Law Journal* 28 (1993) 235; *ders.*, Global Accounting: Where Internet Meets Geography, *American Journal of Comparative Law* 48 (2000) 261. Zu den Möglichkeiten bei ferner stehenden Kulturen *Helmut Janssen*, Die Übertragung von Rechtsvorstellungen auf fremde Kulturen am Beispiel des englischen Kolonialrechts, Tübingen 2000.

²⁹ *Claus Luttermann*, Bilanzrecht in den USA und internationale Konzernrechnungslegung, Tübingen 1999.

³⁰ Scandals Shake Faith in U. S. Model, *The Wall Street Journal Europe*, June 28–30, 2002, p. A1.

³¹ *Christopher Rhoads*, European Investors Pull Out of U.S., Favoring Euro Area, *The Wall Street Journal Europe*, June 28–30, 2002, p. A1.

Accounting Principles? Aber selbst wenn wir keinen Kotau machen, dürfen wir angesichts der „pax americana“ die von den USA kommenden Einflüsse auch in Zukunft nicht unterschätzen. Der „impairment test“ weist jedenfalls in die Zukunft eines „fair value reporting“³² und verschafft der Unternehmensbewertung Eingang in das Bilanzrecht. Der International Standards Board bereitet Ähnliches vor.

2. Bewertungsvorgaben³³

Die Vorgaben für die Unternehmensbewertung (fair value measurement) finden wir in Financial Accounting Standard No. 142, Abschnitte 23 – 25.

Danach bestimmt sich der fair value nach dem Marktpreis für das Unternehmen im Ganzen innerhalb eines freiwillig geschlossenen, normalen (current) Vertrages. Notierte Preise in aktiven Märkten gelten als beste Grundlage für die Bewertung. Das wird indes eingeschränkt für Aktien:

„However, the market price of an individual equity security (and thus the market capitalization of a reporting unit with publicly traded equity securities) may not be representative of the fair value of the reporting value as a whole. The quoted market price of an individual equity security, therefore, need not be the sole measurement basis of the fair value of a reporting unit“.

Fehlen notierte Preise, so sind weitere Informationen heranzuziehen, wenn möglich Vergleichspreise, sodann die Ergebnisse anderer Bewertungstechniken.

Der zukünftige Cash Flow soll geschätzt werden nach den Vorstellungen der Marktteilnehmer über einen „fair value“. Läßt sich dieser nur mühsam und mit hohen Kosten ermitteln, kann man die Pläne des Unternehmens zugrundelegen. Es müssen aber alle sonstigen Hinweise beachtet werden; das Ergebnis muß folgerichtig und plausibel (reasonable and supportable) sein. Objektive Daten haben mehr Gewicht als subjektive Einschätzungen. Falls sich für Zeit und Höhe des Cash Flows eine Bandbreite ergibt, sind die jeweiligen Wahrscheinlichkeiten darzustellen. Vereinfachte Verfahren (Multiplikation von Überschüssen o.ä.) sind nur erlaubt, wenn sie sich auf Ergebnisse bei vergleichbaren Unternehmen stützen.³⁴

Der Anhang E Abschn. 39–54 bringt Erklärungen zur discounted cash flow-Methode und hebt folgende Punkte hervor (Abschn. 39):

³² Robert Eccles / Robert Herz / Mary Keegan / David Phillips: Die Value-Reporting Revolution. Neue Wege in der kapitalmarktorientierten Unternehmensberichterstattung, Weinheim 2002.

³³ Zum derzeitigen Stand des U.S. amerikanischen Bewertungsrechts allgemein siehe: U.S. Inspect, Inc. v. Noris F. McGreevy, 2000 WL 33232337 (Va. Cir. Ct. 2000).

³⁴ Die Entstehungsgeschichte findet sich in Appendix B zum Statement No. 142, Background information and basis for conclusions, Abschn. B150–155.

- a) Schätzung der künftigen Geldströme, bei komplexen Fällen unter Beachtung des Zeitverlaufs;
- b) Mögliche Änderungen bei Höhe und Zeit der Geldströme;
- c) Zeitwert in Abhängigkeit vom risikofreien Basiszinssatz;
- d) Risiko einer unsicheren Schätzung;
- e) Andere nicht genau bestimmbare Faktoren wie Illiquidität oder Marktstörungen.

Bei der Umsetzung gibt es zwei Möglichkeiten: Man erfaßt alle Faktoren bei der Schätzung des künftigen Cash Flows (niedrigerer Cash Flow) mit Ausnahme des Faktors c oder man nimmt außer a alle anderen Faktoren (b – e) in den Zinssatz auf (höherer Zinssatz).

III. Börsenwert

*„The Kingdom of Number is all boundaries
Which may be beautiful and must be true“*

(W.H. Auden, Numbers and Faces, 1950)

I. Ausgangslage

In dem weiteren Rahmen müssen wir den Börsenwert neu erörtern. Das Bundesverfassungsgericht³⁵ und ihm (notgedrungen?) folgend der Bundesgerichtshof³⁶ haben uns belehrt, daß bei aktienrechtlichen Abfindungen der Börsenwert als Mindestwert anzusetzen ist.³⁷ Der Bundesgerichtshof stellt ab auf einen Zeitraum von drei Monaten unmittelbar vor der Hauptversammlung der beherrschten Aktiengesellschaft. Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz sieht in § 31 eine „angemessene Gegenleistung vor. Dafür sind „grundsätzlich der durchschnittliche Börsenkurs der Zielgesellschaft und Erwerbe von Aktien der Zielgesellschaft durch den Bieter, die mit ihm gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochtergesellschaften zu berücksichtigen“.

³⁵ BVerfG, JZ 1999, 942 m. Anm. Claus Luttermann.

³⁶ BGH, NZG 2001, 603.

³⁷ Zur Problematik des Bundesverfassungsgerichts siehe Matthias Jestaedt, Verfassungspositivismus. Die Ohnmacht des Verfassungsgesetzgebers im verfassungsgerichtlichen Jurisdiktionsstaat, in: Nomos und Ethos (hrsg. von Otto Depenheuer / Markus Heintzen / Matthias Jestaedt, Peter Axer), Berlin 2002, S. 183.

2. Zweifel

Bei § 31 fällt auf die doppelte Abschwächung: „Grundsätzlich“ ist der Börsenkurs zu „berücksichtigen“, er ist also nicht ein für allemal festgeschrieben, ist nicht der „Alleinherrscher“. Will man das Bundesverfassungsgericht und den Bundesgerichtshof nachträglich auf diese Norm „abstützen“, so ist zu beachten, daß eine Übernahme nach dem Übernahmegesetz nicht gleichsteht dem Abschluß eines Unternehmensvertrages nach §§ 291 f. AktG. Bei der Übernahme entsteht keine Haftung des Bieters für die Schulden der Zielgesellschaft. Beim Unternehmensvertrag kommt es dagegen wegen der „Verlustübernahme“ (§ 302 AktG) und wegen des „Gläubigerschutzes“ (§ 303 AktG) zu einem Haftungsdurchgriff. Angesichts des erhöhten Risikos beim Unternehmensvertrag könnte dann die Börse allein als „Sachverständiger“ nicht genügen und sich eine Prüfung „vor Ort“ aufdrängen.

Aus globaler Sicht läßt uns auch zweifeln der oben (B II 2) erwähnte Financial Accounting Standard No. 142, der den Börsenwert mit einem Fragezeichen versieht. Nach dem Fiasko des Neuen Marktes, nach dem Absturz bei Enron, World-Com und Xerox glaubt wohl niemand mehr an die Sicherheit des Börsenkurses als einziger Meßlatte. Wir mußten lernen, daß unsere traditionellen Vertrauensbasen (geprüfte Abschlüsse und allgemeine Corporate Governance) schwach sind („communis error facit jus!“). Wir lernten Zahlen zu mißtrauen³⁸, und ein Titel wie „The Genius of American Corporate Law“³⁹ reißt uns nicht mehr „vom Hocker“. Wir stoßen auf Grenzen unserer Zeichensysteme innerhalb eines uns gefühlsmäßig unvertrauten „Geländes“. Wir begegnen der Tatsache, daß in einer globalen Welt mit kulturellen Informationsbarrieren Wirklichkeit Quellzeit braucht, um Wahrheit zu werden. Selbst die Leistungsfähigkeit der Securities and Exchange Commission als starker Akteur im Corporate Governance Feld gerät ins Zwielficht.⁴⁰

3. Gutachter

Der Glaube an die Rechnungslegung als global zuverlässiger Basis der Einschätzung durch den Markt ist zerbrochen. Das unterminiert die Glaubwürdigkeit des Börsenkurses und legt es nahe, bei evtl. schicksalsentscheidenden Anlageschritten Gutachter einzuschalten („due diligence“⁴¹). Sie sind räumlich und zeitlich „näher

³⁸ E.S. Browning/Gregory Zuckerman, What Ails U.S. Stocks? A Distrust of Figures, Doubt on Valuation, The Wall Street Journal Europe, July 17, 2002 p. A1.

³⁹ Roberta Romano, The Genius of American Corporate Law, 1993.

⁴⁰ Michael Schroeder/Greg Ip, For Overburdened SEC, Big Budget Increases Are just the First Step, The Wall Street Journal Europe, July 19–21, p. A1. Cf. Robert B. Thompson, Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholders' Rights to Vote, Sell and Sue, Law and Contemporaneous Problems 62 (1999) 215; H. Lowell Brown, The Corporate Director's Compliance Oversight Responsibility in the Post Caremark Era, Delaware Journal of Corporate Law 26 (2001) 1.

dran“, begegnen dem Management „von Angesicht zu Angesicht“. Sie können sich also „ein Bild machen“. Auch hier gilt: „Ein Bild sagt mehr als tausend Worte (Zeichen)“. Das legt es nahe, nicht allein auf abstrakte Zahlen zu vertrauen.

*„True, between faces almost any number
Might come in handy, and One is always real;
But which could any face call good, for calling
Infinity a number does not make it one.“*

(W. H. Auden, Numbers and Faces, 1950)

IV. Konzernbewertung

1. Mosaik

Nachdenklich stimmt die Größe der Aufgaben bei einer globalen Bewertung. Wir legen zwar bei ihr zugrunde den Wert für die Gläubiger oder Anteilseigner der Muttergesellschaft (deren creditor oder shareowner value), aber dieser Wert setzt sich zusammen aus einem schillernden Mosaik vieler Tochter-, Enkel- und Urenkelgesellschaften und den von dort erhofften Cash Flows rund um den Globus in unterschiedlichen wirtschaftlichen und kulturellen Umfeldern.

2. Komplexität

Bisher sprachen wir von einem „Inlandswert“⁴², aber die Frage ist schon, in Bezug auf welchen Markt wir den Wert ermitteln. Nicht nur bei CyberCorporations lassen sich die Wertbildungsprozesse oft nicht genau lokalisieren. Hinzukommt, daß sich die zukünftigen abziehbaren Überschüsse bei den Tochtergesellschaften nach deren Gesellschaftsstatuten bestimmen, die eine Schlüsselrolle einnehmen.⁴³ Sie sind aber im einzelnen schwer zu durchschauen. Auf gleiche Zeichen ist global weniger Verlass als national. Schon das Gesamtbild der Aktiengesellschaft mag unterschiedlich „getönt“ sein; creditor value und shareowner value mögen nicht das letzte Wort sein.⁴⁴ Das Gleichgewicht zwischen „creditors“, „shareowners“ und „stakeholders“ wird anders gesehen.

Dazu trägt bei, daß die Aktiengesellschaft auch einen öffentlichen Charakter hat, weil sie – cum grano salis – „unsterblich“ ist nach Art einer „toten Hand“.⁴⁵

⁴¹ Cf. Wolfgang Berens / Hans U. Brauner (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 2. Aufl. Stuttgart 1999.

⁴² Bernhard Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung (oben Fn. 5) S. 244.

⁴³ Staudinger – Großfeld, Internationales Gesellschaftsrecht (Neubearbeitung 1998) S. 4 ff. Rn. 16 ff.

⁴⁴ Paddy Ireland, Company Law and the Myth of Shareholder Ownership, Modern Law Review 62 (1999) 32.

Das geht über eine private Existenz hinaus: Es schafft einen Zeitraum zur Vermögensbildung, erspart Erbschaftssteuer und steigert die Macht von Zins und Zinseszins in einem Maße, wie es „keinem Sterblichen zuteil“ wird. Daher liegt nahe, daß eine Rechtsordnung für dieses, ihr Geschenk, einen Ausgleich verlangt, in Form höherer sozialer Verantwortung⁴⁶, durch Ausschüttungsbarrieren oder durch Liquidationserschwernisse (Folge: niedriger oder kein Liquidationswert).

Die am amerikanischen Modell des creditor oder shareowner value ausgerichteten Rechtsangleichungen haben zudem durch Enron, Worldcom und Xerox einen herben Rückschlag erlitten. Das amerikanische Recht sieht insoweit nicht mehr aus wie ein „winner“ oder gar wie ein „genius“. Das vermehrt die Vielfalt der Bewertungsansätze.

3. Vereinfachungen

Die mannigfaltigen Einflüsse machen eine globale Bewertung komplex, erschweren es, „den Kopf über Wasser zu halten“. Die Gefahr von Fehlern und von Verhedderungen im System ist groß. Wir verirren uns in der „Ordnung der Zeichen“ an der Wirklichkeit vorbei. Das läßt an Vereinfachungen denken.

Es liegt nahe, nur die künftigen Überschüsse der großen Tochterunternehmen unter „einheitlicher Leitung“ (vgl. § 290 Abs. 1 HGB) genau zu erfassen und die Ergebnisse jeweils in Beziehung zu setzen zu den für alle einheitlich gebildeten (vgl. § 308 HGB) Ansätzen in den jeweiligen „Jahresabschlüssen II“.⁴⁷ Das dort ermittelte durchschnittliche Verhältnis kann man dann benutzen für die Bewertung der kleineren Tochterunternehmen. Unter Umständen ist ein Holding-Abschlag zu erteilern.

V. Auslandsrisiko/Länderrisiko

Bei alledem haben wir das Auslands- und Länderrisiko noch nicht erfaßt.

Das Auslandsrisiko bewirkt, daß Überschüsse in einem ausländischen Unternehmen denen eines inländischen Unternehmens nicht gleichwertig sind. Es beginnt bei Informationsbarrieren und endet bei den Schwierigkeiten, einen Anspruch vor frem-

⁴⁵ Bernhard Großfeld, Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär, Tübingen 1968, S. 86 ff.

⁴⁶ Vgl. Grünbuch Europäische Rahmenbedingungen für die soziale Verantwortung der Unternehmen (KOM (2002) 366, Juli 2001, http://europa.eu.int/comm/employment_social/social-dial/csr_responses.htm).

⁴⁷ Der Jahresabschluss II ist ein Zwischenschritt auf dem Wege zum Konzernabschluss. Einzelheiten bei Bernhard Großfeld, Bilanzrecht, Heidelberg, 3. Aufl. 1997, S. 214 Rn. 593.

den Gerichten durchzusetzen. Immer wieder stößt man auf Unerwartetes, die Rechtswege sind mitunter holpriger als daheim.⁴⁸

Das Länderrisiko besteht in möglichen Devisenbeschränkungen oder anderen politischen Interventionen, z. B. in Embargos. Beim Rating (dazu unten C. II.) hat das Länderrisiko ein besonderes Gewicht. Es gilt – zwar nicht unbestritten – gemäß dem Top Down Approach das „sovereign ceiling“: Ein Unternehmen kann grundsätzlich kein besseres Rating erhalten als das Land, in dem es seinen hauptsächlichen Sitz hat. Das zeigt, wie wichtig auch wir dieses Risiko nehmen müssen. Ferner sind künftige Währungsschwankungen nicht zuverlässig zu schätzen (vgl. z. B. die Argentinien-Krise 2002 oder die jetzigen \$-Schwankungen). Hier mündet die Unternehmensbewertung in internationale Finanzwissenschaft (oder in Kaffeesatz-Lesen).

Bei all diesen Fragen hilft es wenig, auf das jeweils anwendbare Recht zu starren. Souveräne Staaten verfahren doch nach dem Satz „Not kennt kein Gebot“. Ende der Rechtsbetrachtung!

C. Globales Rating

I. Vertrauenskrise

Die Rechnungslegung aufgrund geprüfter Abschlüsse ist traditionelle Basis der Unternehmensbewertung. Gerade diese Basis ist uns aber entglitten.⁴⁹ Enron zeigte uns, wie sich Kosten durch Verkleidung als Aktienoptionen ertragsteigernd verstecken lassen.⁵⁰ Es führte vor Augen (oder verhinderte es gerade), wie „special purpose entities“ Finanzlasten vom Konzernabschluß fernhalten.⁵¹ Das findet in den USA heute noch Unterstützung⁵²: Man scheint zu befürchten, daß „the magnitude of debt“ „will scare investors“.⁵³ Der europäisch orientierte International

⁴⁸ *Volkmar Gessner*, Europas holprige Rechtswege – Die rechtskulturellen Schranken der Rechtsfolgen im Binnenmarkt, in: *Liber amicorum Norbert Reich*, Baden-Baden 1997, S. 163.

⁴⁹ *Bernhard Großfeld*, Changing Concepts of Rules: Global Corporate Assessment, *American Journal of Law and Business* (2002), erscheint demnächst.

⁵⁰ Zur Lage in Deutschland OLG München, NZG 2002, 677; *Stefan Thiele*, Die Bilanzierung von Aktienoptionsplänen auf der Basis bedingter Kapitalerhöhungen vor dem Hintergrund des GoB-Systems, WPg 2002, 766.

⁵¹ Für Deutschland siehe *Wienand Schruoff/Manuel Rothenburger*, Zur Bilanzierung von Special Purpose Entities im Konzernabschluss nach US-GAAP, IAS und HGB, WPg 2002, 755.

⁵² *Greg Ip*, Stock Options Line up Allies, *The Wall Street Journal Europe*, July 11, 2002 S. A3.

⁵³ *Cassell Bryan-Low/Stephen Lee*, Board Offers Accounting Rules to Prevent Hiding Partnerships, *The Wall Street Journal Europe*, July 2, S. M1.

Accounting Standards Boards will solche Optionen ab 2004 als Aufwand behandeln. Das dürfte die Europäische Union übernehmen.⁵⁴

WorldCom gibt Anlass zu ähnlichen Zweifeln. Das Unternehmen hatte Betriebsausgaben als Anschaffungskosten gebucht, indem es Aufwendungen für die Benutzung fremder Netze als Vermögensgegenstand auswies; unter dem Druck einer schlechteren finanziellen Lage wurden so heutige Kosten in die Zukunft „verschoben“.⁵⁵ Die Erträge stiegen entsprechend zu Lasten späterer Abschreibungen, die aber im Ebitda (earnings before interests, taxes and depreciations) gerade nicht gezeigt werden.⁵⁶ Xerox brachte eine weitere Variante: Man „verwechselte“ dort Leasing- mit Verkaufserlösen und „erzielte“ so höhere „Erträge“.⁵⁷

Es beruhigt zwar, in diesen Fällen vom Betrug anderer zu reden und bestimmte Wirtschaftsprüfer sogleich als „Sündenböcke“ festzumachen. Vielleicht aber hatten sie Lücken aufgespürt, welche die „high quality“ Accounting Principles offen ließen („Gummiparagraphen“). Im Falle Enron hatten sie zudem die neu erstandene Macht des Ratings verkannt, welche Enron stürzte (Enron war „Rating getrieben“⁵⁸, vgl. unten D.). All die sprachliche Intelligenz (Wortklauberei) zerbrach an der Weisheit der Märkte.

Wir stehen vor einem „credibility gap“, ja inmitten einer Vertrauenskrise, weil die Qualität der Finanzinformationen entscheidend ist für die Verlässlichkeit der Kapitalmärkte. Daran bessert wenig bis nichts der bloße Tausch der Wirtschaftsprüfer von einem Unternehmen zum anderen und umgekehrt („musical chairs play“).⁵⁹ Das Fazit lautet:

„Accounting is no longer a way to provide an accurate and unified view of a company's finances.“⁶⁰

⁵⁴ Silvia Ascarelli, IASB to Treat Share Options as Expenses, The Wall Street Journal Europe, July 17, 2002, p. M1.

⁵⁵ Yochi J. Dreazen/Deborah Solomon, WorldCom Documents Suggest Violations, The Wall Street Journal Europe, July 17, 2002 p. A3.

⁵⁶ Jesse Drucker/Henny Sender, A Very Simple Maneuver, The Wall Street Journal Europe, June 28 – 30, 2002, S. N1,N6.

⁵⁷ Mark Maremont, Enron Confirms that It Overstated Income 36%, The Wall Street Journal Europe, July 1, 2002, p. 1.

⁵⁸ Bernhard Großfeld, Changing Concepts of Rules: Global Corporate (oben Fn. 53).

⁵⁹ Scot J. Paltraw, Clients Swap Big 4 Auditors Amid Scandal, The Wall Street Journal Europe, July 1, 2002, p. 1.

⁶⁰ Allan Murray, Credibility Gap in Corporate Books Should Be Closed, The Wall Street Journal Europe, July 2, 2002, S. A1.

II. Aufstieg des Rating⁶¹

Stattdessen tritt das Rating in das Zentrum des Finanzrechts und damit der Corporate Governance; es sucht zu ermitteln, wie wahrscheinlich Zahlungsstörungen sein werden. Rating Agenturen sind daher unser „Schicksal“;⁶² sie bestimmen die Kosten der Kapitalaufnahme. Die Wirkung gewinnt an Schärfe durch (gefährliche!) Rating Klauseln in Kreditverträgen: Sinkt das Rating, so steigen die Zinsen oder es verkürzen sich die Fälligkeiten. Unternehmen werden zunehmend „Rating getrieben“.

Auch beim Rating sind die Informationen aus der Rechnungslegung der Ausgangspunkt. Aber sie werden ergänzt durch darüber hinausgehende Informationen vor Ort und von „Angesicht zu Angesicht“. Die Corporate Governance im Ganzen wir zum Schlüsselbegriff.⁶³

Die Rating Techniken lassen sich für die Unternehmensbewertung heranziehen, was hier im Einzelnen nicht wiederholt werden soll.⁶⁴ Wir erkennen jedenfalls, wie wichtig für die Zukunftsschätzung Marktanteil, Marktanteilsverlauf und Marktdynamik sind, vor allem aber zählt die Fähigkeit und Vertrauenswürdigkeit des Managements.

Das Rating kann zu niedrigeren oder höheren Kapitalkosten führen, was bei der Schätzung der Überschüsse zu beachten ist. Vor allem aber wird das Rating – trotz mancher sich verfassungsrechtlich gebender, doch letztlich lokal inspirierter Bedenken (wie steht's mit Englisch?) – den Trend zu internationalen Standards der Rechnungslegung⁶⁵ verstärken (nicht unbedingt zu den „rules based“ = detailorientierten Generally Accepted Accounting Principles⁶⁶, eher zu den „principles based“ = true and fair orientierten International Accounting Standards).⁶⁷ Es wird so die Ausgangslage der Bewertung graduell verschieben, z. B. weiter in Richtung auf eine stärkere Cash Flow Betrachtung.

⁶¹ Bernhard Großfeld, Globales Rating, ZVglRWi 101 (2002) erscheint demnächst.

⁶² Kritisch dazu Dieter Schneider, Wettbewerbswidrige Regulierung durch Basel II, Banken & Versicherungen, Beilage 1 zu RIW Heft 4/2002.

⁶³ Frank Laakmann, Freiwillige Bindung gut für's Rating – Trans-Pug und Corporate Governance-Kodex bei Gegenseitigkeitsvereinen, Versicherungswirtschaft 57 (2002) 381; ders., Dem Gegenseitigkeitsverein verhilft der „Kodex“ zu einem modernen Selbstbild, ibid. 990.

⁶⁴ Dazu Großfeld, (oben Fn. 61).

⁶⁵ Elke Ebert, Private Normsetzung für die Rechnungslegung, Sternenfels 2002.

⁶⁶ Sie füllen zur Zeit 4.530 Seiten in drei Bänden.

⁶⁷ Zu den Unterschieden siehe Paul Hofheinz, EU Wants U.S. to Use Its Accounting Code, The Wall Street Journal Europe, July 16, 2002, p. A3.

III. Risikozuschlag

Das Rating-Ergebnis kann hineinspielen in den Risikozuschlag zum Basiszinssatz. Sind Unternehmen unterschiedlich „geratet“, so liegt ein jeweils anderer Risikozuschlag nahe. Die Einschätzung durch eine Rating Agentur ist ein wertbildender Faktor selbst dann, wenn der Gutachter die Einschätzung nicht teilt. Die Wirkung auf den Zinssatz ist abzugrenzen gegenüber dem Ansatz bei der Schätzung der Überschüsse; das Rating darf nicht zweimal in die Bewertung eingehen.

D. Methodenwechsel

*„Weil, so schließt er messerscharf,
nicht sein kann, was nicht sein darf.“*

(Christian Morgenstern, Die unmögliche Tatsache)

Die Unternehmensbewertung zeigt, daß unsere juristischen Methoden für eine glaubwürdige Corporate Governance bisher nicht ausreichen. In typisch juristischer Manier⁶⁸ haben wir zu lange vertraut auf elastische Formeln („business judgment rule“⁶⁹), formelle Positionen („Aufsichtsrat“, „outside director“, „audit committee“⁷⁰ und „Wirtschaftsprüfer“), auf große Worte („genius“⁷¹) und Mystizismen („corporate governance remains more an art than a science, and a mysterious art at that“⁷²).

Wir wurden Opfer des Glaubens an die Kraft der eigenen („schönen“, „ethischen“ oder „wissenschaftlichen“) Wörter, Wörter, Wörter.⁷³ Oft fehlen die Kraft, Erfahrung und Phantasie („imagination“), sich die Lebenswirklichkeit „bildhaft“ vorzustellen.⁷⁴ Rechtswissenschaft als „Bibliothekstraining“ genügt jedenfalls nicht. Man ist geneigt einzustimmen in die Klage von Georg Christoph Lichtenberg (1742 – 1799):

⁶⁸ Heinz Müller-Dietz, *Recht sprechen und rechtsprechen*, 1987. Vgl. *ders.*, *Der Strafverteidiger in der belletristischen Literatur*, in: Eberhard Wahle (Hrsg.), *Mandant und Verteidiger*, München 2000, S. 85.

⁶⁹ Smith v. Van Gorkom, 488 A2d 858 (Del. 1985).

⁷⁰ Angel R. Oquendo, *Breaking on Through the Other Side. Understanding Continual Emergency Corporate Governance*, Univ. Pennsylvania). Intern. Econ. L. 22 (2001) 975. Dan Busbee, *Corporate Governance: A Perspective*.

⁷¹ Siehe oben bei Fn. 39.

⁷² William T. Allen, *The Mysterious Art of Corporate Governance*, The Corporate Board (Sept. 2001).

⁷³ Jack Hiller/Bernhard Großfeld, *Comparative Legal Semiotics and the Divided Brain: Are We Educating Half-Brained Lawyers*, American Journal Comparative Law 50 (2002) 175.

⁷⁴ Bernhard Großfeld, *Bildhaftes Rechtsdenken*, Opladen 1995.

„Das viele Lesen hat uns eine gelehrte Barbarei zugezogen“.

Im Vollgefühl solch' hochgestimmter Flut achteten wir auch kaum darauf, wie wenig Kontrollen im nachhinein durch ein anderes Unternehmensorgan leisten können. Vor allem verkannten wir das Einfache, auf das es ankommt: Auf die äußere und innere Unabhängigkeit⁷⁵, ohne die „Kontrolleure“ nichts sind. Das deutsche Depotstimmrecht und das US-amerikanischen Proxy System haben beide dieselbe Schwäche auf unterschiedliche Weise: Zu „watchdogs“ Berufene können im „old boys network“ leicht beflissene „lapdogs“ werden („Wes' Brot ich esse, des' Lied ich singe“).

Amtsträger (Wirtschaftsprüfer⁷⁶) mögen sich wandeln zu „Gewerbetreibenden“ („client pleasers“) und sie mögen vergessen, daß die Rechnungslegung ein Rechtsakt ist und keine Marketing-Veranstaltung.⁷⁷ Unabhängige Beurteiler mit Kraft zu Distanz, die den Mut zum „nein“ haben (können), sind selten in einer vom „cash flow of justice“ und „seid nett zueinander“ geprägten Umwelt. Sie werden im Allgemeinen nicht gesucht und eher ausgesondert!

E. Schluß

Die hier vorgestellten Überlegungen haben die deutsche Diskussion zur Corporate Governance noch kaum erreicht.⁷⁸ Juristen haben sich von Rechnungslegung und Bewertung weithin abgewendet, weil sie ihnen als zu technisch, als zu mathematisch erscheinen. Damit überlassen sie die Kontrolle über die mächtigsten Zeichensysteme der Corporate Governance anderen Berufen, die weniger geschult sind für die Einbettung in die rechtliche Wertordnung und die eher die „normative“ Kraft von Zahlen suggerieren.⁷⁹

⁷⁵ Felix G. Rohatyn, An Agenda for Corporate Reform, The Wall Street Journal Europe, June 25, 2002 S. A8; Roderich C. Thümmel, Mehr Unabhängigkeit für Aufsichtsräte, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 26. 6. 2002, Nr. 145, S. 22.

⁷⁶ Marcus Lutter (Hrsg.), Der Wirtschaftsprüfer als Element der Corporate Governance, Düsseldorf 2001; dazu Reiner Quick, WPg 2002, 782.

⁷⁷ Claus Luttermann, Der Fall Enron entzaubert die amerikanischen Bilanzregeln, Handelsblatt, 30. 1. 2002, Nr. 21 S. 10.

⁷⁸ Vgl. Peter Ulmer, Aktienrecht im Wandel, AcP 202 (2002) 143; Peter Hommelhoff/Marcus Lutter/Karsten Schmidt/Wolfgang Schön/Peter Ulmer (Hrsg.), Corporate Governance, Heidelberg 2002; Marcus Lutter, Kodex guter Unternehmensführung und Vertrauenshaftung, in: Festschrift Jean Nicolas Druey, Zürich u. a. 2002, S. 463; Martin Peltzer, Handlungsbedarf in Sachen Corporate Governance, NZG 2002, 593; Angel R. Oquendo, Breaking on Through to the Other Side: Understanding Continental European Corporate Governance, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 22 (2001) 975.

⁷⁹ Bernhard Großfeld, Lawyers and Accountants: A Semiotic Competition, Wake Forest Law Review 36 (2001) 167; ders., Die heutigen Aufgaben der Rechts- und Gesellschaftswissenschaft, in: Heinz Dollinger (Hrsg.), Akademische Festreden zum Jubiläum 1980, Münster, 1980, S. 97.

Fassen wir die Sache selber an: Für junge Juristen mit Erfahrungsbereitschaft und Wirklichkeitsneugier bietet sich ein weites Feld – außerhalb unmäßiger „Fälle-klopperei“⁸⁰ und darüber hinaus. Das gilt für die globale Unternehmensbewertung besonders: „Nur wer über den Zaun schaut, geht mit dem Lauf der Welt“.⁸¹

⁸⁰ *Bernhard Großfeld*, Das Elend des Jurastudiums, JZ 1986, 357; *ders.*, Normschaffung und Normvermittlung im Internationalen Unternehmensrecht, in: FS Marcus Lutter, Köln 2000, S. 47.

⁸¹ *Hans-Jochem Lüer/Gerhard Kegel/Alexander Lüderitz*, in: Heinz Peter Mansel (Hrsg.), *Vergemeinschaftung des Europäischen Kollisionsrechts*, Köln 2002, S. 23.

Unternehmensbewertung und Unternehmenssteuerreform

Von *Detlef Haritz*

A. Einführung

Das deutsche Steuerrecht war bis zur Unternehmenssteuerreform, die im Grundsatz im Jahre 2001 erstmals Wirkung zeigte, weitgehend dadurch geprägt, daß – jedenfalls auf längere Sicht – die von Beteiligungsunternehmen gezahlten Ertragsteuern auf der Ebene des jeweiligen Gesellschafters wiederum anrechenbar waren. Dies galt direkt für die Einkommensteuer und Körperschaftsteuer und indirekt in vielen Fällen auch für die Gewerbesteuer, denn durch das Instrument der gewerbesteuerlichen Organschaft kam es quasi zu einer Gruppenbesteuerung für Zwecke der Gewerbesteuer.

Bei grenzüberschreitenden Unternehmensverbindungen versagte jedoch das vor dem Hintergrund inländischer Besteuerung konzipierte Anrechnungsprinzip der deutschen Unternehmenssteuern. Einen hilfreichen Ausweg bot hier das internationale Schachtelprivileg, das – jedenfalls soweit die inländischen Empfänger ausländischer Dividenden deutsche Kapitalgesellschaften waren – eine Steuerfreistellung der empfangenen Dividenden bewirkte. Das internationale Schachtelprivileg zwang jedoch zu einer Thesaurierung der empfangenen ausländischen Dividenden auf der Ebene des inländischen Erstempfängers.

Die Unternehmenssteuerreform hat das bisher durchlässige deutsche Steuerrecht grundlegend verändert. Bekannt geworden ist die Reform auch unter dem Begriff „Halbeinkünfteverfahren“. Das neue steuerliche System hat folgende Kernpunkte:

- Kapitalgesellschaften versteuern ihren Gewinn abschließend, Dividendenausüttungen aus einer Kapitalgesellschaft sind nicht mehr mit anrechenbarer Körperschaftsteuer für den Empfänger der Dividenden verbunden.
- Soweit Körperschaftsteuerpflichtige Empfänger von Dividenden sind, sind diese Dividenden auf Ebene des Empfängers – von Ausnahmen abgesehen – steuerfrei.
- Soweit Einkommensteuerpflichtige Empfänger von Dividenden sind, ist nur die Hälfte der empfangenen Dividenden der Einkommensbesteuerung zu unterwerfen.
- Veräußerungsgewinne, die aus der Veräußerung von Anteilen an in- und ausländischen Kapitalgesellschaften erzielt werden, sind bei Veräußerern, die selbst

wiederum körperschaftsteuerpflichtig sind, im Grundsatz steuerfrei. Jedoch sind gewichtige Ausnahmen zu beachten.

- Veräußern Einkommensteuerpflichtige Anteile an in- oder ausländischen Kapitalgesellschaften, so unterliegt der Gewinn aus dieser Veräußerung ebenfalls nur zur Hälfte der Besteuerung. Auch hier sind Ausnahmen zu beachten.

Die auf den ersten Blick verlockenden Möglichkeiten der steuerfreien Realisierung von Gewinnen sind aber auch mit Nachteilen verbunden, deren Folgen sowohl für die Steuerplanung wie auch die Unternehmensbewertung noch nicht vollständig ausgelotet scheinen. § 3c EStG bestimmt nämlich, daß Ausgaben, soweit sie mit steuerfreien Einnahmen in unmittelbarem wirtschaftlichen Zusammenhang stehen, nicht als Betriebsausgaben oder Werbungskosten abgezogen werden dürfen. Die Folgen dieser Vorschrift für die steuerliche Geltendmachung der Finanzierungsaufwendungen von Beteiligungen an in- und ausländischen Kapitalgesellschaften und damit die Finanzierung sind für die Unternehmensbewertung gravierend.

Das neue Steuerrechtssystem hat insgesamt Auswirkungen auf verschiedenen Ebenen:

- Ist ein zu bewertendes Unternehmen an anderen Kapitalgesellschaften beteiligt und stellen diese anderen Kapitalgesellschaften nicht betriebsnotwendiges Vermögen dar, ist jeweils zu untersuchen, ob dieses nicht betriebsnotwendige Vermögen steuerfrei oder steuerbelastet veräußert werden kann.
- Selbst wenn Beteiligungen an Kapitalgesellschaften betriebsnotwendig sind, wird bei einer Unternehmensbewertung aus Erwerberperspektive oft die Frage relevant, inwieweit das zu erwerbende Unternehmen einschließlich seiner Beteiligungen an anderen Kapitalgesellschaften nach einer Akquisition umstrukturiert werden kann. Hierzu gehört auch, daß Beteiligungsgesellschaften nach einer Akquisition entsprechend der Konzernstruktur des Erwerbers „umgehängt“ werden. Ob eine Veräußerung in diesem Fall steuerpflichtig oder steuerfrei ist, hat erheblichen Einfluß auf den Unternehmenswert aus Erwerbersicht.
- Die aus § 3c EStG folgende Beschränkung, Zinsaufwendungen, die mit steuerfreien Einnahmen unmittelbar in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, als steuerlich wirksame Betriebsausgaben geltend zu machen, kann sowohl auf der Ebene des Unternehmens, das der Unternehmensbewertung unterliegt, wie auch für die Investitionsrechnung des Erwerbers von erheblicher Bedeutung sein.
- Darüber hinaus birgt das deutsche Steuerrecht nunmehr einige „Fallen“, die dann zuschnappen, wenn ein Unternehmen, das zuvor bewertet wurde, erworben wird. Es können Steuern ausgelöst werden, die sich auf bisher steuerneutrale Umstrukturierungen früherer Jahre beziehen.

B. Auswirkungen des § 8b KStG auf die Unternehmensbewertung

I. Steuerfreiheit von Dividenden

1. Grundsätzliches

§ 8b Abs. 1 KStG schreibt in seiner neuen Fassung vor:

Bezüge i. S. d. § 20 Abs. 1 Nr. 1, 2, 9 und 10 Buchst. a EStG bleiben bei der Ermittlung des Einkommens außer Ansatz. Bezüge i. S. d. Satzes 1 sind auch Einnahmen aus der Veräußerung von Dividendenscheinen und sonstigen Ansprüchen i. S. d. § 20 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 Buchst. a EStG sowie Einnahmen aus der Abtretung von Dividendenansprüchen oder sonstigen Ansprüchen i. S. d. § 20 Abs. 2 Satz 2 EStG.

Die Vorschrift hat für alle Körperschaftsteuerpflichtigen Bedeutung. Körperschaftsteuerpflichtige, die einer Unternehmensbewertung unterliegen, sind regelmäßig nur Kapitalgesellschaften und darüber hinaus gelegentlich Genossenschaften¹. Zur Vereinfachung der Darstellung wird im Folgenden daher die Darstellung auf Kapitalgesellschaften als Dividendenempfänger beschränkt.

Die Aufzählung der verschiedenen Arten von Bezügen in § 8b Abs. 1 KStG läßt sich begrifflich auf Dividenden und Dividendensurrogate reduzieren.

Die Steuerfreiheit der Dividenden auf der Ebene der empfangenden Kapitalgesellschaft ist unabhängig

- davon, ob es sich um die Dividendenausschüttungen einer in- oder ausländischen anderen Kapitalgesellschaft handelt,
- von der Höhe der Beteiligungsquote,
- von der Dauer der Beteiligung zum Zeitpunkt der Dividendenausschüttung.

Diese weit reichende Steuerbefreiung für Zwecke der Körperschaftsteuer findet jedoch keine durchgehende Entsprechung bei der Gewerbesteuer, so daß es zwischen körperschaftsteuerlicher Freistellung von Dividendenbezügen und der Einbeziehung in die gewerbesteuerliche Bemessungsgrundlage zu erheblichen Friktionen kommt. Durch das Unternehmenssteuerfortentwicklungsgesetz vom 20. 12. 2001² wurde § 8 Nr. 5 GewStG eingefügt. Danach sind die nach § 8b Abs. 1 KStG außer Ansatz bleibenden Gewinnanteile (Dividenden) und die diesen gleichgestellten Bezüge und erhaltenen Leistungen, soweit diese Bezüge nicht die Voraussetzungen des § 9 Nr. 2a oder 7 GewStG erfüllen, dem Gewinn aus Gewerbebetrieb für gewerbesteuerliche Zwecke wieder hinzuzurechnen. Nach § 9 Nr. 2a GewStG sind Dividenden aus inländischen Kapitalgesellschaften gewerbesteuerbefreit, wenn die Beteiligung zu Beginn des Erhebungszeitraums (des Dividenden-

¹ Wesentlicher Anwendungsfall von Unternehmensbewertungen bei Genossenschaften sind Verschmelzungen im Bereich des genossenschaftlichen Bankensektors.

² BGBl. I 2001, 3858.

empfängers) wenigstens ein Zehntel des Grund- oder Stammkapitals (des Ausschüttenden) beträgt. Nach § 9 Nr. 7 GewStG gilt Vergleichbares für die Dividenden aus ausländischen Kapitalgesellschaften. Vereinfacht gesagt, unterliegen damit Dividenden aus in- und ausländischen Kapitalgesellschaften, an denen der Dividendenempfänger nicht mit mindestens 10 % beteiligt ist, der Gewerbesteuer. Zwar wird die gewerbesteuerliche Bemessungsgrundlage dadurch reduziert, daß für Körperschaftsteuerliche Zwecke nicht geltendzumachende Betriebsausgaben, vor allen Dingen Finanzierungsaufwendungen, wiederum abgezogen werden. Es bleibt aber bei einer Unternehmensbewertung jeweils im Einzelnen zu analysieren, ob und in welchem Umfang die Voraussetzungen für die Körperschaft- und Gewerbesteuerfreiheit von Dividenden gegeben sind.

2. Ausschluß des § 8b Abs. 1 KStG durch § 8b Abs. 7 KStG

Nach § 8b Abs. 7 KStG sind dessen Absätze 1 bis 6 nicht auf Beteiligungen anzuwenden, die bei Kreditinstituten und Finanzdienstleistungsinstituten nach § 1 Abs. 12 KWG dem Handelsbuch zuzurechnen sind. Gleiches gilt für Anteile, die von Finanzunternehmen i. S. d. KWG mit dem Ziel der kurzfristigen Erzielung eines Eigenhandelserfolges erworben werden.

Die Reichweite dieser Bestimmungen, insbesondere der Regelung über Finanzunternehmen, ist unklar. § 1 Abs. 3 KWG definiert Finanzunternehmen als Unternehmen, die keine Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute sind und deren Haupttätigkeit u. a. darin besteht, Beteiligungen zu erwerben. Damit sind Holding-Gesellschaften regelmäßige Finanzunternehmen. In tief gegliederten Konzernen finden sich regelmäßige Zwischenholdings. Wenn solche Zwischenholdings Beteiligungen an anderen Kapitalgesellschaften veräußern, kommt es dann jeweils darauf an, ob diese Zwischenholdings ihre Beteiligungen mit dem Ziel der kurzfristigen Erzielung eines Eigenhandelserfolges erworben haben. Hier dürfte relativ großes Streitpotential in der Zukunft liegen.

3. Ausschluß von Zinsaufwendungen

Gänzlich unsystematisch und einer Logik nicht mehr zugänglich sind die Regelungen, nach denen Zinsaufwendungen für den Erwerb von Beteiligung steuerlich geltend gemacht werden können. Diese Frage hat Bedeutung sowohl bei der Bewertung eines Unternehmens, das an anderen Unternehmen beteiligt ist, als auch für die Investitionsrechnung eines Erwerbers.

Nach § 8b Abs. 5 KStG gelten 5 % von den Bezügen i. S. d. § 8b Abs. 1 KStG (Dividenden) aus Anteilen an einer *ausländischen* Gesellschaft, die bei der Ermittlung des Einkommens außer Ansatz bleiben, also steuerfrei sind, als Ausgaben, die nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden dürfen. Die Vorschrift fingiert 5 %

der Auslandsdividenden als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben unabhängig davon, ob tatsächlich Finanzierungsaufwendungen angefallen sind oder nicht. Umgekehrt besagt die Vorschrift aber auch, daß auf der Ebene des Dividendenempfängers Finanzierungsaufwendungen für die Beteiligung, aus der die Dividenden stammen, in vollem Umfang steuerlich geltend gemacht werden können, und zwar unabhängig davon, ob es tatsächlich zu Dividendenausschüttungen aus der ausländischen Beteiligungsgesellschaft kommt oder nicht.

Ganz anders ist die Rechtslage bei Finanzierungsaufwendungen einer *inländischen* Kapitalgesellschaft, die an anderen dividendenausschüttenden inländischen Kapitalgesellschaften beteiligt ist. Hier gilt § 3c Abs. 1 EStG. Danach dürfen Ausgaben, soweit sie mit steuerfreien Einnahmen in unmittelbarem wirtschaftlichen Zusammenhang stehen, nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden. § 3c Abs. 1 EStG erlaubt damit die steuerliche Geltendmachung von Finanzierungsaufwendungen nur, soweit sie jeweils die im Veranlagungsjahr empfangenen Dividenden überschreiten. Dies führt zu Umwegkonstruktionen, die mit dem Stichwort „Ballooning“ belegt sind. An Stelle von regelmäßigen Ausschüttungen von Dividenden werden gelegentlich zusammengeballte, bisher thesaurierte Gewinne aus der Tochtergesellschaft an die inländische Mutterkapitalgesellschaft ausgeschüttet, während in anderen Jahren keine Ausschüttungen vorgenommen werden, um in diesen anderen Jahren in den Genuß der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen zu gelangen. Die konsequente Anwendung eines Ballooning dürfte aber vielfach daran scheitern, daß Mutterkapitalgesellschaften aus Liquiditätsgründen auf regelmäßigen Dividendenfluß angewiesen sind. Darüber hinaus glaubte man bis vor kurzem, die Anwendung von § 3c Abs. 1 EStG dadurch unterlaufen zu können, daß zwischen der inländischen Mutterkapitalgesellschaft und der inländischen Tochterkapitalgesellschaft, für deren Erwerb die Mutterkapitalgesellschaft Finanzierungsaufwendungen hat, ein Ergebnisabführungsvertrag mit der Folge der körperschaftsteuerlichen Organschaft abgeschlossen wird. Dieser Hebel wird jetzt von prominenten Vordenkern der Finanzverwaltung mit der Behauptung in Frage gestellt, auch bei einer körperschaftsteuerlichen Organschaft seien die Finanzierungsaufwendungen des Mutterunternehmens nicht steuerlich abzugsfähig.³ Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Manuskripts hat sich die Finanzverwaltung zu dieser Streitfrage noch nicht abschließend positioniert. Falls die Finanzverwaltung § 3c Abs. 1 EStG dahingehend auslegt, daß auch in körperschaftsteuerlichen Organschaftsfällen Finanzierungsaufwendungen auf der Ebene des Organträgers für den Erwerb der Organgesellschaft steuerlich nicht abzugsfähig sein sollten, ist eine jahrelange Rechtsunsicherheit vorauszusehen. Es sei denn, diese Frage würde durch den Gesetzgeber ausdrücklich geregelt.

Um die Verwirrung noch zu vergrößern, ist die Abzugsfähigkeit von Finanzierungsaufwendungen hinsichtlich der Beteiligung an Kapitalgesellschaften in § 3c

³ Thiel DB 2002, 1340 und FR 2002, 925; a.A.: Köplin/Klein/Lüpges FR 2002, 921; Schaden/Franz GmbHHR 2002, 880.

Abs. 2 EStG noch einmal differenzierend für den Fall geregelt, daß natürliche Personen die Empfänger der Dividenden sind. Im Vordergrund der Betrachtung steht hier die Konstellation, daß Personenhandelsgesellschaften Empfänger von Dividenden aus in- oder ausländischen Kapitalgesellschaften sind; an diesen Personenhandelsgesellschaften sollen wiederum nur natürliche Personen beteiligt sein. Dann gilt, daß Betriebsausgaben (Finanzierungskosten), die mit Halbeinkünften unterliegenden Dividenden in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, bei der Ermittlung der Einkünfte nur zur Hälfte abgezogen werden dürfen, und zwar unabhängig davon, in welchem Veranlagungszeitraum die Dividendeneinnahmen anfallen. Für solche Personenhandelsgesellschaften bedeutet dies, daß Finanzierungsaufwendungen immer nur zur Hälfte steuerlich geltend gemacht werden können, selbst dann, wenn die Finanzierungsaufwendungen die Dividendeneinnahmen überschreiten. Auch eine Ausschüttungsstrategie nach dem Ballooningprinzip bringt keine Entlastung, denn das hälftige Abzugsverbot gilt veranlagungszeitraumüberschreitend.

II. Steuerfreiheit von Anteilsverkäufen

1. Grundsätzliches

Den Grundsatz der Steuerfreiheit der Veräußerung von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften durch Kapitalgesellschaften regelt § 8b Abs. 2 KStG, der rechtstechnisch etwas kompliziert formuliert ist, aber im wesentlichen auf folgende Kernaussagen reduziert werden kann:

Der Veräußerer muß der deutschen Körperschaftsteuerpflicht unterliegen. Damit sind vor allem inländische deutsche Kapitalgesellschaften von der Vorschrift erfaßt, darüber hinaus aber auch ausländische Kapitalgesellschaften, soweit sie in Deutschland steuerlich eine Betriebsstätte unterhalten.

Veräußerungsobjekt müssen die Anteile an einer in- oder ausländischen Kapitalgesellschaft sein. Dies gilt auch in dem Fall, daß der Veräußerer mit dem Objekt der Veräußerung durch ein körperschaftsteuerliches Organschaftsverhältnis verbunden war oder ist.

Veräußerung ist weit zu verstehen und umfaßt insgesamt folgende Konstellationen:

- entgeltliche Veräußerung;
- Auflösung der in- oder ausländischen Kapitalgesellschaft, an der die Beteiligung besteht;
- Herabsetzung des Nennkapitals der anderen in- oder ausländischen Kapitalgesellschaften;
- Wertaufholungen nach vorangegangenen Abschreibungen, soweit diese Abschreibungen nicht zu einem früher berücksichtigten steuerlichen Aufwand geführt haben;

- umfaßt sind auch Gewinne nach § 21 Abs. 2 UmwStG, die beispielsweise durch Antragsbesteuerung ausgelöst werden;
- einer Veräußerung steht eine verdeckte Einlage von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften in ein drittes Unternehmen gleich.

Der bisherige Streitpunkt, ob von § 8b Abs. 2 KStG die Veräußerung eigener Anteile erfaßt ist, hat sich dadurch erledigt, daß in der Neufassung nunmehr das Wort „andere“ Körperschaft gestrichen wurde. Damit können auch eigene Anteile steuerfrei veräußert werden.⁴

Die Kehrseite der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen hinsichtlich der Beteiligung an anderen Kapitalgesellschaften ist, daß nach § 8b Abs. 3 KStG Verluste aus Veräußerungen steuerlich nicht geltend gemacht werden können. Großes Streitpotenzial wird in diesem Zusammenhang die Frage ergeben, inwieweit kapitalersetzende Darlehen des Mutterunternehmens an das zu veräußernde Tochterunternehmen ebenfalls von § 8b Abs. 3 KStG erfaßt werden.

1. Beispiel:

Mutterunternehmen M hat Tochterkapitalgesellschaft T gegründet und mit einem Nennkapital von 1.000 ausgestattet. Die Anschaffungskosten auf der Ebene von M belaufen sich also auf 1.000. Zur Deckung von Verlusten und zur Finanzierung des Unternehmens der T hat M weitere 2.000 als Darlehen an T ausgereicht, die insgesamt eigenkapitalersetzend sein sollen. M verkauft nun die Anteile an T bei gleichzeitiger Abtretung der kapitalersetzenden Darlehensforderung zu einem Gesamtkaufpreis einschließlich der abgetretenen Darlehen von 900. Strittig wird sein, ob der Gesamtverlust von 2.100 (1.000 + 2.000 ./. 900) unter § 8b Abs. 3 KStG fällt oder nur ein Teil dieses Gesamtverlustes hiervon erfaßt wird.

2. Einschränkung durch § 8b Abs. 7 KStG

Wie bereits vorstehend unter B.I.2. diskutiert, sind unter bestimmten Umständen Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute sowie Finanzunternehmen von der Steuerbefreiung auch hinsichtlich der Steuergewinne ausgeschlossen.

3. Das Verwirrspiel des § 8b Abs. 4 KStG

§ 8b Abs. 4 KStG stellt eine Meisterleistung der Gesetzgebungskunst und eine intellektuelle Herausforderung an jeden Berater wie auch jeden Unternehmensbewerter dar. Die Vorschrift lautet:

„Abs. 2 ist nur anzuwenden, soweit die Anteile nicht

1. einbringungsgeboren i. S. d. § 21 UmwStG sind oder

⁴ Soweit im Rahmen dieser Ausführungen weiterhin von „andere“ Kapitalgesellschaft gesprochen wird, dient dies der logischen Klarstellung und meint keine gesetzliche Voraussetzung.

2. durch eine Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse unmittelbar oder mittelbar über eine Mitunternehmerschaft von einem Einbringenden, der nicht zu den von Abs. 2 begünstigten Steuerpflichtigen gehört, zu einem Wert unter dem Teilwert erworben worden sind.

Satz 1 gilt nicht,

1. wenn der in Abs. 2 bezeichnete Vorgang später als 7 Jahre nach der Einbringung stattfindet oder
2. soweit die Anteile nicht unmittelbar oder mittelbar auf einer Einbringung i. S. d. § 20 Abs. 1 Satz 1 oder § 23 Abs. 1 bis 3 UmwStG oder auf einer Einbringung durch einen nicht von Abs. 2 begünstigten Steuerpflichtigen innerhalb der in Nr. 1 bezeichneten Frist beruhen.“

Das Verständnis der Vorschrift setzt voraus, daß man relativ klare Vorstellungen darüber hat, was einbringungsgeborene Anteile i. S. d. § 21 UmwStG sind, und zudem noch Umstrukturierungsvorgänge, die unter das Umwandlungssteuergesetz fallen, von solchen unterscheiden kann, die auf der Basis des § 6 Abs. 5 EStG vorgenommen wurden.

Nachfolgend werden deshalb einige Bemerkungen zu einbringungsgeborenen Anteilen gemacht, und anschließend wird anhand von Beispielen § 8b Abs. 4 KStG erläutert.

a) Einbringungsgeborene Anteile

Die Definition einbringungsgeborener Anteile findet sich in § 21 Abs. 1 S. 1 UmwStG. Es handelt sich um Anteile an einer deutschen Kapitalgesellschaft oder einer ausländischen Gesellschaft, die strukturell einer deutschen Kapitalgesellschaft vergleichbar ist. Diese Anteile müssen durch eine Sacheinlage nach §§ 20 Abs. 1, 23 Abs. 1 bis 4 oder 25 UmwStG unter dem Teilwert erworben worden sein. Das Tatbestandsmerkmal „unter dem Teilwert“ meint damit, daß bei dem Tauschvorgang Sacheinlage gegen Anteile die Sacheinlage nicht zum Verkehrswert (Teilwert) übertragen wurde, sondern zu einem Wert, der niedriger als der Teilwert ist.

§ 20 Abs. 1 UmwStG beschreibt die unterschiedlichen Vermögensmassen, die Gegenstand einer Einbringung sein können, die zu einbringungsgeborenen Anteilen führen. § 20 Abs. 1 S. 1 UmwStG sieht als Einbringungsgegenstand einen Betrieb, einen Teilbetrieb oder einen Mitunternehmeranteil vor. § 20 Abs. 1 S. 2 UmwStG behandelt so genannte mehrheitsvermittelnde Anteile als Einbringungsgegenstand. Mehrheitsvermittelnde Anteile sind dadurch definiert, daß die übernehmende Kapitalgesellschaft, in die die Anteile eingebracht werden, auf Grund ihrer Beteiligung einschließlich der übernommenen Anteile nachweisbar unmittelbar die Mehrheit der Stimmrechte an der Gesellschaft hat, deren Anteile eingebracht werden.

Einer Einbringung eines Betriebes steht nach § 25 UmwStG der Formwechsel einer Personenhandelsgesellschaft in eine Kapitalgesellschaft gleich. Darüber hinaus sind auch grenzüberschreitende Fälle geeignet, einbringungsgeborene Anteile entstehen zu lassen. Besondere Bedeutung hat hierbei § 23 Abs. 4 UmwStG, der eine steuerverneutrale Einbringung von Beteiligungen an in- und ausländischen Kapitalgesellschaften in andere ausländische Kapitalgesellschaften unter der Voraussetzung mehrheitsvermittelnder Beteiligung ermöglicht.

Einzelne Problemkreise hinsichtlich einbringungsgeborener Anteile sind umstritten bzw. bergen Schwierigkeiten in sich. Hierzu gehören:

- Das Zusammentreffen von Sacheinlagen, die nicht zum Teilwert erfolgen, mit Bareinlagen anderer Gesellschafter, wie auch Kapitalerhöhungen durch Sacheinlagen in bereits bestehende Kapitalgesellschaften, die über einen eigenen Firmenwert verfügen. Hier stellt sich die Frage, ob und inwieweit einbringungsgeborene Anteile über die direkt als Gegenleistung für die Sacheinlage ausgegebenen Anteile hinaus entstehen.⁵
- Werden Anteile an einer Kapitalgesellschaft veräußert, bei der der Veräußerer sowohl einbringungsgeborene wie nicht einbringungsgeborene Anteile innehat, ist umstritten, wie bestimmt werden kann, ob einbringungsgeborene oder nicht einbringungsgeborene Anteile veräußert wurden.⁶

b) Beispiele

Ohne die Gesamtdogmatik des § 8b Abs. 4 KStG entschlüsseln zu wollen, möchte ich anhand der nachfolgenden Beispielfälle einige klassische Konstellationen erörtern, um die Wirkungsweise dieser Vorschrift ansatzweise zu verdeutlichen.

2. Beispiel:

Kapitalgesellschaft M ist an einer Kommanditgesellschaft beteiligt. Im Jahre 1997 wird die Kommanditgesellschaft formwechselnd nach § 25 UmwStG unter Buchwertfortführung, also ohne Aufdeckung stiller Reserven, in eine T-GmbH umgewandelt. Im Jahre 2002 veräußert M an einen Dritten ihre Anteile, die sie an T hält.

Nach §§ 25, 20, 21 UmwStG handelt es sich bei den Anteilen der M an T um einbringungsgeborene Anteile, die auf eine Einbringung nach § 20 Abs. 1 Satz 1 UmwStG zurückzuführen sind. Deshalb ist nach § 8b Abs. 4 Satz 1 Nr. 1 KStG die Steuerbefreiungsvorschrift des § 8b Abs. 2 KStG nicht anzuwenden. Auch die Rückausnahme des § 8b Abs. 4 Satz 2 Nr. 1 KStG greift nicht, denn zwischen der 1997 erfolgten Umwandlung der KG in die T-GmbH und dem Veräußerungsvorgang sind noch keine sieben Jahre vergangen.

⁵ Zu Einzelheiten *Haritz*, in: *Haritz/Benkert*, UmwStG, 2. Aufl. 2000, § 21 Anm. 20 ff.

⁶ *Haritz*, wie Fußnote 5, Anm. 160 ff.

3. Beispiel:

An einer KG sind nur natürliche Personen beteiligt. Die KG hält 100 % der Anteile an der E-GmbH. Die KG entschließt sich 1997, ihre Anteile an der E-GmbH gegen Gewährung von Gesellschaftsrechten steuerneutral in die T-AG einzubringen. Im Ergebnis ist somit die KG an der T-AG beteiligt. Auf Grund dieser Einbringung nach § 20 Abs. 1 Satz 2 UmwStG sind die Anteile der KG an der T-AG einbringungsgeboren, jedoch nicht die Anteile der T-AG an der E-GmbH.

Im Jahre 2002 entschließt sich die T-AG, die Beteiligung an der E-GmbH zu veräußern.

Wie bereits vorbemerkt, sind die Anteile der T-AG an der E-GmbH nicht einbringungsgeboren, jedoch greift § 8b Abs. 4 Satz 1 Nr. 2 KStG ein. Denn die T-AG hat die Anteile an der E-GmbH mittelbar über die Mitunternehmerschaft KG von Einbringenden erhalten, die einkommensteuerpflichtig sind und damit nicht zu den durch Abs. 2 begünstigten Körperschaftsteuerpflichtigen gehören. Zudem erfolgte die Einbringung steuerneutral unter Buchwert.

Auch hier greift die Rückausnahme des § 8b Abs. 4 Satz 2 Nr. 1 wiederum nicht, denn zwischen der Einbringung 1997 und dem Verkauf der Beteiligung an der E-GmbH durch die T-AG sind noch keine sieben Jahre verstrichen.

4. Beispiel:

Die M-AG ist an der E-GmbH beteiligt. Im Rahmen der Bildung eines Joint Venture mit einem dritten Unternehmen bringt die M-AG ihre bisherige Beteiligung an der E-GmbH in die T-GmbH ein, an der auch das dritte Unternehmen beteiligt ist. Die Einbringung erfolgte 1997. Im Jahre 2002 beschließt die M-AG, ihre Beteiligung an der T-GmbH, dem Joint Venture Unternehmen, nun an den anderen Joint Venture Partner zu veräußern.

Bei der Beteiligung der M-AG an der T-GmbH handelt es sich um einbringungsgeborene Anteile, denn – so die Sachverhaltsannahme – die Einbringung erfolgte 1997 steuerneutral unter Anwendung des § 20 Abs. 1 Satz 2 UmwStG. Damit wären die Tatbestandsvoraussetzungen von § 8b Abs. 4 Satz 1 Nr. 1 KStG erfüllt. Die Rückausnahme des § 8b Abs. 4 Satz 2 Nr. 1 KStG greift nicht ein, denn im Jahre 2002 sind seit dem Jahre 1997 keine sieben Jahre vergangen. Jedoch ist hier die Rückausnahme des § 8b Abs. 4 Satz 2 Nr. 2 KStG von Bedeutung, denn es handelt sich um einen Einbringungsvorgang nach § 20 Abs. 1 Satz 2 UmwStG und nicht um einen nach § 20 Abs. 1 Satz 1 UmwStG. Der damalige Einbringende der Anteile an der E-GmbH in die T-GmbH war ein Körperschaftsteuerpflichtiger, nämlich die M-AG. Folge ist, daß die M-AG ihre Anteile an der T-GmbH 2002 steuerfrei veräußern kann.

Die vorstehenden – schlicht gestrickten – Beispiele lassen sich beliebig verkomplizieren. Von besonderem Interesse sind in diesem Zusammenhang Ketteneinbringungen und darüber hinaus der Streitpunkt, wie Teilbetriebe zu behandeln sind, zu denen auch Beteiligungen an Kapitalgesellschaften gehören.⁷

⁷ Vgl. *Leip BB* 2002, 1839.

4. § 8b Abs. 6 KStG

Systemlogisch richtig erweitert § 8b Abs. 6 KStG die Anwendung der Absätze 1 bis 5 dieser Vorschrift auch auf die Fälle, in denen an Mitunterunternehmensschaften, also vor allem an Personenhandelsgesellschaften, wiederum Kapitalgesellschaften als Mitunternehmer beteiligt sind.

5. Beispiel:

An einer OHG sind zu jeweils 50 % die M-AG und die natürliche Person P beteiligt. Die OHG selbst hält wiederum Anteile an der T-GmbH. Diese Anteile werden im Jahre 2002 veräußert, ohne daß der § 8b Abs. 4 KStG von Bedeutung ist. Der Gewinn aus der Veräußerung der Beteiligung an der T-GmbH durch die KG wird jeweils zur Hälfte der M-AG und P zugerechnet. Der so zugerechnete Gewinn ist für die M-AG steuerfrei, während bei P das Halbeinkünfteverfahren nach § 3 Nr. 40 EStG zur Anwendung kommt.

Diese Grundsätze gelten auch bei der Verschachtelung mehrerer Mitunternehmensschaften untereinander.

C. Aus Spaltung hervorgegangene Unternehmen

Seit 01. 01. 1995 ermöglicht das Umwandlungsgesetz auch die Spaltung von Unternehmen. Parallel zu den zivilrechtlichen Regelungen wurden Spaltungsvorschriften in das Umwandlungssteuergesetz aufgenommen, die unter bestimmten Voraussetzungen die Steuerneutralität einer Spaltung sicherstellen.

Nachfolgend soll am Beispiel einer Aufspaltung einer Kapitalgesellschaft erläutert werden, welche Unwägbarkeiten sich aus den steuerlichen Vorschriften ergeben.

6. Beispiel:

An der U-GmbH sind jeweils zu einem Drittel drei Anteilseigner beteiligt, nämlich A, B und C. Bei A, B und C handelt es sich um Unternehmen, deren Rechtsform hier keine Rolle spielt. Die Anteilseigner A, B und C entschließen sich, die Kapitalgesellschaft U-GmbH aufzuspalten. Auf eine Z-GmbH sollen rund 90 % des Vermögens und auf eine Y-GmbH rund 10 % des Vermögens, jeweils bewertet nach Verkehrswerten, übergehen. Im Wege der Aufspaltung erhalten A, B und C jeweils wiederum ein Drittel der Anteile an den beiden aus der Spaltung hervorgehenden Rechtsträgern Z-GmbH und Y-GmbH. Die Spaltung erfolgt 1999. Im Jahr 2002 erwirbt D von A, B und C alle Anteile an der Y-GmbH. Kurz danach fällt A in Insolvenz und der Konkursverwalter über das Vermögen von A veräußert die bei A verbliebenen Anteile an der Z-GmbH an den Konzern K.

Es stellt sich die Frage, welche Risiken bei der Unternehmensbewertung, die D für seinen Erwerb an der Y-GmbH erstellen läßt, mit berücksichtigt werden müssen.

Deshalb wird auf die steuerliche Genese des vorstehenden Sachverhalts eingegangen.

- Eine steuerneutrale Aufspaltung der U-GmbH in die Z-GmbH und die Y-GmbH ist nur dann möglich, wenn die jeweils auf die Z-GmbH und Y-GmbH übergehenden Vermö-

gensmassen Teilbetriebe im Sinne des Steuerrechts darstellen, § 15 Abs. 1 Satz 1 UmwStG. Die Teilbetriebseigenschaft kann in Einzelfällen umstritten sein. Hierauf soll in diesem Zusammenhang nicht weiter eingegangen werden, sondern es wird unterstellt, daß Teilbetriebe vorgelegen haben.

- Problematisch ist hier jedoch § 15 Abs. 3 Satz 2 i. V. m. Satz 4 UmwStG. Die Vorschrift lautet, verkürzt wiedergegeben:

„§ 11 Abs. 1 (Steuerneutralität der Spaltung) ist ... nicht anzuwenden, wenn durch die Spaltung die Veräußerung an außenstehende Personen vollzogen wird. ... Davon ist auszugehen, wenn innerhalb von fünf Jahren nach dem steuerlichen Übertragungsstichtag Anteile an einer an der Spaltung beteiligten Körperschaft, die mehr als 20 vom Hundert der vor Wirksamwerden der Spaltung an der Körperschaft bestehenden Anteile ausmachen, veräußert werden.“

Diese „Mißbrauchs Klausel“ greift hier ein, denn durch den Erwerb der gesamten Beteiligung an der Y-GmbH durch D sind im ersten Schritt 10 % bewegt worden, und durch die Veräußerung der Anteile des A an der Z-GmbH an den Konzern K weitere 30 % derjenigen gedanklichen Anteile, die zuvor an der U-GmbH bestanden.

- Rechtsfolge ist die Steuerpflichtigkeit der Übertragung des jeweiligen Vermögens der ehemaligen U-GmbH auf die Z- und Y-GmbH. Die U-GmbH besteht jedoch nicht mehr. Ihre Gesamtrechtsnachfolger Z-GmbH und Y-GmbH haften für die Steuerschulden der U-GmbH. Hierbei haften beide gesamtschuldnerisch. Die Finanzverwaltung könnte somit die Y-GmbH in vollem Umfang für die Steuerschulden aus der Übertragung des Vermögens der U-GmbH auf die Z-GmbH und die Y-GmbH in Anspruch nehmen.

D. Umstrukturierungsvorgänge nach § 6 Abs. 5 EStG

§ 6 Abs. 5 EStG ist die Nachfolgeregelung des früheren, so genannten Mitunternehmererlasses⁸ und sieht bestimmte steuerneutrale Übertragungsmöglichkeiten vor. § 6 Abs. 5 EStG ist nicht nur anzuwenden, wenn die Mitunternehmer natürliche Personen sind, sondern auch dann, wenn es sich bei den Mitunternehmern um Kapitalgesellschaften handelt.

Zur Vermeidung von Mißbräuchen wurden verschiedene rückwirkende Besteuerungstatbestände in § 6 Abs. 5 EStG eingeführt, die eine ursprünglich steuerneutrale Übertragung von Einzelwirtschaftsgütern nachträglich zu steuerpflichtigen Vorgängen machen. Besonders kritisch sind in diesem Zusammenhang Veränderungen im Anteilseignerkreis von Mitunternehmerschaften, sofern Anteile auf Kapitalgesellschaften übergehen bzw. sich deren Beteiligung erhöht. Nach dem Wortlaut der Vorschrift des § 6 Abs. 5 S. 6 EStG ist zu befürchten, daß insbesondere formwechselnde Umwandlungen von Personenhandelsgesellschaften (Mitunternehmerschaften) in Kapitalgesellschaften den rückwirkenden Besteuerungstatbestand dieser Vorschrift auslösen. Die Vorschrift stellt sich deshalb als besonders unvorherseh-

⁸ Mitunternehmererlaß v. 20. 12. 1977, BStBl I 1978, 8.

bare „Steuerfalle“ dar, die anlässlich von Umstrukturierungen von Unternehmen infolge einer Akquisition unvorhergesehenen Steueraufwand auslösen kann. Dieser Steueraufwand wird bei einer üblichen Unternehmensbewertung, die die Umstrukturierung nicht zugleich mit ins Auge faßt, kaum antizipiert.⁹

E. Gewerbeertrag aus der Veräußerung aus einem Mitunternehmeranteil

Mit Wirkung für den gewerbesteuerlichen Erhebungszeitraum 2002 wurde durch das Unternehmenssteuerfortentwicklungsgesetz vom 20. 12. 2001 § 7 S. 2 GewStG eingefügt. Verkürzt auf den für Unternehmensbewertungen bedeutsamen Fall besagt die Vorschrift:

„Zum Gewerbeertrag gehört auch der Gewinn aus der Veräußerung ... des Anteils eines Gesellschafters, der als Unternehmer (Mitunternehmer) des Betriebs der Mitunternehmerschaft anzusehen ist ..., soweit er (der Gewinn) nicht auf eine natürliche Person als unmittelbar beteiligten Mitunternehmer entfällt.“

Nach bisheriger Rechtslage war – von Ausnahmen, wie z. B. der in § 18 Abs. 4 UmwStG, abgesehen – die Veräußerung einer Beteiligung an einer Mitunternehmerschaft grundsätzlich gewerbesteuerfrei. Dies stellt sich nach der Gesetzesänderung nun anders dar. Die Problematik der Vorschrift liegt darin, daß Schuldner des Gewerbeertrags aus der Veräußerung des Mitunternehmeranteils durch eine Kapitalgesellschaft, die an der Mitunternehmerschaft beteiligt ist und diese Beteiligung veräußert, nicht der veräußernde Mitunternehmer, die Kapitalgesellschaft, ist, sondern gewerbesteuerpflichtig ist die Mitunternehmerschaft. Dies kann zur Folge haben, daß Veräußerungen eines Mitunternehmers die gesamte Mitunternehmerschaft belasten, wenn nicht gesellschaftsrechtliche Regelungen vorhanden sind, die den Veräußerer zum Ersatz des Gewerbesteueraufwandes verpflichten.

Darüber hinaus enthält die gesetzliche Vorschrift noch die Einschränkung „soweit er (der Gewinn) nicht auf eine natürliche Person als unmittelbar beteiligten Mitunternehmer entfällt.“. Das Erfordernis der Unmittelbarkeit vergrößert den Kreis derjenigen Transaktionen, die unter die Gewerbesteuerpflicht fallen, denn es geht im Ergebnis nicht nur darum, daß Kapitalgesellschaften ihre Beteiligungen an Mitunternehmerschaften veräußern, sondern bei doppelstöckigen oder mehrstöckigen Mitunternehmerschaften mit natürlichen Personen als Gesellschafter kann ebenfalls die Gewerbeertragsteuerbelastung ausgelöst werden.

7. Beispiel:

Natürliche Person A und die B-GmbH sind zu jeweils 50 % an einer OHG beteiligt. Diese OHG ist wiederum Kommanditist einer KG zu 60 %. Weiterer Kommanditist zu 40 % ist

⁹ *Schroer / Starke / Unterberg* FR 2002, 875.

der Dritte D. Die OHG veräußert ihre 60 %-ige Beteiligung an der KG. Ein dabei entstehender Gewinn entfällt durchgerechnet auf die B-GmbH und die natürliche Person A. A ist jedoch nicht unmittelbar an der KG beteiligt. Folge ist, daß auf der Ebene der KG ein Gewerbeertrag auftritt, der wirtschaftlich in erheblichem Umfang auch den weiteren Kommanditisten D belastet.

F. Schlußfolgerung für die Unternehmensbewertung

Die steuerlichen Folgen, die durch eine Unternehmensakquisition selbst oder durch eine Umstrukturierung, die einer Unternehmensakquisition nachfolgen, ausgelöst werden, sind, wie die vorstehende Analyse ergibt, oft Einmaleffekte, die aber dennoch von großer Bedeutung sein können. Langfristige Effekte treten vor allem dann auf, wenn Finanzierungsaufwendungen auf Grund der Bestimmungen des § 3c EStG steuerlich nicht oder nicht vollständig abzugsfähig sind.

Die Auswirkungen des Steuerrechts auf die langfristige Ergebnisprognose und damit den Ertragswert sind unter Umständen nur begrenzt. Dennoch können kurzfristig eintretende und zugleich einschneidende Steuerbelastungen nicht unberücksichtigt bleiben, wenn sie zu Liquiditätsabflüssen führen. Die Belastung von Erfolgskennzahlen durch Steueraufwand nach einer Unternehmensakquisition kann für die Anteilseigner eines Erwerbers wie auch dessen Management von so großer Bedeutung sein, daß kurzfristig auftretende negative Effekte langfristige Überlegungen überschatten.

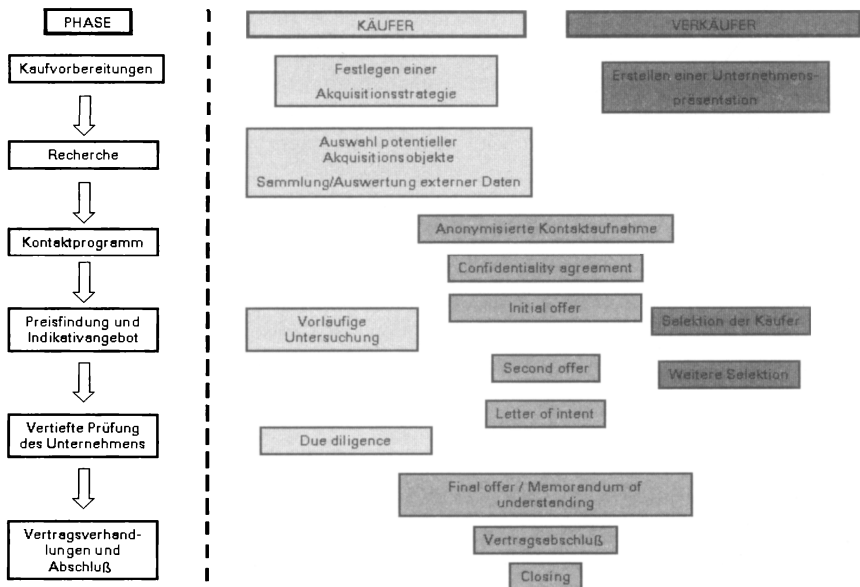
Die Unternehmensbewertung muß deshalb die steuerlichen Konsequenzen von Akquisitionen und Strukturänderungen mit berücksichtigen und vor allem die Schlußfolgerungen aus den geänderten Steuerrechtsbestimmungen ziehen. Dies erfordert, daß bei der Unternehmensbewertung im Zusammenhang mit Akquisitionen die steuerliche Struktur des Erwerbsobjekts vor dem Hintergrund der neuen Steuergesetzgebung vertieft untersucht wird. Unzutreffend ist es, die langfristigen Ertragsaussichten allein auf konsolidierter Basis zu analysieren, ohne die unter Umständen sehr differenzierte Gruppenstruktur des Erwerbsobjekts mit seinen steuerlichen Konsequenzen zu durchleuchten.

Rechtsfragen beim Unternehmenskauf

Von Detlev R. Haselmann

A. Einleitung

Der Beitrag greift wesentliche Stadien eines Unternehmenskaufs auf, stellt die dort bestehenden Rechtsprobleme dar und versucht Entscheidungshilfen für die erforderlichen Weichenstellungen an die Hand zu geben. Selbstverständlich kann aufgrund der Komplexität von Unternehmensakquisitionen eine umfassende Behandlung aller zu berücksichtigenden Rechtsfragen in dem hier vorgegebenen Rahmen nicht erfolgen. Insoweit wird zur Erlangung eines Überblicks auf die einschlägige umfassende Literatur verwiesen.¹ Die Idealstruktur eines Unternehmenskaufs läßt sich typisiert in folgende Stadien einteilen:



¹ *Beisel/Klump*: Der Unternehmenskauf, 3. Aufl., München 1996; *Hölters* (Hrsg.): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 5. Aufl., Köln 2002; *Holzappel/Pöhlath*: Der Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 10. Aufl., Köln 2001; *Semler/Volhard*: Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, Band 1, München 2001.

Zunächst wird das vorvertragliche Stadium des Unternehmenskaufs näher beleuchtet, zum einen der Schutz der Vertraulichkeit zwischen den potentiellen Vertragsparteien und zum anderen die Prüfung des Akquisitionsobjekts, d. h. das Verfahren der *due diligence*. Als weiterer Schwerpunkt werden die Ausgestaltung des Unternehmenskaufvertrages selbst und mögliche Auswirkungen der Schuldrechtsmodernisierung hierauf erörtert. Die gesetzlichen Regelungen des Bürgerlichen Gesetzbuches für den Unternehmenskauf haben sich als unpraktikabel und unzureichend zum Schutz des Käufers erwiesen. Daher war es gängige Praxis, daß die Vertragsparteien ein eigenes vertragliches Gewährleistungsregime in Form von Garantieabreden unter Ausschluß der gesetzlichen Regelungen entwickelten.² Es ist daher die Frage aufzuwerfen, ob eine derartige Vorgehensweise nach dem Gesetz zur Schuldrechtsmodernisierung noch angezeigt bzw. überhaupt in dieser Form noch zulässig ist.

B. Der Akquisitionsprozeß

I. Überblick

Die rechtlich und wirtschaftlich erfolgreiche Durchführung einer Unternehmensakquisition bedingt vorab die Beantwortung einiger grundlegender Fragen. Der Käufer wird sich die Frage stellen müssen, warum er in welchem Geschäftszweig, mit welchen Mitteln und mit welchem Ziel ein Unternehmen erwerben möchte. Auf der Verkäuferseite wird sich die Frage stellen, warum er aus welchem Grund, mit welchem Ziel und zu welchem Preis ein Unternehmen verkaufen möchte. Aus der Beantwortung dieser Fragen ist als nächster Schritt die Frage zu beantworten, ob und in welchem Umfang man sich – sei es auf Käufer- oder auf Verkäuferseite – der Unterstützung sachkundiger Berater bedient. Bejahendenfalls empfiehlt es sich, den Beraterkreis möglichst früh festzulegen und ein entsprechendes Team zu bilden, um eine stringente Durchführung der Kauf- bzw. Verkaufsaktion sicherzustellen. Diese Maßnahme führt nicht nur zu einer erheblichen Zeitersparnis, sondern gewährleistet auch ein angemessenes Kostenbudget.

Der Käufer wird sodann nach Sammlung und Auswertung externer Daten eine Auswahl von potentiellen Akquisitionsobjekten treffen und mit deren Vertretern – zunächst ggfs. anonymisiert – Kontakt aufnehmen. Im Folgenden muß der Käufer Klarheit über den wirtschaftlichen Zustand des Unternehmens bekommen. Insbesondere hat er aufzuklären, ob das Unternehmen zu ihm paßt, das heißt mit seiner unternehmerischen Strategie kompatibel ist. Zu diesem Zweck benötigt er umfassende Informationen über das Zielunternehmen.

² Vgl. z. B. *Gronstedt/Jürgens*, ZIP 2002, 52; *Loges*, DB 1997, 965; *Wolf*, DB 2002, 411, 419.

Auf der Verkäuferseite kann möglicherweise unter mehreren potentiellen Käufern zu verschiedenen Stadien des Akquisitionsprozesses ausgewählt werden. Dieser Auswahlprozeß erfolgt im Rahmen einer stufenweisen Annäherung während des Akquisitionsprozesses, wie er eingangs dargestellt wurde. Da mit Fortschreiten der Verhandlungen der Verkäufer dem Käufer in immer größerem Maße den Zugriff auf interne, vertrauliche Informationen ermöglichen muß, damit dieser seine Kaufentscheidung, insbesondere die Kaufpreisbestimmung, vornehmen kann, wird er versuchen, den Kreis der Berechtigten einerseits möglichst klein zu halten, ohne andererseits potentielle Kaufinteressenten zu früh abzulehnen. Es ist daher auf der Verkäuferseite das besondere Geschick erforderlich, einmal die aus Verkäufersicht „besten“ Kaufinteressenten zu definieren und sich auf diese zu fokussieren, ohne sich andererseits verhandlungstechnisch in eine Abhängigkeit zu diesen Kaufinteressenten zu begeben.

Unternehmenskäufe sind regelmäßig dann erfolgreich, wenn auf Käuferseite die Akquisition mit einem klaren unternehmerischen Konzept unterlegt und auf Verkäuferseite nicht lediglich die bloße Optimierung des Verkaufspreises angestrebt wird. Da beide Parteien regelmäßig befürchten, daß ein Bekanntwerden ihrer Strategie zu Nachteilen führen könnte, liegt die Kunst eines erfolgreichen Unternehmenskaufs bzw. -verkaufs zu einem wesentlichen Teil darin, die Strategie des anderen Vertragsteils zutreffend zu erfassen, sie mit der eigenen Strategie abzugleichen, um auf diese Weise schnell und zielsicher die Frage des „Ob“ wie auch bejahendenfalls die Frage des „Wie“ festzulegen und damit die Marschrichtung für die Verhandlungen zu bestimmen.

II. Schutz der Vertraulichkeit im vorvertraglichen Stadium

Der gesamte Komplex der vorvertraglichen Prüfungen und Verhandlungen ist gekennzeichnet durch einen grundlegenden Interessenkonflikt zwischen Verkäufer und Käufer. Der Verkäufer wird grundsätzlich nicht gewillt sein, einem lediglich potentiellen Käufer, der wohlmöglich auch noch Konkurrent ist, unternehmensinterne Informationen offenzulegen.³ Denn erst der verbindliche Vertragsabschluß schützt den Verkäufer davor, daß der potentielle Käufer im Rahmen des Akquisitionsprozesses erlangte Informationen zu seinen Gunsten und zum Nachteil des Verkäufers ausnutzt. Diese Gefahr kann angesichts der Tatsache, daß in zunehmendem Maße Unternehmen am Markt agieren, deren Wert im wesentlichen aus immateriellen Werten (know-how, good-will) besteht, nicht überschätzt werden. Sofern mehrere Kaufinteressenten vorhanden sind, potenziert sich dieses Risiko noch, da „enttäuschte“ Kaufinteressenten zurückbleiben.

Die Kenntnis von allgemein zugänglichen Informationen über das Zielunternehmen wird dem Käufer regelmäßig nicht genügen. Vielmehr ist er bestrebt, eine

³ Vgl. *Harrer*, DStR 1993, 1673; vgl. *Krüger/Kalbfleisch*, DStR 1999, 174, 176.

möglichst genaue Kenntnis von den wirtschaftlichen Grundlagen des Unternehmens zu erlangen, um eine möglichst zutreffende Prognose über die Zukunft des Zielunternehmens vornehmen zu können. Darüber hinaus will sich der Käufer Klarheit über die Integrationsfähigkeit des Zielunternehmens verschaffen, da gerade dies für den künftigen wirtschaftlichen Erfolg dieses Unternehmens und damit für die Akquisition selbst von besonderer Bedeutung ist.⁴

Rechtlich wirft dieses Verhandlungsstadium insofern Probleme auf, als der gesamte vorvertragliche Bereich gesetzlich nur rudimentär geregelt ist.⁵ Hieran hat sich durch die Schuldrechtsmodernisierung wenig geändert. Das in Betracht zu ziehende Rechtsinstitut der c.i.c.⁶ hat nunmehr in den §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB lediglich eine ausdrückliche Erwähnung erfahren. Gerade der vorvertragliche Bereich nimmt beim Unternehmenskauf regelmäßig aber eine bedeutende Stellung ein. Es besteht daher erheblicher Bedarf, dieses Stadium rechtlich wie tatsächlich zu strukturieren, um ein Höchstmaß an Rechtssicherheit zu erreichen.

Die Praxis hat zum Schutz der Vertraulichkeit unterschiedliche Gestaltungsformen entwickelt bzw. aus dem angloamerikanischen Rechtskreis adaptiert (z. B. confidentiality agreement, letter of intent), da die gesetzlichen Regelungen unzureichend sind. Zwar entsteht mit Aufnahme der Vertragsverhandlungen ein vorvertragliches Vertrauensverhältnis, das die Beteiligten grundsätzlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. Eine Verletzung der Vertraulichkeit kann daher eine Haftung aus c.i.c. begründen. Jedoch wird es im Einzelfall schwierig sein, die genaue Reichweite der gesetzlichen Geheimhaltungspflicht zu bestimmen. Zudem ist es für den Veräußerer problematisch, den Schadensumfang festzustellen und vor allem nachzuweisen.⁷

Zur Lösung dieses Nachweisproblems verpflichtet sich der Käufer im Rahmen der Vertraulichkeitsabsprache regelmäßig zur Leistung einer Vertragsstrafe des pauschalisierten Schadensersatzes, sofern er vertrauliche Informationen ausnutzt oder an Dritte weitergibt. Welche Informationen dies betrifft, kann zwischen den Parteien innerhalb der rechtlichen Grenzen⁸ frei vereinbart werden. Die summenmäßige Festlegung birgt allerdings die Gefahr, daß der potentielle Käufer böswillig ist und die Zahlung der Strafe bewußt einkalkuliert. Daher muß auf Festlegung einer tatsächlich abschreckenden Strafhöhe geachtet werden. Jedoch ist zu berücksichtigen, daß bei überzogenen Vertragsstrafen, sofern es sich bei dem Unternehmenskauf nicht um ein Handelsgeschäft im Sinne des § 343 HGB handelt, eine

⁴ Vgl. *Beisel/Klump* (Fn. 1), Rdn. 36; *Schlitt* in: *Semler/Volhard* (Fn. 1), § 6 Rdn. 4.

⁵ Vgl. *Beisel/Klump* (Fn. 1), Rdn. 37, 40.

⁶ *Semler* in: *Hölters* (Fn. 1), Teil VI, Rdn. 13, 14, 20.

⁷ *Semler* in: *Hölters* (Fn. 1), Teil VI, Rdn. 57.

⁸ Keine wirksame Vereinbarung bezüglich veröffentlichter/allgemein zugänglicher Informationen: BGH I ZR 144/56 – Urt. v. 22. 11. 1957 – GRUR 1958, 346, 349; BGH I ZR 34/59 – Urt. v. 17. 05. 1960 – GRUR 1960, 554, 555; *Schlitt* in: *Semler/Volhard* (Fn. 1), § 6 Rdn. 14.

Herabsetzung der Strafhöhe nach § 343 BGB möglich ist. Für den Verkäufer verbleibt allerdings weiterhin der Nachteil, daß ihm die Beweislast für den Nachweis einer Verletzung der Vertraulichkeit obliegt.⁹

Im Ergebnis läßt sich somit festhalten, daß die vertraglichen Vertraulichkeitsvereinbarungen den Interessenkonflikt zwar nicht beseitigen, aber wesentlich zu seiner Entschärfung beitragen.

III. Prüfung des Akquisitionsobjektes – due diligence

1. Ablauf und Bedeutung der due diligence

Zur Erlangung möglichst umfassender Informationen über das Zielunternehmen ist eine intensive Prüfung desselben durch den Käufer erforderlich. Ziel des Käufers muß es sein, vor Abschluß des Kaufvertrages möglichst umfassende Informationen über das Unternehmen zu erlangen, um das Risiko einer Fehlinvestition, gleich aus welchen Gründen, auszuschließen bzw. zu senken. Das Ergebnis der Prüfung wird darüber hinaus natürlich auch die Kaufpreisermittlung auf Käuferseite bestimmen.

Diese Unternehmensprüfung wird allgemein als due diligence bezeichnet. Sie entstammt dem angloamerikanischen Rechtskreis. Die praktische Bedeutung der due diligence kann – auch in Deutschland – nicht hoch genug eingeschätzt werden. Sofern eine due diligence durchgeführt wird, nimmt sie eine – wenn nicht die – zentrale Rolle innerhalb des Akquisitionsprozesses ein.¹⁰ Ursprünglich bezeichnet der Begriff „due diligence“ lediglich einen Sorgfaltsmaßstab.¹¹ Der Begriff kann am ehesten mit „gebotener“ oder „angemessener Sorgfalt“ übersetzt werden.¹² Im Kontext des Unternehmenskaufs ist der Begriff erweitert worden. Gemeint ist hier die Unternehmensprüfung in Form einer systematischen und detaillierten Analyse von Daten mit dem Ziel, ein Gesamtbild des Unternehmens zu erlangen, um die mit der Übernahme verbundenen Risiken einschätzen zu können.¹³ Entweder stellt der Verkäufer alle zu prüfenden Dokumente in einem Raum des Zielunternehmens („data-room“) bereit¹⁴ und der Käufer kann prüfen, was ihn interessiert, oder der Kaufinteressent übersendet dem Verkäufer eine Liste mit den von ihm begehrten Informationen.¹⁵ Grundsätzlich erstreckt sich die Prüfung auf unterschiedlichste

⁹ Schlitt in: Semler / Volhard (Fn. 1), § 6 Rdn. 20.

¹⁰ Vgl. Merkt, WiB 1996, 145.

¹¹ Loges, DB 1997, 965; Merkt, WiB 1994, 145.

¹² Semler in: Hölters (Fn. 1), Teil VI, Rdn. 29.

¹³ Dietzel in: Semler / Volhard (Fn. 1), § 9 Rdn. 58 m. w. N.; Holzapfel / Pöllath (Fn. 1), Rdn. 12; vgl. Krüger / Kalbfleisch, DStR 1999, 174 f.

¹⁴ Hölters in: Hölters (Fn. 1), Teil I Rdn. 143; zur Frage, unter welchen Voraussetzungen beim Beteiligungskauf Informationen gegeben werden dürfen, vgl. Lutter, ZIP 1997, 613 ff.

¹⁵ Harrer, DStR 1993, 1673; Loges, DB 1997, 965; Merkt, BB 1995, 1041, 1043.

Bereiche des Unternehmens, so daß sich Begriffe wie beispielsweise „legal-“, „financial-“, „environmental-“ und „tax-“ due diligence herausgebildet haben.¹⁶ Die Ergebnisse werden regelmäßig in einem Abschlußbericht zusammengefaßt (due diligence report).¹⁷ Die due diligence im Rahmen des Unternehmenskaufs muß als Konsequenz aus dem im angloamerikanischen Recht geltenden Grundsatz des „caveat emptor“ verstanden werden.¹⁸ Danach stehen dem Käufer, auch hinsichtlich versteckter Mängel, keine gesetzlichen Gewährleistungsrechte zu.¹⁹ Der Käufer ist danach gehalten, selbst dafür Sorge zu tragen, bei Vorliegen eines Mangels nicht rechtlos zu stehen.²⁰ Bei internationalen Transaktionen unter Beteiligung deutscher Unternehmen muß die Durchführung einer due diligence daher als selbstverständlich bezeichnet werden. Aber auch im deutschen Rechtskreis hat sich das Verfahren der due diligence weitestgehend durchgesetzt.

Ein wesentliches Ziel der due diligence ist auch die Erhärtung oder Verwerfung des im Rahmen der Unternehmensbewertung gefundenen Ergebnisses. Sie erstreckt sich insbesondere auf die Ordnungsmäßigkeit der Rechnungslegung, die Werthaltigkeit der Forderungen, die Höhe der Verbindlichkeiten, den allgemeinen Zustand des Betriebes, das Vorhandensein von Umweltlasten sowie die Richtigkeit der Planzahlen.²¹ Der Käufer vermeidet durch die genaue Untersuchung des Kaufobjekts vor Vertragsschluß soweit wie möglich, auf die Geltendmachung von Gewährleistungsrechten nach Vertragsschluß angewiesen zu sein.

Gleichzeitig wird der Käufer bei der Prüfung des Unternehmens ermitteln, bezüglich welcher Umstände er vom Verkäufer auf jeden Fall eine Gewährleistung / Garantie fordern muß. So stellt sich die vertraglich im Einzelfall vereinbarte Gewährleistung auch als Spiegelbild der durch die due diligence erlangten Erkenntnisse dar.²² Dies hat selbstverständlich auch Auswirkungen auf den Kaufpreis des Unternehmens.²³ Ausgehend von der Annahme, daß das Unternehmen wirtschaftlich „mangelfrei“ ist, werden die Parteien eine Risikoabwägung und anschließend Risikoverteilung durchführen. Dabei gilt: Je weniger Garantien der Verkäufer übernimmt, umso geringer wird der zu erzielende Kaufpreis sein, denn die Gefahr für den Käufer steigt, daß er die Konsequenzen daraus tragen muß, wenn das Unternehmen negativ vom Idealzustand abweicht. Gleichwohl sollte es nicht Ziel des Verkäufers sein, um jeden Preis den höchsten Kaufpreis zu erzielen, denn die Garantieübernahme stellt eine Risikoverschiebung zu Lasten des Verkäufers dar.

¹⁶ *Holzapfel/Pöllath* (Fn. 1), Rdn.12; vgl. *Krüger/Kalbfleisch*, DStR 1999, 174, 175.

¹⁷ *Loges*, DB 1997, 965; *Picot*, FAZ v. 18. 10. 2000, 49.

¹⁸ *Merkt*, WiB 1996, 145, 146.

¹⁹ *Merkt*, WiB 1996, 145, 146.

²⁰ *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841, 842; *Dietzel* in: *Semler/Volhard* (Fn. 1), § 9 Rdn. 59.

²¹ *Schlitt* in: *Semler/Volhard* (Fn. 1), § 6 Rdn. 4.

²² *Krüger/Kalbfleisch*, DStR 1999, 174, 175; *Merkt*, WiB 1996, 145, 147 f.; *ders.*, BB 1995, 1041; *Picot*, FAZ v. 18. 10. 2000, 49.

²³ *Holzapfel/Pöllath* (Fn. 1), Rdn.12.

Schließlich wirkt sich die *due diligence* auch im Innenverhältnis auf Seiten des Käufers aus, denn sie dokumentiert das verantwortungsbewußte Handeln seiner Geschäftsleiter, insbesondere die gebotene Sorgfalt wegen möglicher Risiken.²⁴

2. Gesetzliche Gewährleistung und *due diligence*

Nach der gesetzlichen Konzeption kann der Käufer alle das Zielunternehmen betreffenden Umstände, von denen er im Rahmen der *due diligence* Kenntnis erlangt, nicht mehr zum Gegenstand seiner gesetzlichen Gewährleistungsrechte machen. Dies ergibt sich aus der Regelung des § 442 BGB. Da also die *due diligence* für den Käufer nach deutschem Recht den erheblichen Nachteil hat, daß seine gesetzlichen Gewährleistungsrechte hierdurch eingeschränkt werden können,²⁵ mag ihre Durchführung für den Käufer auf den ersten Blick widersinnig erscheinen.

Dem Käufer jedoch nunmehr zu raten, das Unternehmen möglichst „blind“ zu kaufen, greift als Überlegung zu kurz. Es kann nicht primäres Ziel des Käufers sein, nachträglich möglichst umfassende Gewährleistungsansprüche geltend machen zu können. Vielmehr will er vorhandene Mängel bereits vor Erwerb kennen und dies bei seiner Kaufentscheidung bzw. bei der Bestimmung des Kaufpreises entsprechend berücksichtigen. Der entscheidende Nachteil des „nachträglichen Schutzes“ besteht für den Käufer darin, daß er vom Kauf des Unternehmens regelmäßig nicht mehr zurücktreten kann.²⁶ Dies ist zwar nach dem Gesetz möglich, praktisch ist aber eine Rückabwicklung nahezu undurchführbar. Die Schwierigkeit liegt in der Natur des Unternehmens als Kaufgegenstand begründet.²⁷ Ein wirtschaftlich tätiges Unternehmen ist stetigen Veränderungen unterworfen. So wird sich beispielsweise der Warenbestand stetig ändern, und auch die Zahl der Beschäftigten wird Schwankungen unterliegen. Ebenso kann kaum bewertet werden, wie zum Beispiel vom Käufer getätigte Investitionen zu bewerten sind. Die Unternehmensführung des Käufers wird wesentlichen Einfluß auf den Zustand des Unternehmens haben. All diese Faktoren müßten im Rahmen einer Rückabwicklung separat bewertet werden. Insgesamt kann daher festgehalten werden, daß der Zustand eines „lebenden“ Unternehmens nie derselbe bleibt. Daher wird ein Rücktritt vom Unternehmenskaufvertrag ganz überwiegend ausgeschlossen.

Zudem stellt sich die Frage, ob das Unterlassen der Durchführung einer *due diligence* nicht als grob fahrlässig im Sinne des § 442 BGB anzusehen ist. Das wäre dann der Fall, wenn sich insoweit eine Verkehrssitte herausgebildet hätte. Obwohl die Verbreitung der *due diligence* fortwährend zunimmt, wird überwiegend (noch) nicht von einer Pflicht zur Durchführung einer *due diligence* im Rahmen

²⁴ Dietzel in: Semler / Volhard (Fn. 1), § 9 Rdn. 61.

²⁵ Vgl. Merkt, WiB 1996, 145, 148.

²⁶ Vgl. v. Gierke / Paschen, GmbH 2002, 457, 458.

²⁷ Beisel / Klumpp (Fn. 1), Rdn. 972; Holzapfel / Pöllath (Fn. 1), Rdn. 46.

eines Unternehmenskaufs ausgegangen.²⁸ Tendenziell scheint die Entwicklung jedoch hierauf zuzulaufen, so daß insofern zumindest das Risiko besteht, daß ein Gericht diese Frage zukünftig bejahen wird. Wird man das Bestehen einer Verkehrssitte bejahen, stellt sich allerdings die weitere Frage, in welchem Umfang diese dem Käufer eine Prüfung auferlegt.²⁹

Aber auch bei Durchführung einer due diligence kann sich die Frage eines grob fahrlässigen Verhaltens stellen, sofern die Prüfung nur Teilbereiche erfaßt oder oberflächlich bleibt. Auch hier gilt grundsätzlich, daß dem Käufer hieraus kein Vorwurf gemacht wird.³⁰ Jedoch sind die Umstände des Einzelfalls zu beachten, insbesondere die persönlichen Verhältnisse des Käufers.³¹ So kann das Unterlassen der Prüfung wesentlicher Umstände als grob fahrlässig anzusehen sein, wenn sich die Fehlerhaftigkeit aufdrängte.³²

Bleibt die Frage, wie der Regelung des § 442 BGB bei Durchführung einer due diligence begegnet werden kann. Mitunter wird versucht, durch Abschluß eines disclosure schedule im Anschluß an die due diligence positiv festzuhalten, was der Käufer im Rahmen der due diligence erfahren hat. Was also nicht schriftlich fixiert wird, soll als nicht bekannt gelten. Bezüglich der Frage der Zulässigkeit eines disclosure schedule wird zutreffend darauf hingewiesen,³³ daß es letztlich um die Frage geht, ob § 442 BGB dispositiver Natur ist, was allgemein bejaht wird.

Im Ergebnis ist die Frage für die Praxis von untergeordneter Bedeutung. Selbst wenn der Verkäufer tendenziell bereit ist, sich auf ein disclosure schedule einzulassen, wird sich die Gewährleistung im wesentlichen im Bereich des vertraglich Vereinbarten bewegen. Hier steht es den Parteien aber theoretisch sogar offen, Vereinbarungen über das Nichtvorhandensein von Mängeln zu treffen, deren Vorliegen beiden Parteien positiv bekannt ist.³⁴ Daß sich ein Verkäufer hierauf einlassen wird, ist jedoch eher unwahrscheinlich. Es ist auch fernliegend, daß die Parteien allein die Regelung des § 442 BGB abbedingen, im übrigen aber die gesetzliche Gewährleistung gelten lassen wollen. Für eine individuelle Regelung dieser Problematik bietet sich vielmehr die Vereinbarung von Garantien an.

²⁸ Dietzel in: Semler/Volhard (Fn. 1), § 9 Rdn.60 m. w. N.; Holzapfel/Pöllath (Fn. 1), Rdn 12; Loges, DB 1997, 965, 967; Merkt, WiB 1996, 145, 148.

²⁹ Daher ebenfalls gegen die Annahme einer Verkehrssitte: Fleischer/Körber, BB 2001, 841, 846.

³⁰ Loges, DB 1997, 965, 968; Semler in: Hölters (Fn. 1), Teil VI, Rdn. 42.

³¹ Semler in: Hölters (Fn. 1), Teil VI, Rdn. 43.

³² Vgl. Dauner-Lieb/Thiessen, ZIP 2002, 108, 111.

³³ Merkt, WiB 1996, 145, 148.

³⁴ Holzapfel/Pöllath (Fn. 1), Rdn.12.

3. Aufklärungspflichten des Veräußerers

Auf der anderen Seite stellt sich die Frage der Auswirkungen der due diligence auf eventuelle Aufklärungspflichten des Verkäufers, deren schuldhafte Verletzung eine Haftung aus c.i.c. (jetzt gesetzlich normiert: §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB) auslösen kann. Die Rechtsprechung geht insoweit davon aus, daß der Verkäufer den Käufer auch ungefragt über solche Umstände aufzuklären hat, die den Vertragszweck (des anderen) vereiteln können und daher für seinen Entschluß von wesentlicher Bedeutung sind, sofern der Käufer die Mitteilung nach der Verkehrsauffassung erwarten konnte.³⁵

Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn er keine Möglichkeit hat, sich die notwendige Information selbst zu verschaffen.³⁶ Der Käufer wird sich daher regelmäßig auf den Standpunkt stellen, allein die Durchführung einer due diligence mache bereits deutlich, daß er über alles habe informiert werden wollen.

Andererseits ist es zunächst Sache des Käufers, sich im Einzelfall verbindliche Angaben über solche Umstände und Verhältnisse des Erwerbsobjekts machen zu lassen, die insbesondere für seine Preiskalkulation von Bedeutung sind.³⁷ Sofern der Käufer bestimmte Bereiche nicht prüft, wird der Verkäufer zudem die Auffassung vertreten, daß diese Bereiche für die Kaufentscheidung des Käufers offensichtlich irrelevant waren.³⁸

Letztlich bestimmt sich der Umfang der Aufklärungspflichten nach der Gestaltung des Geschäfts im Einzelfall.³⁹ So hat der BGH ausgeführt, daß sich die grundsätzlich bestehende Aufklärungspflicht des Verkäufers reduzieren könne, wenn der Käufer beispielsweise keine Schulden übernimmt und das Unternehmen in seinen eigenen branchengleichen Betrieb eingliedern will.⁴⁰ Zudem wird die Sachkunde bzw. Geschäftsgewandtheit der Parteien berücksichtigt werden müssen.⁴¹ Im Hinblick auf die due diligence wird man tendenziell annehmen müssen, daß der Verzicht auf die Prüfung bestimmter Bereiche das fehlende Interesse des Käufers dokumentiert, und sich somit die Aufklärungspflichten des Verkäufers reduzieren.⁴²

³⁵ BGH – Urt. v. 28. 11. 2001 – NJW 2002, 1042; BGH – Urt. v. 06. 12. 1995, VIII ZR 192/94 – NJW-RR 1996, 429.

³⁶ BGH VIII ZR 37/01 – Urt. v. 28. 11. 2001 – NJW 2002, 1042; vgl. *Loges*, DB 1997, 965, 966.

³⁷ OLG Hamburg 11U 90/92 – Urt. v. 03. 06. 1994 – WM 1994, 1378.

³⁸ Vgl. *Loges*, DB 1997, 965, 969.

³⁹ *Loges*, DB 1997, 965, 966.

⁴⁰ BGH, NJW 2002, 1042, 1044.

⁴¹ *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841, 843; *Holzapfel/Pöllath* (Fn. 1), Rdn. 433; *Loges*, DB 1997, 965, 966.

⁴² A.A. *Stengel/Scholderer*, NJW 1994, 158, 164, wonach die due diligence für den Umfang der Aufklärungspflichten ohne Bedeutung ist.

C. Unternehmenskaufvertrag

I. Gesetzliche Gewährleistung

Die kautelarjuristische Praxis ist von der Maxime geprägt, die gesetzliche Gewährleistung weitestgehend auszuschließen. Dies hat seinen Ursprung darin, daß die gesetzlichen Regelungen als unzureichend und unpassend empfunden wurden.⁴³ Darüber hinaus bestand jedoch infolge der herrschenden Rechtsprechung beim Anteilskauf eine erhebliche Unsicherheit, welche Normen im Einzelfall anwendbar seien.

Exemplarisch seien die Probleme nach alter Rechtslage anhand der folgenden Beispiele in Erinnerung gerufen. Beim sog. „Share deal“ oder Anteilskauf handelt es sich nach allgemeiner Auffassung um einen Rechtskauf. Die Rechtsprechung ging jedoch davon aus, daß bei Verkauf nahezu aller Anteile das von der Gesellschaft betriebene Unternehmen selbst als verkauft und damit das Sachmängelgewährleistungsrecht der §§ 459 ff. BGB a.F. anwendbar sei.⁴⁴ Ein verbindliche Quote wurde jedoch nicht festgelegt, so daß im Einzelfall nicht abzusehen war, ob aus §§ 459 ff. oder c.i.c. gehaftet würde.⁴⁵ Das Problem der Abgrenzung der §§ 459 ff. BGB von der c.i.c. stellte sich auch bei der Frage, welche Umstände des Unternehmens Eigenschaften im Sinne des § 459 Abs. 2 BGB sind. In der engen Auslegung des Begriffs der Eigenschaft spiegelt sich auch die verbreitete Auffassung wider, daß die c.i.c. beim Unternehmenskauf die gegenüber den §§ 459 ff. BGB interessengerechtere Regelung sei.⁴⁶ Nachteilig an den Sachmängelgewährleistungsvorschriften wurden insbesondere empfunden: kurze Verjährung des § 477 BGB,⁴⁷ verschuldensunabhängiges Wandelungsrecht, keine Möglichkeit der Berücksichtigung eines eventuellen Mitverschuldens (Alles-oder-Nichts-Prinzip).⁴⁸ So war es nicht verwunderlich, daß auch der BGH selbst die Schaffung eines möglichst lückenlosen Systems aus vertraglichen Regeln zur Vermeidung der gesetzlichen Unsicherheiten empfahl.⁴⁹

Durch die Schuldrechtsreform sind grundlegende „Nachteile“ der gesetzlichen Gewährleistung auch für den Bereich des Unternehmenskaufs weggefallen.⁵⁰

⁴³ *Holzapfel/Pöllath* (Fn. 1), Rdn. 491; *Merkt*, BB 1995, 1041, 1046.

⁴⁴ BGH, NJW 2002, 1042; BGH VIII ZR 32/00 – Ur. v. 04. 04. 2001; BGH VII ZR 185/96 – Ur. v. 25. 03. 1998 – NJW 1998, 2360, 2362; BGH VIII ZR 142/74 – Ur. v. 12. 11. 1975 – Z 65, 246 (251).

⁴⁵ Vgl. z. B. BGHZ 65, 246; OLG München 12 U 1738, 1739/65 – Ur. v. 14. 11. 1966 – NJW 1967, 1326.

⁴⁶ *Loges*, DB 1997, 965 f.; *Semler* in: Hölters (Fn. 1), Teil VI Rdn.167; *Stengel/Scholderer*, NJW 1994, 158, 159 m. w. N.

⁴⁷ *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841, 843; *Gronstedt/Jörgens*, ZIP 2002, 52, 53; *Semler* in: Hölters (Fn. 1), Teil VI, Rdn. 167.

⁴⁸ *Beisel/Klump* (Fn. 1), Rdn. 942; *Loges*, DB 1997, 965; *Merkt*, BB 1995, 1041, 1045.

⁴⁹ BGHZ 65, 246, 252; BGH I ZR 132/75 – Ur. v. 18. 03. 1977 – NJW 1977, 1538.

⁵⁰ Vgl. für den Unternehmenskauf BT-Drucks. 14/6040, S. 209 u. 212.

Durch die Gleichstellung von Sach- und Rechtskauf in § 453 BGB ist die Frage, ob Mängelgewährleistungsregeln überhaupt auf den Share deal anwendbar sind, entfallen. Die Verjährungsfristen von c.i.c. und Mängelgewährleistung wurden angeglichen.⁵¹ Der Rücktritt wird wegen § 346 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BGB in der Regel bereits kraft Gesetzes ausgeschlossen sein.⁵² Auch der Schadensersatzanspruch des § 437 Nr. 3 BGB ist verschuldensabhängig ausgestaltet,⁵³ so daß die Möglichkeit besteht, ein Mitverschulden des Käufers zu berücksichtigen. Von daher wird vielfach davon ausgegangen, daß in Zukunft der Beschaffenheitsbegriff (§ 434 BGB n. F.) weiter ausgelegt werden wird als bisher⁵⁴ und somit auch der Anwendungsbereich der gesetzlichen Gewährleistung.

II. Vertragliche Haftung/Garantien

An die Stelle der gesetzlichen Gewährleistung setzten die Parteien unter der alten Rechtslage ein eigenes vertragliches Haftungsregime. Dieses bestand aus beschränkten selbständigen Garantien bezüglich einzelner Umstände.⁵⁵ Rechtlich sind diese Garantien als selbständiger Vertrag im Vertrag einzuordnen. Daher muß dieser aber auch die ausdrückliche Regelung – sofern dies der Absicht der Beteiligten entspricht – enthalten, daß die gesetzliche Gewährleistung umfassend ausgeschlossen sein soll. Allein die Vereinbarung einer Garantie führt nicht zum Ausschluß der gesetzlichen Gewährleistung.⁵⁶ Die kumulative Anwendbarkeit von Garantievertrag und gesetzlicher Gewährleistung würde aber den Verkäufer völlig unkalkulierbaren Haftungsrisiken aussetzen und den Käufer über Gebühr bevorteilen. Der Ausschluß der gesetzlichen Regelungen hatte zur Folge, daß alle Umstände, insbesondere hinsichtlich der gewollten Rechtsfolgen, vertraglich geregelt werden mußten. Dies ist nun dadurch vereinfacht worden, daß der Gesetzgeber im Zuge der Schuldrechtsmodernisierung versucht hat, das Rechtsinstitut der Garantie gesetzlich zu erfassen, was jedoch – wie im folgenden gezeigt wird – zu neuen Problemen führt.

Gegenüber der Zusicherung von Eigenschaften gemäß § 459 Abs. 2 BGB hatten die Garantien den wesentlichen Vorteil, daß nahezu jeder beliebige Unstand garantierbar war. Zu nennen sind hier insbesondere: die Richtigkeit des Jahresabschlusses und Angaben in bezug auf Umsatz und Ertrag.⁵⁷ Angesichts der gesetzlichen

⁵¹ Vgl. *Westermann*, NJW 2002, 241, 250.

⁵² Vgl. *Wolf*, DB 2002, 411, 418.

⁵³ Vgl. *Westermann*, NJW 2002, 241, 247.

⁵⁴ v. *Gierke/Paschen*, GmbHR 2002, 457, 462; *Gronstedt/Jörgens*, ZIP 2002, 52, 54; *Hilgard/Kraayvanger*, MDR 2002, 678, 679; *Graf v. Westphalen* in: *Henssler/Graf v. Westphalen*: Praxis der Schuldrechtsreform, 2001, Teil 5, § 434, Rdn. 13, 66; *Wolf*, DB 2002, 411 ff.

⁵⁵ Vgl. v. *Gierke/Paschen*, GmbHR 2002, 457, 458; *Loges*, DB 1997, 965, 967.

⁵⁶ Vgl. *Beisel/Klump* (Fn. 1), Rdn. 956.

Neuregelung des Kaufrechts, dessen Konzeption die Beteiligten in der Vergangenheit zur beschriebenen Vorgehensweise trieb, stellt sich die Frage, ob eine Änderung der Vertragspraxis sinnvoll oder gar erforderlich ist.

1. Erfordernis von Garantievereinbarungen nach neuem Recht

Durch die gesetzliche Neuregelung sind zumindest die Unsicherheiten in der Rechtsanwendung entfallen. Insofern ist die gesetzliche Gewährleistung für den Unternehmenskauf kalkulierbarer geworden. Die gesetzlichen Regelungen sind jedoch nicht besser geeignet, die rechtlichen Probleme des regelmäßig komplexen Unternehmenskaufs zu lösen. Die Vereinbarung individueller Garantien bleibt der gesetzlichen Gewährleistung überlegen. Die beim Unternehmenskauf angesichts der Summe von Einzelregelungen gewünschte Flexibilität, besonders bei der Risikoverteilung, ist durch die gesetzliche Gewährleistung nicht zu erreichen.

Die wesentlichen Vorteile von Garantien bestehen auch nach der Gesetzesreform fort. Die Haftung ist verschuldensunabhängig für Umstände, für die der Verkäufer gesondert eintreten will. Zudem können die Garantien stichtagsunabhängig vereinbart werden, das heißt der Käufer muss nicht nachweisen, daß das Unternehmen im Zeitpunkt des Gefahrübergangs mangelhaft war. Darüber hinaus vermag die Garantie den Käufer zu schützen, der zwischen Vertragsabschluß und Übergabe von Mängeln des Unternehmens Kenntnis erlangt. Der gesetzliche Schutz des Käufers ist durch das ersatzlose Streichen des § 464 BGB a.F. entfallen.⁵⁸ Vor allem aber können die Rechtsfolgen des Garantiefalls frei vereinbart werden. Ein derartiges Maß an Flexibilität kann und will die gesetzliche Konzeption nicht bereitstellen.⁵⁹

Zu berücksichtigen ist auch die in der Praxis gängige Wechselwirkung von Gewährleistungsumfang und Kaufpreishöhe.⁶⁰ Diese kann nur durch im Einzelfall ausgehandelte Garantien berücksichtigt werden. Auf Basis des durch die due diligence ermittelten Zustands des Unternehmens wird der zu zahlende Kaufpreis gebildet. Zweck der vertraglichen Garantien ist es, den im Rahmen der Prüfung ermittelten Zustand des Unternehmens zu sichern.

Eine solche individuelle Risikoverteilung kann durch die gesetzliche Gewährleistung nicht erzielt werden. Daher wird sich an der Vertragspraxis diesbezüglich nichts ändern, sofern die Vereinbarung beschränkter Garantien nach neuem Recht noch zulässig ist.

⁵⁷ Nach ständiger Rechtsprechung grds. weder Beschaffenheitsmerkmal noch Eigenschaft, BGH VIII ZR 192/94 – Urt. v. 06. 12. 1995 – WiB 96, 313; zur Möglichkeit der Zusicherung der Ertragsfähigkeit: BGH VIII ZR 8/94 – Urt. v. 8. 2. 1995 – NJW 1995, 1547.

⁵⁸ Vgl. dazu *Gronstedt/Jörgens*, ZIP 2002, 52, 58 ff.

⁵⁹ Vgl. *Gronstedt/Jörgens*, ZIP 2002, 52, 56; vgl. zur früheren Rechtslage in *Beisel/Klump* (Fn. 1), Rdn. 1087.

⁶⁰ *Beisel/Klump* (Fn. 1), Rdn. 612; *Holzappel/Pöllath* (Fn. 1), Rdn. 730.

2. Zulässigkeit von Garantievereinbarungen nach neuem Recht

Durch das Schuldrechtsmodernisierungsgesetz hat der Gesetzgeber versucht, das in der Praxis gebräuchliche Rechtsinstitut der Garantie zu normieren. Der Gesetzgeber unterscheidet in § 443 Abs. 1 BGB die Haltbarkeitsgarantie (ehemals unselbständige Garantie⁶¹) und die Beschaffenheitsgarantie. Darüber hinaus wird die Möglichkeit von sonstigen Garantien gesetzlich in § 276 Abs. 1 Satz 1 BGB als bestehend vorausgesetzt. Hier ist auch nunmehr die ehemalige zugesicherte Eigenschaft angesiedelt.⁶² Die Norm des neugeschaffenen § 444 BGB, der neben § 443 BGB die bislang gesetzlich nicht ausdrücklich normierte Garantieabrede behandelt, hat in Wissenschaft und Praxis für erhebliche Verunsicherung gesorgt.

Speziell für das Gebiet des Unternehmenskaufs drohte die Norm das gewachsene System des vertraglich vereinbarten Haftungsregimes in Form von selbständigen Garantien unter ausdrücklichem Ausschluß der gesetzlichen Gewährleistung zu zerstören.

§ 444, 2. Alt. BGB ordnet an, daß sich der Verkäufer auf eine Vereinbarung, durch welche die Rechte des Käufers wegen eines Mangels ausgeschlossen oder beschränkt werden, nicht berufen kann, wenn er eine Garantie für die Beschaffenheit der Sache übernommen hat. Hieraus ist der Schluß gezogen worden, daß, sofern es um die Beschaffenheit einer Sache geht, Garantieabreden in der bisher bei Unternehmenskäufen gebräuchlichen Form (selbständige Garantie mit gleichzeitiger Beschränkung der Rechtsfolgen nach Art, Umfang und Verjährung) nunmehr unzulässig sind. Wörtlich genommen konstatiert die Norm nämlich, daß derjenige, der eine Beschaffenheitsgarantie übernimmt, seine Haftung nicht beschränken kann. Eventuelle Haftungsbeschränkungen, die neben einer Garantie vereinbart würden, wären damit gegenstandslos. Dies hat zu der Auffassung geführt, daß bezüglich Beschaffenheitsmerkmalen der Inhalt einer Garantie nicht mehr frei vereinbar sei.⁶³

Nach anderer Auffassung ist zwar jede Garantie bezüglich der Beschaffenheit des Kaufgegenstandes eine Beschaffenheitsgarantie im Sinne des § 443 BGB. Es wird jedoch davon ausgegangen, daß § 444, 2. Alt. BGB nicht wörtlich zu verstehen sei. Vielmehr sei die Norm im Lichte des § 443 BGB auszulegen. Es handle sich bei § 444, 2. Alt. BGB lediglich um eine gesetzliche Manifestation des Verbotes des „venire contra factum proprium“.⁶⁴ Daher sei eine Beschränkung der Haftung nur unzulässig, soweit die einmal gegebene Garantie reiche. Der Umfang der Garantie sei jedoch frei vereinbar. Zur Begründung wird auf die Formulierung

⁶¹ Dauner-Lieb/Thiessen, ZIP 2002, 108, 111; Graf v. Westphalen in: Henssler/Graf v. Westphalen (Fn. 54), Teil 5, § 443, Rdn. 44.

⁶² Dauner-Lieb/Thiessen, ZIP 2002, 108, 112; Hilgard/Kraayvanger, MDR 2002, 678, 679; Westermann, NJW 2002, 241, 247.

⁶³ v. Westphalen, ZIP, 2002, 545, 546, ders., ZIP 2001, 2107.

⁶⁴ Müller, NJW 2002, 1026.

des § 443 BGB „...zu den in der Garantieerklärung ... angegebenen Bedingungen ...“ verwiesen.⁶⁵ Die Norm sei daher so zu verstehen, daß der Verkäufer seine Haftung nicht nachträglich beschränken könne, *soweit* er eine Garantie übernommen habe.⁶⁶

Des weiteren wird die Auffassung vertreten, die Norm sei zwar wörtlich zu verstehen, der Gesetzgeber habe jedoch in §§ 276 Abs. 1, 311 Abs. 1 BGB neben der in § 443 BGB geregelten Beschaffenheitsgarantie und der Haltbarkeitsgarantie die Existenz der in der Praxis bereits zuvor gängigen selbständigen Garantieverträge auch bezüglich Beschaffenheitsmerkmalen anerkennen wollen.⁶⁷ Den Parteien stehe bezüglich Beschaffenheitsmerkmalen einer Sache ein Wahlrecht zu, ob sie bezüglich deren Vorliegen eine gesetzliche Beschaffenheitsgarantie im Sinne des § 443 BGB oder einen selbständigen Garantievertrag im Sinne der §§ 311 Abs. 1, 276 Abs. 1 BGB vereinbaren wollten.⁶⁸

Für die vertragsgestaltende Praxis besteht das Problem, daß zur Zeit nicht abzusehen ist, wie die Norm letztendlich zu verstehen ist. In der Literatur werden verschiedene Ausweichstrategien zum Schutz vor überraschender Unwirksamkeit einer haftungsbeschränkenden Vereinbarung diskutiert, die jedoch im Ergebnis nicht zu überzeugen vermögen:

Der Vereinbarung ausländischen Rechts als Lösung⁶⁹ steht bei innerdeutschen Transaktionen die Regelung des Art. 27 Abs. 3 EGBGB entgegen.

Auch die Vereinbarung der Anwendung des alten Schuldrechts ist kein gangbarer Lösungsweg. Denn, ausgehend von der Annahme, daß § 444, 2. Alt. BGB auf jegliche Garantie bezüglich einer Beschaffenheit des Kaufgegenstandes zwingende Anwendung findet, ist die vertragliche Vereinbarung des alten Schuldrechts nutzlos, da insoweit unwirksam.

Diskutiert wird auch, eine Beschaffenheitsvereinbarung im Sinne des § 434 Abs. 1 BGB zu treffen.⁷⁰ Da § 444 BGB auf Beschaffenheitsvereinbarungen nicht anwendbar ist, ist hier jedenfalls eine Haftungsbeschränkung zulässig. Eine Beschaffenheitsvereinbarung hat jedoch lediglich eine verschuldensabhängige Haftung des Käufers zur Folge, die regelmäßig nicht den Interessen des Käufers entspricht. Die Vereinbarung eines verschuldensunabhängigen Schadensersatzanspruchs bei Verletzung einer Beschaffenheitsvereinbarung im Sinne des § 434 Abs. 1 BGB liefe aber wiederum auf eine unzulässige Umgehung des § 444 BGB

⁶⁵ Vgl. Müller, NJW 2002, 1026.

⁶⁶ Dauner-Lieb/Thiessen, ZIP 2002, 108, 114; Wolf, DB 2002, 411 ff.

⁶⁷ Vgl. v. Gierke/Paschen, GmbHR, 457, 459; Hilgard/Kraayvanger, MDR 2002, 678, 681 f.

⁶⁸ Ähnlich v. Gierke/Paschen, GmbHR 2002, 457, 461, wonach beschränkte Garantien keine Garantien i. S. d. § 444 BGB sind; weiter Hilgard/Kraayvanger, a.a.O.

⁶⁹ Graf v. Westphalen, ZIP 2001, 2107.

⁷⁰ Graf v. Westphalen, ZIP 2002, 545, 549 f.

hinaus,⁷¹ da dieser als zwingendes Recht die verschuldensunabhängige Haftung für Beschaffenheitsmängel regelt.

Eine sichere Ausweichstrategie, die den Interessen der Parteien entspricht, läßt sich somit nicht finden. Ob derartige Umgehungsstrategien jedoch tatsächlich erforderlich sind, darf bezweifelt werden. Die Rechtsprechung wird m.E. zu dem einzig sinnvollen Ergebnis, das offensichtlich auch der Intention des Gesetzgebers entspricht, gelangen, daß Beschränkungen des Umfangs von Garantien bezüglich der Beschaffenheit eines Kaufgegenstandes zulässig sind. Von daher sollten, bis zur abschließenden Klärung, in der praktischen Anwendung die Parteien weiterhin selbständige Garantieverträge schließen, wie es bisher gängige Praxis war.

Eine Beschränkung des Haftungsumfangs ist dann weitestmöglich sichergestellt, unabhängig davon, ob man die vertragliche Vereinbarung als selbständigen Garantievertrag, auf den § 444, 2. Alt. BGB keine Anwendung findet oder als vertragliche Beschränkung des Umfangs einer gesetzlichen Beschaffenheitsgarantie im Sinne des § 443 BGB ansieht.

Das – wenn auch geringe – Risiko, daß sich die Auffassung durchsetzt, daß jegliche Garantie bezüglich der Beschaffenheit des Kaufgegenstands unbeschränkbar ist, kann allerdings nicht ausgeschlossen werden.

3. Wesentliche Garantiematerien

Grundsätzlich ist es dem Verkäufer unbenommen, bezüglich sämtlicher Umstände des Unternehmens, einzelner Gegenstände und Rechtsverhältnisse, Garantien in beliebigem Umfang abzugeben. Es haben sich jedoch typische Regelungen herausgebildet, die immer wieder in Unternehmenskaufverträgen auftauchen.⁷² Grob eingeteilt lassen sich beim Unternehmenskauf drei Garantiekomplexe unterscheiden:

1. Garantien bezüglich des Jahresabschlusses,
2. Garantien bezüglich des Bestehens / Inhalts von Rechten (z. B. selbstgeschaffene immaterielle Wirtschaftsgüter),
3. Garantien bezüglich des Bestehens / Nichtbestehens bestimmter Verpflichtungen und Belastungen (z. B. Drohverluste aus schwebenden Geschäften).

Hieran hat sich durch die Schuldrechtsmodernisierung auch nichts geändert, denn die gesetzliche Neuregelung hat die Sicherungsbedürfnisse der Parteien eines Unternehmenskaufs nicht geändert. Es besteht daher kein Anlaß, von der etablierten Praxis abzuweichen. Letztlich wäre auch die Vermischung von gesetzlicher und vertraglicher Gewährleistung komplizierter als die vollständige vertragliche Regelung.

⁷¹ A.A. v. *Gierke / Paschen*, GmbHR 2002, 457, 463.

⁷² Vgl. Checkliste bei *Holzapfel / Pöllath* (Fn. 1), Rdn. 503.

4. Garantien bezüglich des Jahresabschlusses

Gemeinhin als sog. Bilanzgarantien bezeichnet, garantieren sie die Richtigkeit aller Bilanzzahlen oder jedenfalls einzelner wichtiger Zahlen eines Jahresabschlusses.⁷³

Die objektive Richtigkeit kann und will der Veräußerer jedoch im Regelfall nicht garantieren. Dies folgt schon aus den im Rahmen der Bilanzierung bestehenden Bewertungsspielräumen. Garantiert wird daher eine Bewertung nach „true and fair view“ (§ 264 Abs. 2 HGB).⁷⁴ Ihre Grenzen haben die Bilanzgarantien darin, daß naturgemäß nur Umstände garantiert werden können, die bilanzielle Auswirkung haben.⁷⁵ Dies gilt auch für die häufig abgegebene Eigenkapitalgarantie. Hierdurch sichert der Verkäufer das Vorhandensein eines Eigenkapitals in bestimmter Höhe zu, allerdings keine bestimmte Kapitalstruktur.⁷⁶

5. Typischer Regelungsinhalt von Garantieabreden

Neben der Frage, bezüglich welcher Umstände in der Praxis Garantien abgegeben werden, stellt sich auch die Frage, inwiefern die Garantieabreden inhaltlich von den Regeln der gesetzlichen Gewährleistung abweichen, wobei noch einmal hervorgehoben sei, daß es sich bei der rechtlichen Konstruktion gerade nicht um Modifikationen bei der gesetzlichen Gewährleistung, sondern selbständige, vertragliche Regelungen handelt.

a) Summenmäßige Haftungsbegrenzung

Häufig wird die Haftung des Verkäufers auf die Höhe des Kaufpreises begrenzt, um sein Haftungsrisiko überschaubar zu machen bzw. ihn vor einer Zuzahlungspflicht zu schützen.⁷⁷ Ein vollumfänglicher Schutz des Käufers wird hierdurch jedoch nicht gewährleistet, denn der Schaden kann höher sein als der Kaufpreis und die Existenz des Unternehmens nachhaltig gefährden. Eine Insolvenz ist geeignet, den Ruf eines Unternehmens zu schädigen, so daß das Käuferunternehmen gegebenenfalls eine Beeinträchtigung seines Ansehens in der Öffentlichkeit hinnehmen muß. Dies kann wiederum materielle Schäden wie zum Beispiel Umsatzeinbußen nach sich ziehen (sog. Reputationsschaden).

⁷³ *Holzapfel/Pöllath* (Fn. 1), Rdn. 492.

⁷⁴ *Holzapfel/Pöllath* (Fn. 1), Rdn. 494, 511; vgl. *Semler* in: *Hölters* (Fn. 1), Teil VI Rdn. 181 f.

⁷⁵ *Semler* in: *Hölters* (Fn. 1), Teil VI Rdn. 183.

⁷⁶ *Semler* in: *Hölters* (Fn. 1), Teil VI Rdn. 183.

⁷⁷ Vgl. *Holzapfel/Pöllath* (Fn. 1), Rdn. 485.

Darüber hinaus wird häufig eine Freibetragsgrenze vereinbart.⁷⁸ Danach haftet der Verkäufer erst ab einer bestimmten Schadenshöhe. Die Bedeutung solcher Freibeträge dürfte in Zukunft zunehmen,⁷⁹ da die früher geltende Regelung, nach der der Käufer bei unerheblichen Mängeln kein Recht zur Wandlung oder Minderung hatte, nur noch im Fall des § 323 Abs. 5 S. 2 BGB n.F. gilt, für den die Wandlung ersetzenden Rücktritt. Dies wird allerdings nur dann relevant, wenn das vertragliche Haftungsregime insofern eine Lücke aufweist oder die gesetzliche Gewährleistung nicht ausgeschlossen ist.

b) Verjährungsverkürzung

In der Vergangenheit wurde die Verjährung von Garantieansprüchen, die der regelmäßigen Verjährung gemäß § 195 BGB unterliegen, auf zwei bis vier Jahre verkürzt. Hierfür besteht nach der Schuldrechtsreform kein Anlaß mehr, da die regelmäßige Verjährung auf drei Jahre verkürzt worden ist. Allerdings sollte festgelegt werden, wann die Verjährung beginnen soll.

c) Festlegung einer Wertermittlungsmethode bei Minderung oder Wertersatz

Im Rahmen der Kaufpreisbestimmung spielt die Wertermittlungsmethode regelmäßig keine wesentliche Rolle, da der Kaufpreis zur freien Disposition der Parteien steht. Sie kann jedoch für die Gewährleistung relevant werden. Deshalb tun die Parteien gut daran, vertraglich festzulegen, nach welcher Methode ein Mangel zu bewerten ist⁸⁰ bzw. wie er sich auf den Kaufpreis auswirkt. Darüber hinaus kann es sinnvoll sein, vorab zu bestimmen, wer die Bewertung vornehmen soll.

d) Erfüllungsanspruch oder Ausschluß des Nachbesserungsrechts

Regelmäßig entspricht es auch den Interessen der Parteien, Unsicherheiten bezüglich der Rechtsfolgen der Gewährleistungsansprüche auszuschließen. Das bedeutet, daß die gesetzliche vorgesehenen Wahlrechte ausgeschlossen wurden. Nach neuem Recht müssen die Parteien entscheiden, ob das gesetzlich als vorrangig normierte Nacherfüllungsrecht ihren Interessen entspricht. Ist dies nicht der Fall, so ist dieses Recht auszuschließen.

⁷⁸ Vgl. *Holzapfel/Pöllath* (Fn. 1), Rdn. 517a.

⁷⁹ Vgl. *Gronstedt/Jörgens*, ZIP 2002, 52, 55.

⁸⁰ *Beisel/Klumpp* (Fn. 1), Rdn. 1077.

D. Zusammenfassung

Die Vereinbarung von Vertraulichkeitsabreden ist erforderlich, um den Verkäufer im Verlauf des Akquisitionsprozesses im Rahmen des rechtlich Möglichen zu schützen, insbesondere vor einem Mißbrauch der vom potentiellen Käufer im Zuge einer due diligence erlangten unternehmensinternen Informationen. Auf diese Weise kann der zwischen den Parteien bestehende Interessenkonflikt entschärft werden.

Die Durchführung einer due diligence stellt sich nach altem wie neuem Recht als sinnvolle, wenn nicht unerläßliche Maßnahme des Käufers dar, will er die bestehenden Risiken erkennen und – sei es beim Kaufpreis oder der Vereinbarung von Garantien – berücksichtigen.

Die Neufassung der kaufrechtlichen Vorschriften trägt zur Rechtssicherheit bei. Es bedarf nun keiner mehr oder weniger gewagten Konstruktionen und komplizierter Abwägungen im Einzelfall mehr, um den Unternehmenskauf unter die gesetzlichen Mängelgewährleistungsvorschriften zu subsumieren. Des weiteren ist auch die von der Rechtsprechung gesehene Notwendigkeit entfallen, das Gewährleistungsrecht gerade nicht anzuwenden, mit dem Ziel, den Anwendungsbereich der c.i.c. zu eröffnen. Insbesondere ist die gerade für den Unternehmenskauf als unbillig kurz anzusehende Sechs-Monats-Frist des § 477 BGB entfallen. Festzuhalten bleibt somit, daß der Gesetzgeber zumindest das Ziel verwirklicht hat, den Unternehmenskauf aus der „Sphäre der Analogien“ herauszuholen und gesetzlich zu erfassen. Sofern es zum gerichtlichen Streit über vertraglich nicht geregelte Umstände kommt, sind die Rechtsfolgen und damit das Prozeßrisiko kalkulierbarer geworden.

Gleichwohl kann nicht davon ausgegangen werden, daß die Praxis sich von ihrem System des vertraglich vereinbarten Haftungsregimes verabschieden wird. Hierzu besteht nach den hiermit gemachten Erfahrungen kein Anlaß. Eine abschließende, die Besonderheiten des Unternehmenskaufs umfassend berücksichtigende Lösung ist durch die gesetzliche Regelung nicht erfolgt und auch letztlich nicht möglich. Allein die individuelle Vertragsgestaltung vermag zwischen den Parteien eine interessengerechte Vereinbarung zu schaffen. Es besteht jedoch aufgrund der gesetzlichen Verbesserungen nicht mehr das zwingende Bedürfnis nach einer möglichst lückenlosen Regelung. Die Schuldrechtsreform hat nicht dazu geführt, daß die Praxis gezwungen wäre, vom etablierten System abzuweichen. Hinsichtlich der konkreten Vertragsgestaltung ist zu konstatieren, daß die Interessen der Parteien nach der Schuldrechtsmodernisierung dieselben geblieben sind. Hier sind die rechtsgestaltenden Praktiker weiterhin gefragt, den Parteien die angestrebte Sicherheit zu geben. Insofern muß auch weiterhin gelten, daß die Vertragsgestaltung vor allem anderen auf Konfliktvermeidung durch klarstellende Formulierungen auszurichten ist.

Rechtsfragen der Unternehmensbewertung

Von *Rainer Hüttemann*

A. Unternehmensbewertung als Rechtsproblem

I. Anlässe für Unternehmensbewertungen

Für Unternehmensbewertungen gibt es in der Praxis viele Anlässe:¹ Soll ein Unternehmen verkauft werden, werden sowohl der Verkäufer als auch potentielle Käufer zunächst eine Bewertung des Kaufobjekts vornehmen, um gewisse Preisunter- und -obergrenzen für die weiteren Verhandlungen zu ermitteln. Das Gleiche gilt im Vorfeld von Unternehmensübernahmen und -fusionen, wo im Vorfeld der weiteren Verhandlungen als Erstes das relative Gewicht der beteiligten Unternehmen festgestellt wird. Eine Schlüsselrolle kommt der Unternehmensbewertung auch im Rahmen der sog. „wertorientierten Managementkonzepte“ zu, bei denen die Steigerung des Unternehmenswertes das vorrangige Ziel der Unternehmensführung bildet. Alle diese Fälle sind dadurch gekennzeichnet, daß sowohl der Bewertungsanlaß als auch die weitere Durchführung der Bewertung rein betriebswirtschaftlicher Natur sind.

Unternehmensbewertung wird jedoch zum „Rechtsproblem“, wenn der Richter bei der Entscheidung über einen vermögensrechtlichen Anspruch den Wert eines Unternehmens berücksichtigen muß.² Beispiele hierfür sind etwa die gesetzlichen Ausgleichsansprüche im ehelichen Güterrecht und Erbrecht. So ist z. B. bei der Scheidung eines Unternehmers im Fall der sog. Zugewinnngemeinschaft die Wertsteigerung des Unternehmens während der Dauer der Ehe für Zwecke des ehelichen Zugewinnausgleichs festzustellen. Gehört ein Unternehmen zum Nachlaß, kann der Richter über die Höhe des gesetzlichen Pflichtteils nur entscheiden, wenn zuvor der Wert des Unternehmens ermittelt worden ist.

„Rechtsfragen der Unternehmensbewertung“ sind aber auch und vor allem ein Thema des Gesellschaftsrechts.³ Dies ist natürlich kein Zufall. Die Beteiligung an

¹ Vgl. zu Bewertungsanlässen IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), WPg 2000, 825, 826 f; aus dem Schrifttum statt aller die Übersicht bei *Piltz*, Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl. 1994, S. 7 ff.

² Zum folgenden *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 ff.

³ Zu neueren Entwicklungen bei der Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht *Hüttemann*, StbJb 2000/2001, S. 385 ff.

einer Personen- oder Kapitalgesellschaft vermittelt ihrem Inhaber neben Herrschaftsrechten wie dem Stimm- und Informationsrecht vor allem Vermögensrechte, insbesondere das Recht auf Teilhabe am Gewinn und Liquidationserlös. Läßt man es zu, daß ein Gesellschafter aus der Gesellschaft ausscheidet und diese ohne Liquidation unter den übrigen Gesellschaftern fortgesetzt wird, dann muß der ausscheidende Gesellschafter als Ausgleich für den Verlust seiner vermögensrechtlichen Beteiligung eine angemessene Abfindung erhalten. Auf diese Weise sind die Interessen aller Beteiligten hinreichend gewahrt: Den verbleibenden Gesellschaftern wird eine aufwendige Liquidation und Neugründung erspart, der Ausscheidende wird für den Verlust der Mitgliedschaft durch Gewährung einer angemessenen Abfindung in Geld entschädigt.

Solche gesetzlichen Barabfindungsansprüche finden sich etwa in § 738 Abs. 1 S. 2 BGB für den Personengesellschafter und in den §§ 304, 305 AktG für ausscheidende Minderheitsaktionäre bei Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages. Entsprechendes gilt nach § 320 b AktG bei der Eingliederung sowie bei bestimmten Umstrukturierungen nach dem Umwandlungsgesetz. Einen Anspruch auf angemessene Abfindung gewährt auch der neue § 327 b AktG beim so genannten „squeeze out“, also dem Zwangsausschluß von Minderheitsaktionären.⁴ In allen diesen Fällen besteht ein gesetzlicher Abfindungsanspruch, zumeist auf Gewährung einer „angemessenen“ Barabfindung. Welche Abfindung „angemessen“ ist, kann der Richter ohne eine Bewertung des Unternehmens als solches nicht beurteilen. Somit bedarf es von Rechts wegen einer Bewertung des Unternehmens, und damit wird die Frage der Unternehmensbewertung zum Gegenstand rechtlicher Überlegungen, d. h. zum „Rechtsproblem“.⁵

Einer Unternehmensbewertung bedarf es aber nicht nur im Fall des Ausscheidens von Gesellschaftern gegen Barabfindung, sondern insbesondere auch in den Fällen der Abfindung gegen Aktien sowie des Anteilstauschs bei Umstrukturierungen. So ist etwa in den Fällen der Verschmelzung, Auf- und Abspaltung nach dem UmwG ein „angemessenes“ Umtauschverhältnis zwischen den alten und den neuen Anteilen festzulegen (vgl. § 12 Abs. 2 UmwG). Ob das vereinbarte Umtauschverhältnis im Sinne des Gesetzes „angemessen“ ist, kann der Richter wiederum nur beurteilen, wenn zuvor die Unternehmenswerte der beteiligten Rechtsträger ermittelt worden sind.

Neben diesen „klassischen“ Anlässen für Unternehmensbewertungen gibt es noch weitere Fälle, in denen es von Rechts wegen einer Unternehmensbewertung bedarf und auf die ich im Weiteren nicht näher eingehen möchte. So ist die Bewer-

⁴ Dazu statt vieler *Sieger/Hasselbach*, ZGR 2002, 120, 144 ff.

⁵ Zur Unternehmensbewertung als „Rechtsproblem“ vgl. etwa *W. Müller*, JuS 1973, 603 ff.; *W. Meilicke*, Die Barabfindung für den ausgeschlossenen und abgefundenen Minderheitskapitalgesellschafter, 1975; *Großfeld*, JZ 1981, 641 ff.; *ders.*, Anteils- und Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl. 1994; *K. Schmidt*, Handelsrecht, 5. Aufl. 1999, § 4 II 2, S. 70 ff; *Piltz*, (Fn. 1), passim.

tung von Unternehmen mit Rücksicht auf das Gebot der Kapitalaufbringung unverzichtbar im Fall der Einbringung eines Unternehmens als Sacheinlage.⁶ Aus dem Bereich des Bilanzrechts ist ferner an die Bewertung von Unternehmensanteilen in der Handels- und Steuerbilanz, insbesondere bei späteren Abschreibungen zu erinnern.⁷ Noch größere Bedeutung wird die Unternehmensbewertung zukünftig bei der Bilanzierung von Geschäftswerten im Konzernabschluß nach US-GAAP erhalten, wo es zur Ermittlung eines etwaigen Abschreibungsbedarfs einer jährlichen Werthaltigkeitsprüfung – eines „Impairment-Tests“ – bedarf.⁸ Hinzuweisen ist auch auf die Überschuldungsprüfung nach § 19 Abs. 2 InsO. Dort ist – sofern eine positive Fortführungsprognose besteht – der Wert des Gesellschaftsvermögens als Ganzes durch eine Unternehmensbewertung zu ermitteln.⁹ Nichts anderes gilt schließlich nach Ansicht des BGH auch im Rahmen der sog. Vorbelastungsbilanz, d. h. bei der Ermittlung einer etwaigen Unterbilanzhaftung der Gesellschaftsgründer wegen der Aufnahme der Geschäftstätigkeit vor Eintragung.¹⁰

II. „Wahrer“ Wert als gesetzliches Bewertungsziel

Wenn der Richter von Rechts wegen Unternehmenswerte zugrunde legen muß, dann besteht das erste und wichtigste Rechtsproblem in der Festlegung des gesetzlichen Bewertungsziels. Schon im Jahr 1908 mußte das Reichsgericht zu der Frage Stellung nehmen, ob es bei der Abfindung ausscheidender Personengesellschafter nur auf den Unternehmenswert laut Bilanz ankomme, so daß der ausscheidende Gesellschafter an den stillen Reserven und einem originären Geschäftswert nicht hätte beteiligt werden müssen.¹¹ Das Gericht hat diese Auffassung zu Recht zurückgewiesen. § 738 Abs. 1 S. 2 BGB gewährt dem ausscheidenden Gesellschafter einen Anspruch auf Teilhabe am Erlös, wie er bei einer fiktiven bestmöglichen Liquidation der Gesellschaft erzielt worden wäre. Darin heißt es: „Scheidet ein Gesellschafter aus der Gesellschaft aus, so wächst sein Anteil am Gesellschaftsvermögen den übrigen Gesellschaftern zu. Diese sind verpflichtet, dem Ausscheidenden die Gegenstände, die er der Gesellschaft zur Benutzung überlassen hat, nach Maßgabe des § 732 zurückzugeben, ihn von den gemeinschaftlichen Schulden zu befreien und ihm dasjenige zu zahlen, was er bei der Auseinandersetzung erhalten

⁶ Gleiches gilt bei der Kapitalerhöhung mit Sacheinlagen, vgl. nur BGHZ 71, 40, 51 f.

⁷ Zur Unternehmensbewertung für Bilanzierungszwecke zuletzt *Lüdenbach/Schulz*, WPg 2002, 489 ff.

⁸ Vgl. dazu statt vieler *Pellens/Sellhorn* DB 2001, 713 ff; *dies.*, DB 2001, 1681 ff; aus bilanzrechtlicher Perspektive mit Recht kritisch *Kleindiek*, DB 2001, 2572 ff.

⁹ Eingehend demnächst *Drews*, Der Insolvenzgrund der Überschuldung, Diss. Osnabrück, 2002.

¹⁰ BGHZ 140, 35; vgl. dazu *Fleischer*, GmbHR 1999, 752 ff; *Hennrichs*, ZGR 1999, 837 ff.

¹¹ RG Warn. 1909 Nr. 138.

würde, wenn die Gesellschaft zur Zeit seines Ausscheidens aufgelöst worden wäre.“ In einer Liquidation hat aber jeder Gesellschafter das Recht auf vorteilhafteste Verwertung der Unternehmenssubstanz. Dies wird in der Regel nicht die Zerschlagung des Unternehmens, sondern die Veräußerung des „lebenden Unternehmens als Ganzes einschließlich des Geschäftswertes“ an einen Dritten sein. In diesem Fall hätte aber auch der Ausscheidende über die Teilhabe am Liquidationserlös an den stillen Reserven und am Geschäftswert partizipiert.¹²

In der Folgezeit hat sich dann in der Rechtsprechung die Formel vom „wahren“ Wert, vom „wirklichen Wert des lebenden Unternehmens als Einheit“ als gesetzliches Bewertungsziel bei Unternehmensbewertungen durchgesetzt.¹³ Dieser „wahre“ Wert bildet nicht nur die Grundlage für Abfindungen nach § 738 BGB, sondern bildet gleichermaßen auch das Bewertungsziel für die gesetzlichen Abfindungsregelungen im Aktien- und Umwandlungsrecht, die der Gesetzgeber in Anlehnung an Rechtsprechung und Praxis zu § 738 BGB eingeführt hat.¹⁴ Die Formel vom „wahren“ Wert des Unternehmens dient der Rechtsprechung vor allem als begrifflicher Gegensatz zu anderen, nicht maßgebenden Wertbegriffen, insbesondere den Buchwerten in der Bilanz.¹⁵ Fragt man nach einer konkreten Bewertungsvorgabe, so findet sich nur der Hinweis auf den „Preis, der bei einem Verkauf des Unternehmens als Einheit erzielt würde“.¹⁶ Hier zeigt sich wiederum die enge Verknüpfung mit § 738 Abs. 1 S. 2 BGB, der das Vorbild für die anderen gesetzlichen Abfindungsansprüche im Aktienrecht gewesen ist und der für den Abfindungsanspruch auf das Ergebnis einer fiktiven Liquidation verweist. Der wahre Wert ist also nichts anderes als der fiktive „Verkehrswert“, wie er bei einem Verkauf des lebenden Unternehmens als Einheit an einen gedachten Erwerber erzielt würde. Nichts anderes gilt im übrigen im Familien- und Erbrecht, wo bei der Ermittlung der Ausgleichsansprüche von Ehepartner und Pflichtteilsberechtigten – vorbehaltlich der Sonderregelungen für land- und forstwirtschaftliche Betriebe in den §§ 1376 Abs. 4, 2049 BGB¹⁷ – der Verkehrswert des Unternehmens zugrunde zu legen ist.¹⁸

¹² Zur bestmöglichen Verwertung als Bewertungsziel auch *Hüttemann*, (Fn. 2), 573 f.

¹³ Vgl. etwa BGHZ 17, 130, 136; BGH, NJW 1967, 1464; WM 1984, 1506; BGHZ 116, 359, 370 f.

¹⁴ So etwa BGH, NJW 1967, 1464; *Kropff*, DB 1962, 155; *Hüttemann*, (Fn. 2), 578 f.

¹⁵ Vgl. nur BGH, NJW 1967, 1464: „Nicht die Buchwerte, sondern die wahren Werte sind anzusetzen.“

¹⁶ BGH, WM 1984, 1506.

¹⁷ Nach § 2049 Abs. 1 BGB ist zugunsten des Übernehmers und im agrarpolitischen Interesse (vgl. Palandt/*Edenhofer*, BGB, 61. Aufl. 2002, § 2049 Rz. 1) ein Landgut bei der Auseinandersetzung mit dem – regelmäßig niedrigeren – „Ertragswert“ zu bewerten. Bei der Ermittlung des Ertragswertes ist nach § 2049 Abs. 2 BGB die „bisherige wirtschaftliche Bestimmung“ maßgebend, d. h. die land- oder forstwirtschaftliche Nutzung. Auf diese Weise bleibt ein etwaiger höherer Liquidationswert (Veräußerung von Grundbesitz) außer Betracht. Aus diesen Regelungen läßt sich im Umkehrschluß folgern, daß bei der Nachlaßbewertung von Unternehmen im allgemeinen der Liquidationswert die Wertuntergrenze bildet.

Mit dem gesetzlichen Verweis auf eine fiktive Liquidation in § 738 BGB ist zugleich auch festgestellt, daß es bei der Abfindung ausscheidender Gesellschafter nicht um die direkte Bewertung von Anteilen, sondern um eine quotale Teilhabe am Unternehmenswert geht.¹⁹ Gesetzlicher Bezugspunkt ist nicht der Wert des einzelnen Anteils, sondern der anteilige Unternehmenswert, der entsprechend der Beteiligungsquote in einer fiktiven Liquidation auf den einzelnen Gesellschafter entfallen würde. Schon aus diesem Grund – und nicht erst aus Gleichbehandlungsgründen – sind Bewertungszuschläge oder -abschläge für Mehrheits- bzw. Minderheitsbeteiligungen nach geltendem Recht unzulässig, denn unterschiedliche Herrschaftsrechte sind im Liquidationsfall bedeutungslos.²⁰

III. Abgrenzung von Rechts- und Tatfragen

Mit der Formel vom „wirklichen Wert des lebenden Unternehmens als Einheit“ scheinen alle Rechtsfragen der Unternehmensbewertung für den Richter auf den ersten Blick gelöst. Es bedarf nur noch eines sachverständigen Wirtschaftsprüfers, der als Grundlage für die tatrichterlichen Feststellungen den „wirklichen Wert“ ermittelt. Indes darf es sich der Richter keineswegs so einfach machen und ein Bewertungsgutachten ohne nähere Prüfung übernehmen.²¹ Denn jede Bewertung beruht ihrerseits auf bestimmten Prämissen, die nicht ohne weiteres mit den gesetzlichen Bewertungsvorgaben übereinstimmen müssen. So stellt sich bei ertragschwachen Unternehmen häufig die Frage, ob der Unternehmenswert ausschließlich als Ertragswert, d. h. Barwert der zukünftigen Einnahmeüberschüsse ermittelt

¹⁸ Ebenso Soergel/*Dieckmann*, BGB, 12. Aufl. 1992, § 2311 Rdnr. 21; *Braunhofer*, Unternehmens- und Anteilsbewertung zur Bemessung von familien- und erbrechtlichen Ausgleichsansprüchen, 1995, S. 167 ff. A.A. aber BGH, NJW 1973, 509 f; zustimmend etwa *Hommelhoff*, JbFStR 1987/1988, S. 179, 190.

¹⁹ Vgl. zum Anteilswert als quotalen Unternehmenswert IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 827; aus dem Schrifttum etwa *Hüffer*, AktG, 5. Aufl. 2000, § 305 Rdnr. 24; *KölnKommAktG/Koppensteiner*, 2. Aufl. 1986 ff, § 305 Rdnr. 47. Anders aber *W. Müller*, FS Bezzenger, 2000, S. 705, 714 ff, der – genau umgekehrt – ausgehend von § 305 AktG auch bei § 738 BGB für eine direkte Anteilsbewertung eintritt.

²⁰ Im heutigen Schrifttum wird das Verbot von solchen Ab- und Zuschlägen aus dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz abgeleitet, vgl. statt aller *Großfeld*, (Fn. 5), S. 109 f.

²¹ Vgl. etwa BayObLG, AG 1996, 128: „Die Bestimmung der angemessenen Abfindung und die dazu erforderliche Unternehmensbewertung sind zunächst rechtliche Aufgaben, zu deren Lösung sich das Gericht in der Regel sachverständiger Beratung auf dem Gebiet der Betriebswirtschaftslehre bedienen muß. . . . Die Aufgabe der Gerichte besteht nicht darin, den vom Sachverständigen ermittelten Unternehmenswert nur auf Plausibilität zu prüfen und zu übernehmen; die Gerichte haben vielmehr bei der Entscheidungsfindung die maßgebenden rechtlichen Faktoren der gesetzlichen Abfindungsregelung festzustellen und an Hand dieser Kriterien den zutreffenden Unternehmenswert für ein bestimmtes Abfindungsverlangen zu ermitteln.“

werden kann. Dies ist deshalb zweifelhaft, weil möglicherweise bei einer Zerschlagung des Unternehmens und einer Einzelveräußerung der Vermögensgegenstände, insbesondere des Grundbesitzes, ein höherer sog. Liquidationserlös erzielt werden könnte. Die Beurteilung der Frage, ob ein höherer Liquidationserlös bei der Feststellung des Unternehmenswertes maßgebend ist, darf der Richter aber nicht dem Sachverständigen überlassen. Vielmehr handelt es sich dabei um eine Rechtsfrage, die ausschließlich der Richter zu beurteilen hat. Und insoweit folgt aus § 738 BGB, daß der Unternehmenswert auf der Grundlage einer fiktiven Liquidation der Gesellschaft zu bestimmen ist, in der das Gesellschaftsvermögen „bestmöglich“ verwertet wird. Es kommt mithin nicht darauf an, ob das Unternehmen von den verbleibenden Gesellschaftern tatsächlich liquidiert oder fortgeführt werden soll. Legt man das gesetzliche Bewertungsziel zugrunde, muß daher der Liquidationswert von Rechts wegen die Bewertungsuntergrenze bilden.²²

Von der Festlegung des Bewertungsziels als Rechtsfrage ist die tatsächliche Ermittlung der maßgebenden Werte – also des Zukunftserfolgswertes bzw. eines höheren Liquidationswertes – zu unterscheiden.²³ Insoweit handelt es sich um bloße Tatfragen, bei denen das Gesetz das erforderliche Beweismaß durch die Zulassung einer richterlichen Schätzung deutlich reduziert (§§ 287 Abs. 2 ZPO, 738 Abs. 2 BGB).²⁴ Der Richter muß also nicht selbst von Rechts wegen entscheiden, ob bei der Schätzung des Zukunftsertrages ein ein- oder dreijähriger Prognosezeitraum angemessen ist oder nicht. Vielmehr kann er die vom Sachverständigen insoweit ermittelten Zahlen schon dann seiner Entscheidung zugrunde legen, wenn er die tatsächlichen Annahmen bei der Schätzung der zukünftigen Ertragsentwicklung des Unternehmens für plausibel und in sich widerspruchsfrei hält.²⁵ Entsprechendes gilt auch für die Überprüfung der richterlichen Feststellungen in der Revisionsinstanz.

B. Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode

I. Ertragswert als „theoretisch richtiger Wert“

Es entspricht wohl allgemeiner Überzeugung in der modernen betriebswirtschaftlichen Unternehmensbewertungslehre, daß der Wert eines Unternehmens im Geschäftsverkehr allein nach seinem finanziellen Zukunftsertrag bestimmt wird.²⁶

²² Vgl. dazu unten B. VI.

²³ So schon BGH, WM 1978, 401, 405. Zur Trennung von Rechts- und Tatfragen bei der Unternehmensbewertung eingehend auch *Fleischer*, ZGR 1997, 368, 374 ff.; *Hüttemann*, (Fn. 2), 583 f.

²⁴ Zur richterlichen Schätzung bei der Unternehmensbewertung auch *Hüttemann*, ZGR 2001, 454, 474 ff.

²⁵ Vgl. etwa BayObLG, DB 2001, 1999, 2000 f.

Nicht nach der Unternehmenssubstanz, sondern nach der Ertragskraft wird ein gedachter Erwerber ein Unternehmen beurteilen. Die Summe der abgezinsten zukünftigen Einnahmeüberschüsse bildet also den entscheidenden Maßstab bei der Preisfindung auf dem „Markt für Unternehmen“. Auf dieser Prämisse beruht auch die so genannte Ertragswertmethode, die der BGH schon im Kali+Salz-Urteil²⁷ als zulässiges Bewertungsverfahren akzeptiert hat und die sich in der Folgezeit in der gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung als praktisch allein maßgebende Bewertungsmethode durchgesetzt hat.

In einer Entscheidung aus dem Jahr 1998 ist der BGH sogar noch weiter gegangen: Der „Unternehmenswert, der von dem Barwert der zukünftigen Überschüsse der Einnahmen über die Ausgaben gebildet wird“, stelle „theoretisch den richtigen Wert eines Unternehmens“ dar.²⁸ Diese Formulierung ist m.E. in zweifacher Weise mißverständlich. Zum einen könnte man aus dem Begriff „theoretisch“ schließen, daß der Ertragswert eben nur in der Theorie der richtige Wert ist, aber in der „Praxis“ andere Verfahren richtiger sind. Dies darf nicht gemeint sein, denn auch bei der Unternehmensbewertung im gerichtlichen Verfahren geht es darum, möglichst „marktgerechte“, realistische Unternehmenswerte festzusetzen, die tatsächlich gezahlten Preisen nahe kommen. Darüber hinaus ist die Formel vom Ertragswert als dem „theoretisch richtigen Wert“ geeignet, eine Diskriminierung anderer Bewertungsverfahren in der richterlichen Praxis auszulösen.²⁹ So wäre es etwa denkbar, daß ein Richter die Anwendung der sog. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Verfahren) unter Hinweis auf das BGH-Urteil mit der Begründung ablehnt, nur der Ertragswert sei der „richtige“ Wert.³⁰ Damit würde aber verkannt, daß es aus rechtlicher Sicht keinen Vorrang zwischen beiden Verfahren geben kann, weil beide auf Zukunftserfolgswerten aufbauen und es sich deshalb – wie es jetzt auch das IDW in seinem neuen Standard zur Unternehmensbewertung anerkannt hat³¹ – im Prinzip um gleichwertige Verfahren handelt. Die BGH-Formel darf also keineswegs zu einem Methodenmonopol führen.

II. Ertragswertprognose und „vorhandenes Unternehmenskonzept“

Die Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode setzt die Ermittlung des Zukunftsertrages voraus. Nach den Grundsätzen des Instituts für Wirtschaftsprüfer (IDW) für die Durchführung von Unternehmensbewertungen ist bei gericht-

²⁶ Statt aller nur IDW Standard „Grundsätze für die Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 826.

²⁷ BGH, WM 1978, 401, 405.

²⁸ BGHZ 140, 35, 38.

²⁹ Mit Recht kritisch *Habersack/Lüssow*, NZG 1999, 629, 633.

³⁰ In diese Richtung auch *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 28.

³¹ IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 835 ff.

lichen Bewertungsgutachten ein so genannter „objektivierter Wert“ zu ermitteln.³² Dieser drückt den Wert des im Rahmen des vorhandenen Unternehmenskonzeptes fortgeführten Unternehmens aus.³³ Das Unternehmen wird also bewertet, „wie es steht und liegt“.³⁴ Auch naheliegende, bislang nicht genutzte Entwicklungsmöglichkeiten bleiben danach ebenso außer Betracht wie sonstige Geschäftschancen, z. B. mögliche Synergieeffekte bei Unternehmenszusammenschlüssen. Diese Beschränkung auf das „reale Unternehmen“ wird damit gerechtfertigt, daß es bei gerichtlichen Bewertungsanlässen – also z. B. beim Ausscheiden von Minderheitsaktionären – nicht zu einer Änderung der Unternehmenskonzeption komme.³⁵

Die Rechtsprechung hat dieser Bewertungskonzeption bislang nicht ausdrücklich widersprochen.³⁶ Dies läßt sich insbesondere an der Berücksichtigung von Verbundvorteilen verdeutlichen. Nach bisheriger Rechtsprechung ist dabei zwischen echten und unechten Verbundvorteilen zu unterscheiden.³⁷ Letztere sind, wie z. B. steuerliche Verlustvorträge, dadurch gekennzeichnet, daß sie sich „durch einfache Kooperation mit einer Vielzahl von Partnern“ verwirklichen lassen. Sie sollen daher grundsätzlich werterhöhend zu berücksichtigen sein. Dagegen bleiben echte Verbundvorteile, die sich gerade aus der Kooperation mit dem Mehrheitsaktionär oder Erwerberunternehmen realisieren lassen, bei der Unternehmensbewertung nach bisher herrschender Ansicht außer Betracht.³⁸

Vergleicht man das IDW-Konzept mit den gesetzlichen Vorgaben, so ist festzustellen, daß eine Bewertung des Unternehmens „wie es steht und liegt“ in theoretischer Hinsicht nicht zu rechtfertigen ist.³⁹ Das gesetzliche Bewertungsziel ist gerade nicht der Unternehmenswert bei unveränderter Fortführung, sondern eine Schätzung des Verkehrswertes, d. h. des „Preises, der bei einem Verkauf des Unternehmens als Einheit erzielt würde.“ Maßgebend für die Prognose des Zukunftsertrages sind daher nicht allein die Planungen der bisherigen Unternehmensleitung, sondern auch mögliche alternative Fortführungskonzepte eines gedachten Unternehmenserwerbers. Man denke etwa an ein Unternehmen, das vom Mehrheitsgesellschafter mit Rücksicht auf nicht finanzielle Zielsetzungen „unwirtschaftlich“ geführt wird oder das in der Hand eines potentiellen strategischen Investors auf Grund möglicher Synergieeffekte erheblich mehr wert wäre. In diesen Fällen be-

³² IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 827.

³³ IDW-Standard, a. a. O..

³⁴ So noch die griffige Umschreibung im früheren Standard, WPg 1983, 472.

³⁵ Dörner in: WP-Handbuch, Bd. II, 10 Aufl. 1992, S. 7.

³⁶ Vgl. etwa BayObLG, AG 1996, 126, 128, wo unter Hinweis auf die IDW-Grundsätze die Berücksichtigung von Synergieeffekten abgelehnt wird.

³⁷ Siehe zuletzt BGHZ 138, 136, 140; Übersichten über den Meinungsstand bei Werner, FS Steindorff, 1990, S. 301 ff; Hüffer, (Fn. 19), § 305 Rdnr. 22.

³⁸ Vgl. nunmehr aber BGHZ 147, 108, 119 f.

³⁹ Dazu näher Hüttemann, (Fn. 2), 586 ff.

steht die begründete Aussicht, beim Verkauf des Unternehmens einen Preis zu erzielen, der über dem objektivierten Wert nach den IDW-Grundsätzen liegt. An solchen potentiellen Wertsteigerungen sind ausscheidende Gesellschafter aber grundsätzlich zu beteiligen. Dies zeigt auch der Blick auf § 738 Abs. 1 S. 2 BGB, nach dem der Abfindungsbetrag auf der Grundlage einer fiktiven Liquidation zu bemessen ist. In der Liquidation sind aber alle bisherigen Planungen gegenstandslos. Es zählt nur noch die bestmögliche Verwertung der Unternehmenssubstanz, notfalls auch durch Verkauf des Unternehmens an den schärfsten Konkurrenten.

Das vom IDW befürwortete Bewertungskonzept des Unternehmens „wie es steht und liegt“ ist somit an sich nicht akzeptabel.⁴⁰ Andererseits liegt es auf der Hand, daß weder der Wirtschaftsprüfer noch der Tatrichter alle denkbaren Entwicklungsmöglichkeiten oder alternativen Fortführungskonzepte jenseits der vorhandenen Unternehmensplanung berücksichtigen können. Mit einer solchen Vorgabe wären die handelnden Personen – die ganz sicher keine „besseren Unternehmer“ sind – schlicht überfordert. Es bestünde die Gefahr, daß die so ermittelten Unternehmenswerte „in hohem Maße spekulativ“⁴¹ wären und einseitig die ausscheidenden Gesellschafter begünstigen, die eine feste Zahlung erhalten, während die verbleibenden Gesellschafter das Risiko der Wirklichkeit tragen müßten. Hier besteht also ein gravierendes Informationsproblem.

Dieses Informationsproblem kann aber – entgegen der Ansicht des IDW – nicht einfach durch eine bestimmte Bewertungsvorgabe gelöst werden, sondern muß mit den Mitteln des Verfahrensrechts bewältigt werden. Nach § 738 Abs. 2 BGB und § 287 Abs. 2 ZPO muß der Richter den Unternehmenswert nicht mit letzter Sicherheit ermitteln, sondern kann ihn mit Rücksicht auf die erheblichen Bewertungsschwierigkeiten „schätzen“.⁴² Damit wird das erforderliche Beweismaß bei Unternehmensbewertungen zwar deutlich herabgesetzt, aber kein Raum für haltlose Spekulationen eröffnet.⁴³ Vielmehr setzt eine Schätzung bestimmte tatsächliche Schätzungsgrundlagen voraus. Der Richter darf also nur solche Faktoren berücksichtigen, die nach den Informationen am Stichtag hinreichend „objektivierbar und bewertbar“ sind. Beruft sich z. B. der Abfindungskläger auf ein bestimmtes fiktives Alternativkonzept, dann bedarf dieser Vortrag einer „intensiven Qualitäts- und Realisierungskontrolle“.⁴⁴ Vor diesem Hintergrund erscheint auch die oben er-

⁴⁰ Kritisch zum „objektivierten Wert“ auch *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983, S. 27 f; *Schildbach* BFuP 1993, 25 ff; *ders.*, ZfbF 1995, 620 ff; für eine weitergehende Berücksichtigung von Verbundvorteilen auch *Großfeld*, (Fn. 5), S. 91; *Fleischer*, ZGR 1997, 368 ff; *ders.*, ZGR 2001, 1, 28.

⁴¹ So die Befürchtung von *Mertens*, AG 1992, 321, 325.

⁴² Zur Unternehmensbewertung als richterlicher Schätzung vgl. *Hüttemann*, ZGR 2001, 454, 474 ff.

⁴³ Es darf also – wie es *Mertens*, (Fn. 41), 326 Fn. 31 ausgedrückt hat – nicht das Unternehmen am besten bewertet werden, „dessen Management in bezug auf die Zukunft die besten Geschichten erzählt“.

wähnte Differenzierung der bisherigen Rechtsprechung bei der Behandlung von Verbundvorteilen nicht unplausibel: Der Wert von steuerlichen Verlustvorträgen läßt sich ungleich leichter abschätzen als die zukünftigen Mehrergergebnisse, die sich aus einer Änderung der Produktpalette erzielen lassen.

Die Beschränkung auf „objektivierte Werte“ dürfte auch deshalb nicht mehr aufrecht zu halten sein, da sie mit der vom BVerfG geforderten Berücksichtigung von Börsenwerten⁴⁵ nicht zu vereinbaren ist. Denn bei der Kursbildung spielen grundsätzlich alle „wertrelevanten“ Umstände eine Rolle, also auch die Erwartungen der Marktteilnehmer über mögliche Unternehmensübernahmen, Fusionen oder Umstrukturierungen. Mit Recht hat der BGH daher entschieden, daß solche Effekte, wenn sie bei der Preisbildung vom Markt berücksichtigt worden sind, sowohl bei der Barabfindung als auch bei der Herstellung der Verschmelzungswertrelation bzw. des angemessenen Umtauschverhältnisses im Börsenkurs als Wertuntergrenze belassen werden.⁴⁶ Vor diesem Hintergrund wäre es aber widersprüchlich, wenn man solche Umstände zwar über den Börsenkurs in die Ermittlung der Wertuntergrenze einfließen lassen würde, nicht aber in die Abfindungsbemessung mittels Ertragswertverfahrens.

III. Stichtagsprinzip

Unternehmenswerte sind keine feststehenden Größen, sondern verändern sich im Zeitablauf. Deshalb kann auch eine Unternehmensbewertung immer nur zeitbezogen, d. h. für einen bestimmten Stichtag erfolgen. Auch der Gesellschafter, der gegen Abfindung aus einer Gesellschaft ausscheidet, kann nur eine auf den Zeitpunkt seines Ausscheidens bezogene Abfindung verlangen. Daher stellt das Gesetz in § 305 Abs. 3 S. 2 AktG für die Angemessenheit der Abfindung ausdrücklich auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlußfassung der Hauptversammlung über den Unternehmensvertrag ab. Das Stichtagsprinzip gehört mithin zu den fundamentalen Grundsätzen der Unternehmensbewertung.⁴⁷

Der Richter darf daher nur solche Tatsachen zugrunde legen, die am Stichtag bereits vorlagen. Dies gilt aber auch dann, wenn sie erst nach dem Stichtag bekannt werden. Rechtsprechung⁴⁸ und Lehre⁴⁹ haben hierzu das sog. „Wurzelpinzip“ ent-

⁴⁴ Vgl. dazu LG Frankfurt, AG 1985, 58: Eine von den Parteigutachtern „auf der Basis fiktiver Produktionsprogramme und fiktiver Umsatzerlöse“ erstellte Ertragsprognose könne nicht mehr als eine auf „nachweisbare Tatsachen gemäß §§ 286, 287 ZPO gestützte Schätzung anerkannt werden“.

⁴⁵ Vgl. BVerfGE 100, 289 und dazu näher unten C.

⁴⁶ BGHZ 147, 108, 120.

⁴⁷ Siehe nur IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 828.

⁴⁸ Vgl. etwa zuletzt OLG Düsseldorf, AG 2000, 323 f.

⁴⁹ Statt aller *Großfeld*, (Fn. 5), S. 28 ff.

wickelt: Später bekanntgewordene Umstände werden berücksichtigt, wenn sie ihre Wurzel vor dem Stichtag haben. Auf dieser Grundlage hat etwa das OLG Düsseldorf⁵⁰ auch solche Altlasten wertmindernd in Ansatz gebracht, die zwar aus der früheren Unternehmenstätigkeit herrührten, aber erst nach dem Stichtag als solche entdeckt wurden. Angesichts der erheblichen Dauer von aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren ist diese Praxis m. E. bedenklich.⁵¹ Denn auf diese Weise werden auch solche Umstände noch wertmindernd berücksichtigt, die sich im Fall eines gedachten Verkaufs des Unternehmens zum Stichtag oder kurze Zeit später wahrscheinlich nicht im Preis niedergeschlagen hätten, da sie den Vertragsparteien nicht bekannt waren und auch nicht – etwa über das Gewährleistungsrecht – den Verkäufer belastet hätten.

Zusätzliche Probleme ergeben sich aus dem Stichtagsprinzip, wenn es – etwa hinsichtlich des zukünftigen Unternehmenserfolges – um Zukunftsprognosen geht. Hier dürfen bei der Schätzung der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens und seines wirtschaftlichen Umfeldes nur die am Stichtag verfügbaren Informationen berücksichtigt werden. Zu Recht hat daher das OLG Celle⁵² zum Stichtag März 1989 eine Berücksichtigung der wirtschaftlichen Folgen der deutschen Wiedervereinigung für unzulässig erklärt. Anlaß zur Kritik bieten dagegen die Ausführungen des BayObLG in der sog. Paulaner-Entscheidung v. 19. 10. 1995.⁵³ Dort hat das Gericht es als zulässig erachtet, daß der Sachverständige bei der „Schätzung“ des Zukunftserfolges einfach die tatsächlichen Unternehmensdaten der Schätzungsjahre, wie sie im Zeitpunkt der späteren Gutachtenerstellung schon vorlagen, zugrunde gelegt hat. Die Begründung des Landgerichts, die Heranziehung von Ist-Daten läge noch „innerhalb der Bandbreite, die bei einer Ertragsprognose ohnehin in Kauf genommen werden müsse“, klingt eher resignierend und kann vom theoretischen Standpunkt aus betrachtet nicht befriedigen.⁵⁴ Vor allem schafft sie für die Beteiligten – je nach Interessenlage – nur Anreize zur Verfahrensverlängerung, um die Abfindungshöhe nach den Ist-Zahlen zu orientieren.⁵⁵ Eine solche Entwicklung kann nicht wünschenswert sein und ihr sollte durch eine konsequente Rückbesinnung auf das Stichtagsprinzip entgegengewirkt werden.

⁵⁰ OLG Düsseldorf, AG 1999, 89, 91.

⁵¹ Demgegenüber wird im Bilanzrecht die Berücksichtigung sog. „wertaufhellender“ Tatsachen jedenfalls durch die gesetzlichen Fristen der Bilanzaufstellung eingeschränkt, vgl. etwa § 264 Abs. 1 S. 2 und 3 HGB.

⁵² AG 1999, 128, 129 f.

⁵³ AG 1996, 127.

⁵⁴ Ablehnend etwa LG Dortmund, AG 1998, 142, 143. Vgl. auch die Kritik bei Aha, AG 1997, 26, 33; a. A. – „vertretbar“ – Seetzen, WM 1999, 565, 570.

⁵⁵ So auch LG Dortmund, a. a. O.; anders Seetzen, (Fn. 54), der sich – aus der Perspektive des Richters – eine Verfahrensbeschleunigung verspricht.

IV. Kapitalisierungszins

Der Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode entspricht bekanntlich dem Barwert der zukünftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens. Fraglich ist, mit welchem Zinssatz die Überschüsse abzuzinsen sind. Die Frage ist von erheblicher praktischer Bedeutung, weil jede Änderung des Zinssatzes den Ertragswert wesentlich beeinflusst. Vor diesem Hintergrund ist es bemerkenswert, daß selbst in neuester Zeit über die Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes grundsätzlicher Streit besteht. Üblicherweise gehen die Gerichte insoweit von dem sog. Basiszinssatz für öffentliche Anleihen bzw. langfristige verzinsliche Wertpapiere zum jeweiligen Stichtag aus.⁵⁶ Fraglich ist aber, ob von diesem Zinssatz noch weitere Ab- und Zuschläge vorzunehmen sind.

In der Rechtsprechung bislang noch außer Streit steht dabei zunächst ein sog. Geldentwertungsabschlag. Er führt zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes und soll einen Ausgleich dafür bieten, daß sich die Geldentwertung bei der Anlage in festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Kapitalanlage im Unternehmen, das die Chance hat, die Geldentwertung durch Preiserhöhungen abzuwälzen. Seine Höhe liegt bei 0,5 – 2% und hängt von den Umständen des Einzelfalls ab.⁵⁷ Im Schrifttum⁵⁸ ist in neuerer Zeit gegen einen pauschalen Geldentwertungsabschlag der Einwand erhoben worden, Inflationsauswirkungen seien bereits auf der Ebene der Ermittlung des Zukunftserfolgswertes zu berücksichtigen. Ferner sei davon auszugehen, daß die Inflationsgefährdung festverzinslicher Geldanlagen bereits in Form eines Risikozuschlages in den Renditen solcher Papiere enthalten sein. In der Tat ist zweifelhaft, ob der bisher mehr oder weniger pauschale Ansatz eines Geldentwertungsabschlages nicht – wie es nunmehr auch der neue IDW-Standard vorsieht – einer differenzierteren Betrachtung weichen muß.⁵⁹

Während der Geldentwertungsabschlag somit zumindest bei den Gerichten noch allgemein anerkannt ist, besteht über die Zulässigkeit bzw. Notwendigkeit eines sog. Risikozuschlages in der neueren Rechtsprechung nach wie vor Uneinigkeit. Die wohl überwiegende Ansicht in Rechtsprechung und Lehre hält einen solchen Zuschlag mit Rücksicht darauf für begründet, daß die Anlage von Kapital in Unternehmen mit einem größeren Risiko verbunden sei als die Geldanlage in öffentlichen Anleihen.⁶⁰ Demgegenüber hat das OLG Celle in einem neueren Urteil an

⁵⁶ Vgl. nur OLG Celle, AG 1999, 128, 130; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321, 323; *Piltz*, (Fn. 1), S. 171 ff; *Großfeld*, (Fn. 5), S. 72; *Seetzen*, WM 1994, 45, 48 mit weiteren Nachweisen.

⁵⁷ Vgl. etwa OLG Celle, AG 1999, 128, 130 und OLG Düsseldorf, AG 1999, 321, 323, die beide in casu einen Abschlag von 1,5% für angemessen gehalten haben.

⁵⁸ *Aha*, (Fn. 59), 32.

⁵⁹ Vgl. jetzt auch IDW Standard „Grundsätze für die Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 834 f.

⁶⁰ Statt aller OLG Düsseldorf, AG 1990, 397, 400 f; *Großfeld*, (Fn. 5), S. 77 ff; *Piltz*, (Fn. 1), S. 174 ff; *Seetzen*, (Fn. 56), 49.

seiner früheren Ansicht festgehalten, daß ein solcher Zuschlag unzulässig sei.⁶¹ Dafür spreche nicht nur der Umstand, daß sich die Risiken bereits bei der Ermittlung des Zukunftsertrags niedergeschlagen hätten und sich ein generelles Unternehmensrisiko nicht in konkrete Zahlen fassen ließe.⁶² Vor allem ständen – so das OLG Celle – den Risiken in gleichem Maße auch entsprechende Erwerbschancen gegenüber.⁶³ Demgegenüber hat das OLG Düsseldorf in neueren Urteilen am Risikozuschlag festgehalten.⁶⁴ Der Zinszuschlag betreffe nur solche Risiken, die bei der Ermittlung des Zukunftserfolges mangels Vorhersehbarkeit gerade noch keine Berücksichtigung gefunden haben.

Der Ansicht des OLG Düsseldorf ist grundsätzlich zuzustimmen. Zunächst einmal geht der Hinweis des OLG Celle fehl, den Risiken ständen auch entsprechende Erwerbschancen gegenüber. Eine solche Betrachtung wäre allenfalls dann zutreffend, wenn sich Kapitalanleger risikoneutral verhielten. Geht man dagegen – lebensnäher – von einer allgemeinen Risikoaversion aus, müssen Risiken gegenüber Chancen stärker ins Gewicht fallen. Dem OLG Celle ist deshalb nur darin zu folgen, daß eine doppelte Berücksichtigung von Risiken sowohl auf der Ebene der Ermittlung der Zukunftserfolge als auch auf der Ebene des Zinssatzes ausgeschlossen sein muß. Dies spricht für die vom IDW im neuen Standard zur Unternehmensbewertung präferierte einheitliche Berücksichtigung des speziellen und allgemeinen Unternehmerrisikos auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes.⁶⁵ Dadurch wird zugleich im Interesse „markttypischer“ Bewertungsergebnisse und zur Verhinderung rein willkürlicher Zuschläge auch eine verstärkte empirische Ermittlung von branchentypischen Risikoprämien – sog. „Beta-Faktoren“ – möglich.⁶⁶

V. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Als besonders streitanfällig hat sich in der neueren Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung auch die Berücksichtigung des sog. nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwiesen. Darunter versteht man Vermögensgegenstände, die zum Ertrag des Unternehmens nichts beitragen und deren Wert deshalb im Ertragswert

⁶¹ OLG Celle, AG 1999, 128, 130 f; ebenso schon OLG Celle, AG 1979, 230, 232 und dazu zustimmend W. Meilicke, DB 1980, 2121. Vgl. auch OLG Zweibrücken, AG 1995, 421, 423, das einen Verzicht auf einen Risikozuschlag für „unbedenklich“ gehalten hat.

⁶² OLG Celle a. a. O.

⁶³ OLG Celle a. a. O.

⁶⁴ OLG Düsseldorf, AG 1999, 321, 323; OLG Düsseldorf, AG 2000, 323, 325.

⁶⁵ IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 833 sub. (94).

⁶⁶ Für eine Ermittlung solcher Prämien anhand des Capital-Asset-Pricing-Model (CAPM) nunmehr auch IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 834; vgl. zu diesem Ansatz etwa Baetge/Krause, BFuP 1994, 433 ff; Ballwieser, WPg 1995, 124 ff; ders., WPg 1998, 82 f. Ablehnend gegenüber diesen Ansätzen aber LG München I, AG 1999, 476, 477.

nicht oder nur unzureichend berücksichtigt ist. Diese Vermögensgegenstände sind im Rahmen der Ertragswertmethode gesondert mit ihrem Veräußerungserlös anzusetzen, was den Unternehmenswert steigert. Fraglich ist hier, wonach sich die „Betriebsnotwendigkeit“ beurteilt. Vom Standpunkt einer „optimalen“ Verwertung der Unternehmenssubstanz müßte entscheidend sein, ob der Liquidationserlös bei Veräußerung höher ist als der Barwert der finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen.⁶⁷

Dieser – m. E. zutreffende – Ansatz hat sich in der Rechtsprechung in dieser Deutlichkeit aber noch nicht durchgesetzt. So hat das BayObLG in der Paulaner-Entscheidung hinsichtlich der Pächtergaststätten einer Brauerei auf die „Üblichkeit“ solchen Grundbesitzes in der Brauereibranche abgestellt.⁶⁸ Und das OLG Düsseldorf hat sich bei der Feststellung der Betriebsnotwendigkeit von Unternehmensbeteiligungen sogar mit einem Hinweis auf deren allgemeine betriebliche Funktion begnügt.⁶⁹ Noch weitergehend ist sogar im Schrifttum gefordert worden, die Gerichte dürften überhaupt nur auf die tatsächliche Unternehmenspolitik abstellen.⁷⁰ Dem ist zu widersprechen: Ausgehend vom gesetzlichen Bewertungsziel einer bestmöglichen Verwertung des Unternehmensvermögens muß sich der ausscheidende Gesellschafter nicht an den konkreten Entscheidungen der Unternehmensleitung festhalten lassen.⁷¹ Vielmehr muß sich der sachverständig beratene Richter ein eigenes Bild von der „Notwendigkeit“ machen.

Die Forderung, das nicht betriebsnotwendige Vermögen losgelöst von der tatsächlichen Unternehmensplanung vom Standpunkt eines gedachten Unternehmenserwerbers her abzugrenzen, darf nun allerdings nicht mißverstanden werden. Zu weit ginge es, wenn der Tatrichter oder der Gutachter versuchen würde, eine „optimale“ Unternehmensstrategie zu bestimmen. Die Frage, ob das vorhandene Betriebsvermögen für die Betriebsfortführung „notwendig“ ist, wird sich häufig nur schwer beurteilen lassen; die Antwort dürfte vor allem davon abhängen, welchen „Unternehmertypus“ man als gedachten Erwerber zugrunde legt.⁷² Ob man ein Unternehmen auf eigenem Grundbesitz betreibt oder ob man nach der Methode des „sale-and-lease-back“ jeden Grundbesitz für nicht betriebsnotwendig hält, ist regelmäßig eine Frage des unternehmerischen Ermessens, die der richterlichen Überprüfung nicht zugänglich ist.⁷³ Erst wenn diese Ermessensgrenzen überschrit-

⁶⁷ Ebenso IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 831.

⁶⁸ BayObLG, AG 1995, 126, 128 f.

⁶⁹ OLG Düsseldorf, AG 1999, 321, 324.

⁷⁰ Vgl. etwa Aha, AG 1997, 26, 35; Forster, FS Claussen, S. 91 ff.

⁷¹ Näher Hüttemann, ZHR 162 (1998), 563, 592.

⁷² Hüttemann, (Fn. 2), 583.

⁷³ Im Ergebnis ebenso OLG Düsseldorf, DB 2002, 781 f, allerdings mit dem zweifelhaften Argument, es komme nur auf die „Notwendigkeit“, nicht aber auf die eigentumsrechtliche Zuordnung des Vermögensgegenstandes an.

ten werden und die tatsächliche Unternehmensplanung – etwa auch im Fremdvergleich⁷⁴ – betriebswirtschaftlich nicht mehr zu rechtfertigen ist, kann der Richter die Notwendigkeit von Betriebsvermögen in Abweichung von der tatsächlichen Unternehmenspolitik verneinen.

VI. Liquidationswert als Wertuntergrenze

Nach heute ganz herrschender Meinung bildet der Liquidationswert stets die Wertuntergrenze bei der Unternehmensbewertung. Dieser Grundsatz, der in der obergerichtlichen Rechtsprechung der letzten Jahre wiederholt bekräftigt worden ist,⁷⁵ ist aber nicht unumstritten.⁷⁶ Auch der BGH hat noch im Jahr 1973 für das Pflichtteilsrecht anders entschieden und den Satz aufgestellt, „ob ein Unternehmer einen ertraglosen Betrieb liquidiere oder weiterführe, unterliege seiner unternehmerischen Entscheidung.“⁷⁷ In der Tat kann der Pflichtteilsberechtigte dem Unternehmensinhaber nicht die Liquidation vorschreiben, aber daraus folgt noch nicht, daß der Erbe dem Pflichtteilsberechtigten durch die willkürliche Verhinderung der Liquidation die Teilhabe am vollen Wert der Erbschaft vorenthalten kann.⁷⁸ Die Entscheidung des Betriebserben über die Unternehmensfortführung geht den Pflichtteilsberechtigten nichts an und darf daher keine Auswirkungen auf die Höhe des Pflichtteilsanspruchs haben. Daher muß – entgegen der Ansicht des BGH – auch im Erbrecht der Liquidationswert stets die Wertuntergrenze bilden.⁷⁹

Für die Abfindung ausscheidender Aktionäre gilt nichts grundsätzlich anderes. Daher ist insbesondere dem OLG Düsseldorf nicht darin zu folgen, daß der Liquidationswert nur dann als Untergrenze herangezogen werden könne, wenn das Unternehmen ertraglos ist.⁸⁰ Eine solche Einschränkung läßt sich – entgegen der Ansicht des OLG Düsseldorf – auch nicht mit dem Hinweis rechtfertigen, der Minderheitsaktionär hätte im Fall seines Verbleibens in der Gesellschaft eine Liquidation nicht erzwingen können. Der ausscheidende Aktionär hat vielmehr einen Anspruch auf Teilhabe am fiktiven Veräußerungserlös, wie er sich bei bestmöglicher Verwertung der Unternehmenssubstanz ergeben hätte. Übersteigt z. B. der Nettoerlös aus der Verwertung des Grundbesitzes den Barwert zukünftiger Unternehmenserträge, dann gibt es keinen Grund, weshalb ausscheidende Aktionä-

⁷⁴ So auch der Ansatz des BayObLG, AG 1995, 126, 128 f.

⁷⁵ Statt aller BayObLG, AG 1995, 509.

⁷⁶ OLG Düsseldorf, DB 2002, 781; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321, 325; ebenso bereits OLG Düsseldorf, AG 1988, 275, 276; OLG Düsseldorf, AG 1990, 397, 399.

⁷⁷ BGH, WM 1973, 306, 307.

⁷⁸ Vgl. *Hüttemann*, (Fn. 2), 580 f.

⁷⁹ Näher *Hüttemann*, (Fn. 2), 585 f.

⁸⁰ OLG Düsseldorf, DB 2002, 781; ebenso schon OLG Düsseldorf, AG 1988, 275, 276; OLG Düsseldorf, AG 1990, 397, 399.

re durch die Entscheidung des Mehrheitsaktionärs zur Unternehmensfortführung benachteiligt werden sollten.

C. Unternehmensbewertung und Börsenkurs

I. Börsenkurse als Wertuntergrenze

Mit dem Siegeszug der Ertragswertmethode und ihrer ständigen Verfeinerung in der betriebswirtschaftlichen Praxis und Rechtsprechung war in den letzten Jahrzehnten ein anderer naheliegender Wertmaßstab der Unternehmensbewertung nahezu völlig in Vergessenheit geraten, der Börsenkurs. Noch bis vor vier Jahren gingen die Gerichte übereinstimmend davon aus, daß der Börsenkurs kein geeigneter Maßstab der Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht sei. Es galt noch immer das, was der BGH in einer Entscheidung aus dem Jahr 1967 gegen die Berücksichtigung von Börsenkursen ausgeführt hatte:⁸¹ „Der Börsenkurs kann sich mit dem wahren Wert der Aktien decken, er kann aber auch niedriger oder höher sein. Er ergibt sich aus dem im Augenblick der Kursbildung vorhandenen Verhältnis von Angebot und Nachfrage, das von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingten Umsätzen, von spekulativen Einflüssen ... abhängt. Außerdem unterliegt der Börsenkurs unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen. ... Dies schließt es aus, den Börsenkurs zugrunde zulegen.“ Damit blieb es in der Praxis der gerichtlichen Spruchstellenverfahren für börsennotierte Unternehmen grundsätzlich bei der Anteilsbewertung durch Sachverständigengutachten.

Angesichts der zunehmenden Bedeutung der Kapitalmärkte seit Mitte der achtziger Jahre konnte es nicht überraschen, daß gegen diese Praxis in den letzten Jahren vermehrt Kritik geäußert worden ist.⁸² In der Tat stellt es einen gewissen Wertungswiderspruch dar, wenn etwa der Gesetzgeber des KonTraG feststellt, „auf einem funktionierenden Kapitalmarkt liefert der Markt die richtige Unternehmensbewertung“,⁸³ gleichzeitig aber Börsenkurse in der richterlichen Praxis der Unternehmensbewertung überhaupt keine Rolle spielen. Es war daher nur eine Frage der Zeit, bis auch die Gerichte sich veranlaßt gesehen haben, den Ertragswert laut Sachverständigengutachten anhand des Börsenkurswertes zu „überprüfen“.

⁸¹ BGH, AG 1967, 264.

⁸² Vgl. aus der Zeit vor dem DAT/Altana-Beschluss des BVerfG die Aufsätze von Götz, DB 1996, 259 ff; Aha, AG 1997, 26, 27 f; Ammon, FGPrax 1998, 122; Luttermann, ZIP 1999, 45 ff; Steinhauer, AG 1999, 299 ff.

⁸³ BT-Drucks. 13/9712, S. 13.

1. Der DAT/Altana-Beschluß des BVerfG v. 27. 4. 1999

Im DAT/Altana-Beschluß v. 27. 4. 1999⁸⁴ hatte dann sogar das BVerfG Gelegenheit, sich aus verfassungsrechtlicher Sicht mit der bisherigen Bewertungspraxis bei börsennotierten Gesellschaften auseinanderzusetzen. Danach ist es – so der Leitsatz – „mit Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar, bei der Bestimmung der Abfindung oder des Ausgleichs für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre nach §§ 304, 305, 320 b AktG den Börsenkurs der Aktien außer Betracht zu lassen.“ Das BVerfG hat zwar die bisherige Rechtsprechung der Zivilgerichte gebilligt, wonach der ausscheidende Aktionär grundsätzlich Anspruch auf Abfindung zum „wirklichen“, „wahren“ Unternehmenswert habe. Auch die Ertragswertmethode sei – so das BVerfG – als solche verfassungsrechtlich unbedenklich.⁸⁵ Unvereinbar mit Art. 14 Abs. 1 GG sei es jedoch, wenn bei der Bemessung der Abfindung der Börsenkurs der Aktie ganz unberücksichtigt bleibe. Dies ergebe sich daraus, daß „die Entschädigung und folglich auch die Methode ihrer Berechnung dem entzogenen Eigentumsobjekt gerecht werden“ müsse.⁸⁶ Aktieneigentum unterscheide sich von Anteilen an Personengesellschaften und GmbH-Anteilen durch seine Verkehrsfähigkeit. Daher stelle sich der Vermögensverlust, den der Minderheitsaktionär durch den Unternehmensvertrag oder die Eingliederung erleide, für ihn regelmäßig als Verlust des Verkehrswerts der Aktie dar, der mit dem Börsenkurs regelmäßig identisch sei. Der Verkehrswert sei aber stets die Untergrenze der „vollen Entschädigung“, die Art. 14 Abs. 1 GG für die Entwertung oder Aufgabe der Anteilsrechte fordere. Daher dürfe im Spruchstellenverfahren auch keine niedrigere Barabfindung festgelegt werden.⁸⁷ Auf diese Weise gelangt das BVerfG aus verfassungsrechtlicher Sicht zu der Forderung, daß der Aktionär immer den „wahren“ Wert, mindestens aber den Börsenkurs als Untergrenze verlangen könne. Etwas anderes gelte nur dann, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, weil – z. B. wegen Marktenge im Vorfeld einer Eingliederung – ungewiß ist, ob der Minderheitsaktionär seine Aktien tatsächlich zum Börsenkurs hätte verkaufen können.⁸⁸

⁸⁴ BVerfGE 100, 289 ff; aus dem Schrifttum dazu *Behnke*, NZG 1999, 934; *Drüke*, DB 2000, 712 ff; *Großfeld*, BB 2000, 261 ff; *Luttermann*, JZ 1999, 945 ff; *W. Müller*, (Fn. 5); *Riegger*, DB 1999, 1889 ff; *Rodloff*, DB 1999, 1149 ff; *Vetter*, AG 1999, 569 ff; *ders.*, ZIP 2000, 561; *Wilm*, NZG 2000, 234 ff; *Wilken*, ZIP 1999, 1443 f; *Bungert/Eckert*, BB 2000, 1845 ff; *Henze*, FS Lutter, 2000, S. 1101 ff; *Hüttemann*, (Fn. 3).

⁸⁵ BVerfGE 100, 289, 306 ff.

⁸⁶ BVerfGE 100, 289, 307 f.

⁸⁷ BVerfGE 100, 289, 308.

⁸⁸ BVerfGE 100, 289, 309.

2. Durchschnitts- oder Stichtagskurse

Der DAT/Altana-Beschluß des BVerfG verpflichtet die Gerichte, im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren zukünftig Börsenkurse unter bestimmten Voraussetzungen als „Wertuntergrenze“ zu berücksichtigen. Fraglich ist, ob als Wertuntergrenze vorrangig auf den Tageskurs zum jeweiligen Stichtag oder stets auf einen Durchschnittskurs abzustellen ist. Das BVerfG hat dazu nur festgestellt, wie der Stichtag festzusetzen sei, gebe die Verfassung nicht vor. Entscheidend sei allein, daß die Zivilgerichte durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses einem Mißbrauch beider Seiten begegnen. Sie könnten daher auch etwa auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe des Unternehmensvertrages zurückgreifen.⁸⁹ Diese Ausführungen sind in der Instanzgerichtsbarkeit unterschiedlich interpretiert worden. Während das OLG Stuttgart⁹⁰ auf einen Durchschnittswert aus den Tageskursen der letzten fünf Monate vor Bekanntgabe des Unternehmensvertrages abgestellt hat, hat das OLG Düsseldorf⁹¹ vorrangig den Tageskurs zum Zeitpunkt der Beschlußfassung der Hauptversammlung für maßgebend gehalten. In seinem DAT/Altana-Urteil v. 12. 3. 2001 hat der BGH nunmehr eine Leitlinie für die Praxis festgelegt.⁹² Danach ist bei der Festsetzung ein „Referenzkurs zugrunde zu legen, der – unter Ausschluß außergewöhnlicher Tagesausschläge oder kurzfristiger sich nicht verfestigender sprunghafter Entwicklungen – aus dem Mittel der Börsenkurse der letzten drei Monate vor dem Stichtag gebildet wird.“⁹³

Ob die Praxis mit diesem Kompromiss leben können, wird sich zeigen. Aus theoretischer Sicht läßt sich gegen die vom BGH befürwortete Heranziehung von Durchschnittskursen der Einwand erheben, daß – ausgehend vom Gedanken des Dispositionsschutzes – eigentlich nur Tageskurse als „Verkehrswerte“ anzusehen sind, weil der Aktionär auch nur zu Tageskursen, nicht aber zu Durchschnittswerten verkaufen kann.⁹⁴ Andererseits spricht gegen die Maßgeblichkeit des Stichtagskurses zum Zeitpunkt der Beschlußfassung über die Konzernierungsmaßnahme, daß der Aktienkurs vielfach durch die Bekanntgabe eines bevorstehenden Unternehmensvertrages oder einer Eingliederung wesentlich beeinflusst wird.⁹⁵ Um mögliche Manipulationen zu verhindern, ist daher vorgeschlagen worden, auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe der Umstrukturierungsmaßnahme – etwa auf Grund der ad-hoc-Publizität – abzustellen.⁹⁶ Der

⁸⁹ BVerfGE 100, 289, 309 f.

⁹⁰ DB 2000, 709.

⁹¹ DB 2000, 1854; mit zustimmender Anm. W. Müller, EWiR § 305 AktG 3/2000, 752.

⁹² BGHZ 147, 108; dazu Stolz, ZGR 2001, 875 ff; Reuter, DB 2001, 2483 ff; Weiler/Meyer, ZIP 2001, 2153 ff; Luttermann, ZIP 2001, 869 ff; Meilicke/Heidel, DB 2001, 973 ff; Bungert, BB 2001, 1163 ff; Vetter, DB 2001, 1347 ff.

⁹³ BGHZ 147, 108, 109.

⁹⁴ Hüttemann, (Fn. 24), 462; für Stichtagskurs auch Piltz, (Fn. 1), 200.

⁹⁵ BVerfGE 100, 289, 309 f.

BGH hält demgegenüber die Manipulationsgefahr offenbar für gering und will daher nur „Tagesausschläge“ und „sprunghafte Entwicklungen“ bei der Durchschnittskursberechnung ausklammern. Ob dies wirklich ausreicht, wird von Kennern der Materie schon jetzt bezweifelt.⁹⁷ Möglicherweise könnte das BGH-Urteil Mehrheitsaktionäre veranlassen, über die Bekanntgabe eines niedrigen Abfindungsangebots den Börsenkurs zu drücken.⁹⁸ Zu Recht hat der BGH allerdings den Referenzzeitraum mit drei Monaten eher kurz bemessen. Nur so ist ein hinreichender Bezug zum Stichtag gewährleistet, denn auch das BVerfG fordert einen „auf den Stichtag bezogenen“ Durchschnittswert.⁹⁹ Die Dreimonatsfrist entspricht zudem dem Referenzzeitraum, den der Gesetzgeber nach § 31 WpÜG iVm § 5 WpÜG-AngebotsVO bei der Prüfung der Angemessenheit des Pflichtangebots für maßgebend erklärt hat.

II. Der Börsenkurs als Schätzungsgrundlage des „wahren Wertes“

Das BVerfG hat sich im DAT / Altana-Beschluß darauf beschränkt, den Börsenkurs von Verfassungen wegen als „Wertuntergrenze“ festzuschreiben. Im übrigen bleibt es aber dabei, daß der ausscheidende Aktionär grundsätzlich Anspruch auf Abfindung zum „wahren“ Wert habe. Die Formel – Abfindung zum „wahren“ Wert, mindestens aber zum Börsenkurs – erscheint auf den ersten Blick wenig befriedigend: Der Aktionär kann sich „die bessere zweier Welten herauspicken“,¹⁰⁰ die Spruchstellenverfahren werden wohl nicht entlastet, sondern möglicherweise noch umfangreicher, weil nunmehr neben dem Ertragswertgutachten auch noch ein Gutachten zum Börsenkurs als Wertuntergrenze erforderlich ist.¹⁰¹ Insoweit liegt der Vorwurf an das BVerfG nahe, es habe versäumt, ein in sich schlüssiges Bewertungskonzept vorzulegen. Bei dieser Kritik würde aber übersehen, daß das BVerfG keine „Superrevisionsinstanz“ ist.¹⁰² Die Auslegung der aktienrechtlichen Abfindungsregelungen ist und bleibt auch in Zukunft Aufgabe der Zivilrechtsprechung. Aufgabe der Verfassungsrechtsprechung kann es dagegen nur sein, gewisse Mindeststandards bei der Abfindung vorzugeben.

⁹⁶ Vgl. dazu etwa *Behnke*, (Fn. 84), 934; *Wilken*, (Fn. 84), 1444; *Vetter*, (Fn. 84), 571 f; *Wilm*, (Fn. 84), 239; *Bungert / Eckert*, (Fn. 84), 1849; wohl auch *Hüffer*, (Fn. 19), § 305 Rdnr. 24a.

⁹⁷ Deutliche Kritik bei *Meilicke / Heidel*, (Fn. 92), 974; *Bungert*, (Fn. 92), 1165; *Vetter*, (Fn.), 1348 f.

⁹⁸ *Meilicke / Heidel*, (Fn. 92), 975.

⁹⁹ Ferner ist ggfs. auch dem „Trend“ der Börsenkursentwicklung bei der Durchschnittswertbildung Rechnung zu tragen, vgl. *Großfeld*, (Fn. 5), 266.

¹⁰⁰ So die Formulierung von *Wilm*, (Fn. 89), 235.

¹⁰¹ Skeptisch gegenüber einer Beschleunigung der Verfahren durch den Beschluß des BVerfG auch *Vetter*, (Fn. 92), 572; *Wilm*, (Fn. 84), 240.

¹⁰² Vgl. nur Art. 93 Abs. 1 Nr. 4 a GG.

Die Feststellung, daß der DAT/Altana-Beschluß nur verfassungsrechtliche Untergrenzen, aber kein abgeschlossenes Bewertungskonzept enthält, führt zu der Frage, wie die Vorgaben des BVerfG mit der bisherigen Bewertungspraxis zu einem neuen Konzept der Unternehmensbewertung bei börsennotierten Unternehmen verbunden werden können.¹⁰³ Die Kernfrage muß dabei lauten, ob man bei dem Mindestwertkonzept des BVerfG stehen bleibt oder – wie es im neueren Schrifttum zunehmend gefordert worden ist¹⁰⁴ – den Börsenkurs selbst unter bestimmten Voraussetzungen zum Maßstab der Unternehmensbewertung bei börsennotierten Unternehmen macht. Letzteres hätte den nicht unerheblichen praktischen Vorzug, daß umfangreiche Ertragswertgutachten in den vielen aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren entbehrlich werden könnten.¹⁰⁵ Neben einer wesentlichen Verfahrensbeschleunigung dürfte sich zudem das Konfliktpotential bei Konzernierungsmaßnahmen deutlich reduzieren lassen, weil sich die gesetzliche Abfindungshöhe für alle Beteiligten leichter vorhersehen ließe.¹⁰⁶ Im weiteren soll daher der Frage nachgegangen werden, ob ein solches Konzept verfassungsrechtlich zulässig wäre und welche sachlichen Argumente dafür sprechen.

Nach dem DAT/Altana-Beschluß hat der ausscheidende Aktionär grundsätzlich Anspruch auf Abfindung zum „wahren“ Wert seiner Gesellschaftsbeteiligung. Allerdings hat das BVerfG ausdrücklich festgestellt, Art. 14 Abs. 1 GG schreibe für die Wertermittlung von Unternehmensbeteiligungen keine bestimmte Methode vor.¹⁰⁷ Auch das Ertragswertverfahren ist vom BVerfG nur als „verfassungsrechtlich unbedenklich“, nicht aber als ausschließlich zulässig bezeichnet worden. Damit bleibt es auch in Zukunft die Aufgabe des Tatrichters, im Rahmen der Schätzung nach §§ 287 Abs. 2 ZPO, § 738 Abs. 2 BGB geeignete tatsächliche Schätzungsgrundlagen zu finden, aus denen Unternehmenswerte abgeleitet werden können. Läßt sich aber aus betriebswirtschaftlicher Sicht der Erfahrungssatz aufstellen, daß – wie es etwa das BayObLG¹⁰⁸ formuliert hat – Börsenkurse „in der Regel den Verkehrswert mindestens ebenso zutreffend angeben, wie eine langwierige Berechnung des Unternehmenswertes durch Sachverständige nach der Ertragswertmethode“, dann bestehen keine verfassungsrechtlichen Einwände dagegen, den „wahren“ Wert ausschließlich anhand der Börsenkurse zu schätzen.

Im neueren Schrifttum sind gewichtige Argumente für eine vorrangige Heranziehung von Börsenkursen als Maßstab der Unternehmensbewertung formuliert worden. Die wichtigsten sind:¹⁰⁹ Börsenkurse beruhen – ausreichende Liquidität

¹⁰³ Siehe dazu die Ausführungen bei *Stilz*, (Fn. 92), 891 ff; *Hüttemann*, (Fn. 24), 465 ff.

¹⁰⁴ Vgl. Nachweise zum Meinungsstand bei *Hüffer*, (Fn. 19), § 305 Rdnr. 24 b.

¹⁰⁵ Vgl. zu den Nachteilen der herkömmlichen Verfahren etwa die Kritik bei *Götz*, (Fn. 82), 259 ff; *Steinhauer*, (Fn. 82), 301; *Stilz*, (Fn. 92), 895 ff.

¹⁰⁶ So *Rodloff*, (Fn. 84), 1152.

¹⁰⁷ BVerfGE 100, 289, 307.

¹⁰⁸ BayObLG, AG 1999, 43, 45.

¹⁰⁹ Zum folgenden insbesondere *Steinhauer*, (Fn. 82), 299 ff; vgl. auch *Luttermann*, (Fn. 82), 45 ff; *Großfeld*, (Fn. 5), 261 ff; *W. Müller*, (Fn. 19), S. 705 ff.

vorausgesetzt – auf einer Vielzahl von Kauf- und Verkaufsentscheidungen der Anleger. Je effizienter die Informationsverarbeitung über den Kapitalmarkt ist, umso aussagekräftiger ist der Börsenkurs als Schätzgröße des „wahren“ Wertes von Unternehmen. Angesichts der seit den achtziger Jahren sprunghaft gestiegenen Börsenpräsenz und der Verbesserungen der rechtlichen Rahmenbedingungen – z. B. durch Einführung der Ad-Hoc-Publizität – ist die Informationseffizienz der Kapitalmärkte deutlich gewachsen. Dies ist nicht nur eine ökonomische Beobachtung, sondern inzwischen auch der Standpunkt des Gesetzgebers, der in der Begründung zum KonTraG formuliert: „Auf einem funktionierenden Kapitalmarkt liefert der Markt die richtige Unternehmensbewertung“.¹¹⁰ Diese Gründe sprechen dagegen, bei der Ermittlung des „wahren“ Wertes ausschließlich auf Sachverständigengutachten abzustellen und Börsenkurse nur als „Wertuntergrenzen“ heranzuziehen.

Vielmehr ist es jetzt die Aufgabe der Betriebswirtschaftslehre und insbesondere des IDW, praktikable Leitlinien darüber vorzulegen, unter welchen Voraussetzungen Börsenkurse auch an Stelle von Ertragswerten als Schätzungsgrundlage des Unternehmenswertes in Abfindungsprozessen herangezogen werden können.¹¹¹ Inwieweit können die Ausführungen im neuen Standard zur Unternehmensbewertung, denen zufolge Börsenkurse nur zur „Plausibilitätsbeurteilung“ von Ertragswerten herangezogen werden sollen, nur einen ersten Schritt darstellen.¹¹² Die Frage muß vielmehr weitergehend lauten, ob unter bestimmten Voraussetzungen ganz auf umfangreiche Ertragswertgutachten verzichtet und allein auf Börsenkurse für Zwecke der Abfindungsbemessung abgestellt werden kann. Dies setzt voraus, daß Mindestbedingungen für eine ausreichende „Informationseffizienz“ des jeweiligen Börsensegments formuliert werden, die erfüllt sein müssen, damit Börsenkurse als hinreichend aussagekräftige Schätzgrößen für den Unternehmenswert angesehen werden können. Hier sind vor allem zwei Aspekte zu klären.¹¹³ Zum einen müssen Schwellenwerte für ein Mindesthandelsvolumen auf dem jeweiligen Marktsegment festgelegt werden, die überschritten sein müssen, damit der Börsenkurs überhaupt als Wertmaßstab herangezogen werden kann. Zweitens sind geeignete Kontrollmechanismen zu entwickeln, wie im Einzelfall die hinreichend vollständige Information des Kapitalmarktes überprüft werden kann. Denn soweit die Kursbildung durch – pflichtwidrig (§ 15 WpHG) – unterlassene Informationen verzerrt worden ist, kann der Börsenkurs nicht als Wertmaßstab der Unternehmensbewertung herangezogen werden.¹¹⁴ In diesem Fall muß es – wie bisher – bei einer Wertfeststellung durch Ertragswertgutachten bleiben.¹¹⁵ Drittens ist die Frage zu klären, inwie-

¹¹⁰ Vgl. BT-Drucks. 13/9712, S. 13.

¹¹¹ Zur „Bringschuld“ der Ökonomen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung vgl. *Fleischer*, (Fn. 30), 26 ff.

¹¹² IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, WPg 2000, 825, 828.

¹¹³ Vgl. *Steinhauer*, (Fn. 82), 306 ff.

¹¹⁴ Darüber besteht Einigkeit, vgl. *Aha*, (Fn. 54), 28; *Steinhauer*, (Fn. 82), 307.

¹¹⁵ Abweichend *Steinhauer*, (Fn. 82), 307, der dann eine Kursbereinigung vorschlägt.

weit durch ein Abstellen auf Durchschnittswerte die Aussagekraft der Börsenwerte als Schätzungsgrundlage des „wahren“ Wertes erhöht werden kann. Hier bedarf es verstärkter rechtstatsächlicher Untersuchungen darüber, auf welche Weise kurzfristige Schwankungen von Börsenkursen über angemessene Referenzzeiträume bei der Bewertung ohne allzu große Verzerrungen und Informationsverluste ausgeblendet werden können. Nachdem von juristischer Seite die grundsätzlichen Bedenken gegen die Berücksichtigung von Börsenkursen ausgeräumt worden sind, ist es jetzt zunächst Sache der Fachwissenschaftler und ihrer berufsständigen Organisationen, Grundsätze für eine börsenkursgestützte Unternehmensbewertung zu entwickeln.

D. Reform des Spruchstellenverfahrens

Für den ausscheidenden Gesellschafter, der die ihm angebotene Abfindung vor Gericht überprüfen lassen will, ist nicht nur von Bedeutung, daß der Richter die „richtige Bewertungsmethode“ anwendet. Wie die Erfahrungen mit aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren gezeigt haben, nützt es dem Aktionär wenig, wenn ihm die Gerichte erst nach zehn oder mehr Jahren eine höhere Abfindung zusprechen. Die Verfahrensdauer von aktienrechtlichen Abfindungsprozessen von durchschnittlich fünf Jahren wird einhellig als erheblich zu lang empfunden. Als Grund für diese Verfahrensdauer wird vor allem die Notwendigkeit umfangreicher Bewertungsgutachten genannt. Zu Recht hat daher in den letzten Jahren eine verstärkte Diskussion darüber eingesetzt, wie der Ablauf derartiger Verfahren beschleunigt werden könnte.¹¹⁶ Eine solche Reform ist umso wichtiger, als die praktische Bedeutung des Spruchverfahrens nicht zuletzt durch das neue „Squeeze-out“ noch weiter zunehmen wird.

Es ist daher grundsätzlich zu begrüßen, daß das Bundesjustizministerium inzwischen entsprechende Vorschläge aus dem Schrifttum aufgegriffen und zu einem Referentenentwurf eines „Gesetzes zur Neuordnung des gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahrens“ fortentwickelt hat. Dieser sieht insbesondere folgende Änderungen vor: Das Spruchverfahren, das zur Zeit in mehreren Gesetzen (AktG, UmwG und FGG) geregelt ist, wird einheitlich in einem gesonderten Verfahrensgesetz geregelt. Die gesetzlich vorgeschriebenen Prüfer bei Umstrukturierungsmaßnahmen (Unternehmensvertrag, Eingliederung, Umwandlung) sollen künftig nicht mehr vom Unternehmen, sondern vom Gericht ausgewählt und bestellt werden. Auf diese Weise soll die Aussagekraft ihrer Gutachten gestärkt werden, so daß es im Spruchverfahren keiner durchgängigen Neubegutachtung bedarf. Statt dessen soll der Sachverständige im Spruchverfahren nur noch zur gezielten Begutachtung spezieller Einzelfragen herangezogen werden. Der Amtsermittlungsgrund-

¹¹⁶ Übersicht über den Meinungsstand bei *Stilz*, (Fn. 92), 895 ff; siehe auch den Reformvorschlag von *Lutter/Bezenberger*, AG 2000, 433 ff.

satz soll zurückgeführt und Verfahrensförderungspflichten eingeführt werden. Ferner wird eine mündliche Verhandlung verbindlich vorgeschrieben. Das Rechtsmittelverfahren soll auf eine Rechtsbeschwerde zum OLG eingeschränkt werden. Eine zweite Tatsacheninstanz – mit erneuten Bewertungsgutachten – entfällt dagegen.

Nicht übernommen hat der Gesetzgeber dagegen den Vorschlag, die Gebührensätze für die Sachverständigen in Spruchverfahren von den geltenden Höchstgrenzen – (Höchstgrenze 150 DM pro Stunde) – auszunehmen und Sanktionen für nicht rechtzeitig erstellte Gutachten vorzusehen.¹¹⁷ Dies erscheint wenig verständlich, denn vor allem der geltende Vergütungsrahmen könnte erklären, warum WP-Unternehmen für die Erstellung gerichtlich bestellter Bewertungsgutachten häufig eine längere Zeit benötigen als für besser bezahlte Privatgutachten.

Insgesamt betrachtet, dürfte die geplante Reform aber in die richtige Richtung gehen. Insbesondere die gerichtliche Bestellung des Umwandlungs-, Vertrags- und Eingliederungsprüfers und seine Einbindung in das spätere Spruchverfahren dürfte zu einer erheblichen Straffung beitragen. Denn auf diese Weise kann in vielen Fällen die Notwendigkeit einer „flächendeckenden“ Neubewertung im Spruchverfahren entfallen. Soweit das Gericht dort weitere Sachverständige einschaltet, wird es nur noch um die Klärung streitiger Einzelfragen gehen.

E. Ausblick

Die Unternehmensbewertung im Rechtssinne befindet sich in einer Umbruchphase. Nachdem sich die Rechtsprechung über Jahrzehnte auf das Ertragswertverfahren und seine weitere Ausdifferenzierung beschränkt hat, dürfte spätestens mit dem DAT/Altana-Beschluß das Monopol der Ertragswertmethode gebrochen sein. Dies wird nicht ohne Auswirkungen auf die Bewertungspraxis und die Berücksichtigung alternativer Bewertungsverfahren – z. B. der Berücksichtigung von Börsenkursen, DCF-Verfahren, Multiplikatoren etc. – bleiben. Die Gerichte sollten sich einem solchen Methodenpluralismus nicht widersetzen. Das Gesetz fordert von ihnen keine übertriebene Scheingenauigkeit, sondern eine sachverständige Schätzung des Unternehmenswertes. Nicht blindes Vertrauen auf eine bestimmte Methode ist also gefragt, sondern eine selbstbewußte und kritische Auseinandersetzung mit den Möglichkeiten und Grenzen alternativer Bewertungskonzepte. Für die Praxis ebenso wichtig ist eine Beschleunigung der aktienrechtlichen Abfindungsprozesse. Auch für das Spruchstellenverfahren gilt das Sprichwort „Zeit ist Geld“. Die Verfahrensökonomie darf deshalb nicht hinter der Suche nach dem vermeintlich „wahren“ Wert zurückstehen.

¹¹⁷ So Lutter/Bezzenger, (Fn. 116), 440.

Unternehmenskauf und Unternehmensbewertung aus rechtswissenschaftlicher Sicht

Von *Joachim Schulze-Osterloh*

A. Einleitung

Unternehmenskauf und Unternehmensbewertung stehen scheinbar in einem engen Zusammenhang, hängen doch der von dem Verkäufer eines Unternehmens geforderte Preis und der dem Käufer als angemessen erscheinende Preis von einer Unternehmensbewertung ab, die beide Beteiligten jeweils für sich oder im Zusammenwirken vornehmen. Dabei könnten dann die anerkannten Methoden einer Unternehmensbewertung eine entscheidende Rolle spielen. Dieses Bild ist aber nur theoretisch richtig. Es setzt nämlich voraus, daß die Preisfindung tatsächlich in dieser Weise stattfindet. Daran bestehen erhebliche Zweifel.

Eine Unternehmensbewertung nach der heute als maßgeblich anerkannten Ertragswertmethode¹, gegebenenfalls in ihrer Variante der Discounted-Cashflow-Methode², setzt die Kenntnis einer Fülle von Daten des Unternehmens und seines wirtschaftlichen Umfeldes voraus, die allenfalls dem Verkäufer zur Verfügung stehen, nicht aber dem Käufer. Nur der Verkäufer kann also seine Preisvorstellungen aus einer Unternehmensbewertung ableiten. Der Aufwand für ein dafür erforderliches Bewertungsgutachten ist aber beträchtlich, so daß kaum anzunehmen ist, daß der Verkäufer diesen leisten wird. Er wird vielmehr von einem Schätzwert ausgehen, der auf einfacheren Annahmen beruht³.

¹ Institut der Wirtschaftsprüfer, Standard „Grundsätze der Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1), Tz. 4 ff., WPg 2000, 825, 826; *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, S. 36 ff.; *Klein/Jonas* in: Berens/Brauner/Strauch (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Aufl. 2002, S. 173, 180 ff.; *Schulze-Osterloh*, ZGR 1986, 545, 550 ff. – Für die Unternehmensbewertung zur Ermittlung des Ausgabebetrages nach § 255 Abs. 2 AktG bei einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen BGH II ZR 142/76 v. 13. 3. 1978, NJW 1978, 1316, 1319, insoweit in BGHZ 71, 40 ff. nicht abgedruckt; für das Auseinandersetzungsguthaben nach § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB BGH II ZR 256/83 v. 24. 9. 1984, NJW 1985, 192, 193.

² *Großfeld* (Fn. 1), S. 46 ff.; *Klein/Jonas* in: Berens/Brauner/Strauch (Fn. 1), S. 173, 183 ff.

³ Das bestätigen die Beobachtungen von *Peemöller/Meyer-Pries*, DStR 1995, 1202, 1204, die über die verbreitete Anwendung der Substanzwertmethode und von Kombinationsmethoden berichten.

Dennoch wird im Schrifttum teilweise davon ausgegangen, daß bei Unternehmenskäufen Bewertungsgutachten als Argumentationshilfen eine Rolle spielen⁴. Das erscheint nicht völlig ausgeschlossen. Immerhin ist denkbar, daß Verkäufer oder Käufer ihre Position unter Vorlage von Bewertungsgutachten zu stützen suchen. Das kann auf der Seite des Käufers sinnvollerweise nur dann geschehen, wenn ihm der Verkäufer die erforderlichen Daten zur Verfügung gestellt hat. Dafür kann das Verfahren der sogenannten „Due Diligence“ geeignet sein⁵.

Wohl aber erlangt die Unternehmensbewertung beim Unternehmenskauf uneingeschränkte Bedeutung, wenn es darum geht, einen Schadensersatzanspruch des Käufers gegen den Verkäufer als Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert des Unternehmens und dem hypothetischen Wert zu ermitteln⁶.

Gegenstand dieses Vortrages wird es daher in erster Linie sein, die rechtlichen Regeln darzustellen, die für den Unternehmenskauf gelten. Dafür besteht gegenwärtig besonderer Anlaß, hat doch das Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts vom 26. November 2001⁷ mit Wirkung ab 1. Januar 2002 erhebliche Änderungen u. a. des allgemeinen Schuldrechts und des Kaufrechts gebracht. Der Bezug zur Unternehmensbewertung in einem allgemeinen Sinne wird dadurch hergestellt, daß sich die Ausführungen auf das Gewährleistungsrecht konzentrieren werden, sind es doch gerade auch fehlerhafte Wertvorstellungen einer Seite, die Anlaß geben, gewährleistungsrechtliche Rechtsbehelfe zu prüfen.

B. Arten der Unternehmenskäufe

Für die rechtliche Beurteilung der Unternehmenskäufe ist zu bedenken, daß es zwei Möglichkeiten gibt, ein Unternehmen auf einen Erwerber zu übertragen.

Zum einen können die dem Unternehmen gewidmeten Vermögensgegenstände auf den Erwerber übertragen werden („asset deal“)⁸. Ist das Unternehmen gesellschaftsrechtlich strukturiert, können zum anderen die Anteile an der das Unternehmen betreibenden Gesellschaft dem Erwerber verschafft werden („share deal“)⁹. Zu unterscheiden ist also zwischen dem Kaufvertrag über Unternehmen und dem über Unternehmensbeteiligungen.

⁴ *Widmann* in: Hölter (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 5. Aufl. 2002, Teil II Rn. 17; *Peemöller/Meyer-Pries*, DSStR 1995, 1202, 1203.

⁵ Zum Verhältnis zwischen Unternehmensbewertung und Due Diligence *Berens/Strauch*, in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 3, 17 ff.

⁶ *Kiethe*, DSStR 1995, 1756, 1758 ff.

⁷ BGBl. 2001 I, 3138.

⁸ *Berens/Mertes/Strauch* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 25, 27 ff.

⁹ *Berens/Mertes/Strauch* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 25, 30 ff.

Soweit es sich um die Übertragung der dem Unternehmen gewidmeten Vermögensgegenstände handelt, kann von einem Unternehmenskaufvertrag nur gesprochen werden, wenn der Vertrag den wesentlichen Teil dieser Gegenstände in einem Umfange umfaßt, daß der Erwerber mit den ihm überlassenen Gegenständen das Unternehmen fortführen kann. Sollen dagegen nur einzelne Gegenstände übertragen werden, die nur durch Hinzufügung weiterer Gegenstände eine Fortführung des Unternehmens gestatten, kann von einem Unternehmenskaufvertrag keine Rede sein.

Ein entsprechendes quantitatives Problem stellt sich in den Fällen, in denen Anteile an dem Unternehmen auf den Erwerber übertragen werden sollen. Hier nimmt die Rechtsprechung einen Unternehmenskauf an, wenn der Vertrag sämtliche Anteile zum Gegenstand hat¹⁰. Beim Erwerb einer geringeren Beteiligung wurde ein Unternehmenskauf nur bejaht, wenn die verbleibenden Anteile von ganz geringem Umfang sind¹¹. Später hat der BGH immerhin erwogen, ob nicht der Erwerb einer Beteiligung, welche die satzungsändernde Mehrheit verschafft, einem Unternehmenskauf gleichzustellen sei, diese Frage aber nicht entschieden¹². Demgegenüber war das Schrifttum zum alten Rechtszustand großzügiger. Der Kaufvertrag über die Mehrheit der Gesellschaftsanteile, der auf die Erlangung der Herrschaft über das Unternehmen gerichtet war, wurde als Unternehmenskaufvertrag angesehen¹³.

C. Der Kaufvertrag über Unternehmen im engeren Sinne

I. Überblick über das bis zum 31. Dezember 2001 geltende Recht

1. Anwendbarkeit von Sachmängelrecht

Im Bürgerlichen Gesetzbuch in der bis zum 31. Dezember 2001 geltenden Fassung wurde für die Gewährleistung nach Kaufrecht zwischen Sach- und Rechtsmängeln unterschieden. Ein Unternehmen kann zwar Gegenstand eines Kaufvertrages sein, doch ist es weder eine Sache noch ein Recht. Aus diesem Grunde sah sich die Rechtsprechung genötigt, das Sachmängelrecht auf den Unternehmenskauf entsprechend anzuwenden, sofern sich ein Mangel auf den Wert oder die Brauchbarkeit des Unternehmens im ganzen bezieht. So hat das Reichsgericht im Jahre

¹⁰ BGH VIII ZR 263/81 v. 24. 11. 1982, BGHZ 85, 367, 370; BGH VIII ZR 185/96 v. 25. 3. 1998, BGHZ 138, 195, 204.

¹¹ 0,2 bzw. 0,25% der Geschäftsanteile: BGH I ZR 103/68 v. 27. 2. 1970, WM 1970, 819, 821; Verkauf nahezu sämtlicher Geschäftsanteile: BGH VIII ZR 32/00 v. 4. 4. 2001, ZIP 2001, 918, 919.

¹² BGH VIII ZR 64/79 v. 2. 6. 1980, ZIP 1980, 549, 550.

¹³ Harm Peter Westermann, Münchener Kommentar zum BGB, Band 3, 3. Aufl. 1995, § 433 BGB Rn. 16. Unter dem Gesichtspunkt der Erkennbarkeit der Mängel Prölss, ZIP 1981, 337, 340 f., unter dem der Zustandsverantwortung Hommelhoff, ZGR 1982, 366, 375 ff.

1905 den Gewinn eines Unternehmens als eine Eigenschaft angesehen, die der Verkäufer i. S. d. § 459 Abs. 2 BGB a.F. dem Käufer zusichern kann¹⁴, und im Jahre 1907 hat es das Gericht im Falle der Veräußerung eines Pensionats in Hamburg für einen Fehler i. S. d. § 459 Abs. 1 BGB a.F. gehalten, wenn das Pensionat „in Wirklichkeit ein der Unzucht dienendes Absteigequartier“ war¹⁵. Als ein solcher Fehler wurde auch das Recht eines Dritten angesehen, den Betrieb des erworbenen Unternehmens aus patentrechtlichen Gründen zu untersagen¹⁶. Gleichermaßen hat der Bundesgerichtshof beim Kauf eines Gerüstbauunternehmens einen Fehlbestand an Gerüsten als Sachmangel beurteilt¹⁷.

Nach bisher geltendem Recht waren die wesentlichen Folgen der Anwendbarkeit von Sachmängelrecht außerhalb der Fallgruppe der zugesicherten Eigenschaften, daß der Verkäufer ohne Verschulden für die beschriebenen Sachmängel einzustehen hatte: Als Rechtsbehelfe kamen nach § 462 BGB a.F. Minderung des Kaufpreises oder Wandelung des Kaufvertrages in Betracht. Die Verjährungsfrist betrug dafür nach § 477 BGB a.F. nur sechs Monate. Schadensersatz konnte nach § 463 Satz 2 BGB a.F. nur bei Arglist verlangt werden.

Für wesentliche Bereiche hat die Rechtsprechung aber die Anwendbarkeit von Sachmängelrecht abgelehnt. So können zwar Umsatz und Ertrag, auch die Ertragsfähigkeit¹⁸ Gegenstand einer Zusicherung nach § 459 Abs. 2 BGB a.F. sein, doch ist das Verfehlen angegebener oder angenommener Beträge dieser Art kein Sachmangel i. S. d. § 459 Abs. 1 BGB a.F.¹⁹.

2. Anwendbarkeit der Regeln über das Verschulden bei Vertragsschluß

Soweit Sachmängelrecht nicht anwendbar ist, bejaht die Rechtsprechung eine Haftung des Verkäufers aus Verschulden bei Vertragsschluß, sofern dieser bei den Vertragsverhandlungen schuldhaft falsche Angaben gemacht²⁰ oder eine gebotene Angabe unterlassen hat²¹ und diese Umstände für den Kaufentschluß ursächlich waren. Die Rechtsfolge ist Ersatz des Vertrauensschadens. Dieser hängt von einer hypothetischen Beurteilung ab. Hätte der Käufer in Kenntnis der ihm verborgen

¹⁴ RG Rep. II 344/05 v. 13. 3. 1906, RGZ 63, 57, 59 ff. (Gewinn eines Unternehmens als zusicherbare Eigenschaft i. S. d. § 459 Abs. 2 BGB a.F.);

¹⁵ RG Rep. II 383/07 v. 15. 11. 1907, RGZ 67, 86, 88 ff.

¹⁶ RG Rep. II 199/08 v. 20. 11. 1908, RGZ 69, 429, 430 ff.

¹⁷ BGH I ZR 154/76 v. 14. 7. 1978, NJW 1979, 33.

¹⁸ BGH VIII ZR 8/94 v. 8. 2. 1995, NJW 1995, 1547.

¹⁹ Für Umsatz BGH I ZR 93/67 v. 12. 11. 1969, NJW 1970, 653, 655; für Reinertrag BGH I ZR 132/75 v. 18. 3. 1977, NJW 1977, 1538, 1539; für Umsatz und Erträge BGH VIII ZR 192/94 v. 6. 12. 1995, NJW-RR 1996, 429.

²⁰ BGH I ZR 132/75 v. 18. 3. 1977, NJW 1977, 1538, 1539.

²¹ BGH I ZR 93/67 v. 12. 11. 1969, NJW 1970, 653, 655; BGH VIII ZR 192/94 v. 6. 12. 1995, NJW-RR 1996, 429.

gebliebenen Umstände den Kaufvertrag nicht geschlossen, wird der Vertrag rückgängig gemacht; hätte er einen niedrigeren Preis durchgesetzt, wird der Kaufpreis entsprechend gemindert²². Die Verjährungsfrist für diesen Anspruch auf Ersatz des negativen Interesses betrug nach § 195 BGB a.F. 30 Jahre.

II. Das Recht des Unternehmenskaufs nach dem Schuldrechtsmodernisierungsgesetz

1. Regelung mit Bezug auf den Unternehmenskauf

Das BGB i.d.F. des Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes enthält – abweichend vom bisher geltenden Recht – einen Hinweis auf die Anwendbarkeit des Sachmängelrechts auf den Unternehmenskauf. In § 453 Abs. 1 BGB n.F. ist bestimmt, daß die Vorschriften über den Kauf von Sachen auf den Kauf von Rechten und sonstigen Gegenständen entsprechende Anwendung finden. Die Erwähnung der sonstigen Gegenstände hat im Schrifttum zu der Feststellung geführt, daß damit der Unternehmenskauf weitgehend dem Sachmängelrecht unterstellt sei²³. Diese Auffassung kann sich auf die Begründung des Regierungsentwurfs zu § 453 Abs. 1 BGB i.d.F. des Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes stützen, die davon ausgeht, daß in Zukunft ein weitergehender Anwendungsbereich des Sachmängelrechts auf Unternehmensverkäufe anzunehmen sei²⁴.

2. Die Beschaffenheit des Kaufgegenstandes

Erforderlich dafür ist allerdings, daß die Mängel eines Unternehmens die Merkmale erfüllen, die nunmehr § 434 BGB n.F. für das Vorliegen eines Sachmangels vorschreibt. Das Gesetz geht nicht mehr negativ von einem Fehler des Kaufgegenstandes aus, sondern neutral von seiner Beschaffenheit²⁵. Die Mangelhaftigkeit ergibt sich aus einer Abweichung der tatsächlichen Beschaffenheit von der geschuldeten Beschaffenheit. Es muß sich danach um eine „Beschaffenheit“ der Sache, also um eine Beschaffenheit des Unternehmens handeln. Dieses Tatbestandsmerkmal wird nicht definiert. Der Gesetzgeber hat ausdrücklich²⁶ die Frage nicht entschieden, ob die Beschaffenheit nur solche Merkmale erfaßt, die der Sache unmit-

²² BGH I ZR 132/75 v. 18. 3. 1977, NJW 1977, 1538, 1539.

²³ *Gronstedt/Jörgens*, ZIP 2002, 52, 53; *Wolf/Kaiser*, DB 2002, 411; wohl auch *Dauner/Lieb/Thiessen*, ZIP 2002, 108, 110. Sinngemäß ebenso, aber nur bezogen auf den Verkauf von Unternehmensbeteiligungen *Triebel/Hölzle*, BB 2002, 521, 523.

²⁴ BT-Drucks. 14/6857, S. 5 i.V.m. BT-Drucks. 14/6040, S. 242, abgedruckt bei *Canaris*, Schuldrechtsreform 2002, 2002, S. 865 f.

²⁵ *Harm Peter Westermann*, NJW 2002, 241, 243.

²⁶ BT-Drucks. 14/6857, S. 5 i.V.m. BT-Drucks. 14/6040, S. 213, abgedruckt bei *Canaris* (Fn. 24), S. 812.

telbar anhaften, oder auch solche, die außerhalb ihrer selbst liegen²⁷. Offen ist daher, ob die Abgrenzung, welche die Rechtsprechung im Falle des Unternehmenskaufs zwischen Sachmängelhaftung und Haftung aus Verschulden bei Vertragsschluß getroffen hat, beizubehalten ist²⁸. Abgesehen von der für Entscheidungen notwendigen Begrifflichkeit lag ihr auch der Gedanke zugrunde, daß das Sachmängelrecht bisher Regelungen bereithielt, die nicht als angemessen empfunden wurden. Die kurze Verjährungsfrist und die Wandelung als Rückgängigmachung des Kaufvertrages brachten speziell für den Unternehmenskauf erhebliche Schwierigkeiten mit sich, so daß es sich empfahl, auf das insoweit flexiblere Institut des Verschuldens bei Vertragsschluß zurückzugreifen, das insbesondere Ansprüche auf Schadensersatz gewährte²⁹. Diese Gründe sind jetzt weitgehend entfallen. Die Verjährungsfrist ist durch § 438 Abs. 1 Nr. 3 BGB n.F. auf zwei Jahre erhöht worden; sie kann – abweichend von § 225 Satz 1 BGB a.F. – vertraglich verlängert werden, wie sich aus § 202 Abs. 2 BGB n.F. ergibt. Die Rechtsfolgen der Lieferung einer mangelhaften Sache sind jetzt durch § 437 Nr. 3 BGB n.F. auf den Anspruch auf Schadensersatz erweitert worden. Zugleich ist die im Falle eines Unternehmenskaufs häufig kaum realisierbare Wandelung des Kaufvertrages nach § 462 BGB a.F. mit § 437 Nr. 2 BGB n.F. durch den Rücktritt ersetzt worden. Für diesen ist in § 346 Abs. 2 Nr. 2 BGB n.F. u. a. bestimmt, daß an die Stelle der Rückgewähr der Kaufsache der Wertersatz tritt, wenn der Käufer den empfangenen Gegenstand, also das Unternehmen, umgestaltet hat. Es besteht somit nicht mehr die Gefahr, daß der Verkäufer – wie im Falle der Wandelung möglich – ein wesentlich verändertes Unternehmen zurückerhält.

Hieraus wird im Schrifttum überwiegend geschlossen, daß nunmehr das Tatbestandsmerkmal der Beschaffenheit einer Sache im Falle des Unternehmenskaufs weiter als bisher auszulegen sei, insbesondere sei es auch auf Komponenten der Wertfindung für ein Unternehmen zu erstrecken³⁰. Für diesen Ansatz könnte auch sprechen, daß § 434 Abs. 1 BGB n.F. in Satz 1 in erster Linie auf die vereinbarte Beschaffenheit abstellt³¹. Daraus könnte man schließen, daß es die darin verankerte Privatautonomie den Parteien nicht nur überläßt, einzelne Beschaffenselemente als geschuldet zu vereinbaren, sondern auch zu bestimmen, was im einzelnen zur Beschaffenheit des Kaufgegenstandes gehört³², eine Auffassung, die auch schon zum bisher geltenden Recht vertreten wurde³³.

²⁷ *Putzo* in: Palandt, Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts, 2002, § 434 BGB Rn. 9.

²⁸ Dafür *Ulrich Huber*, AcP 202 (2002), 179, 224.

²⁹ So ausdrücklich BGH I ZR 132/75 v. 18. 3. 1977, NJW 1977, 1538, 1539.

³⁰ *Gaul*, ZHR 166 (2002), 35, 40 ff.; *Triebel/Hölzle*, BB 2002, 521, 525; *Wolf/Kaiser*, DB 2002, 411, 413 f.; ähnlich *Gronstedt/Jörgens*, ZIP 2002, 52, 54 f. – A.M. *Ulrich Huber*, AcP 202 (2002), 179, 224 ff.; *Jaques*, BB 2002, 417, 418.

³¹ *Boerner*, ZIP 2001, 2264, 2266; *Knott*, NZG 2002, 249, 251; *Harm Peter Westermann*, NJW 2002, 241, 243.

³² *Seibt/Reiche*, DStR 2002, 1135, 1137 f.; *Triebel/Hölzle*, BB 2002, 521, 524 f.; *Wolf/Kaiser*, DB 2002, 411, 412.

Für eine Neubesinnung auf die kaufrechtlichen Grundlagen des Unternehmenskaufs spricht, daß der bisher weitgehend bevorzugte Rückgriff auf die Grundsätze des Verschuldens bei Vertragsschluß nur eine Notlösung angesichts des Umstandes sein konnte, daß es sich in den gängigen Fällen gestörten Unternehmenskaufes um Schlechterfüllung handelt, die sich im Zeitpunkt des Gefahrübergangs realisiert, und nicht um die Verletzung einer vorvertraglichen Schutzpflicht³⁴. Nachdem nun mit § 433 Abs. 1 Satz 2 BGB n.F. die Vertragspflicht des Verkäufers auf die Verschaffung des Kaufgegenstandes „frei von Sach- und Rechtsmängeln“ erstreckt worden ist, erscheint es systemgerecht, mangelhafte Vertragserfüllung allein auf der Grundlage des Kaufrechts zu sanktionieren, das jetzt angemessen erscheinende Rechtsfolgen bereithält.

Daraus ergibt sich dann allerdings die Notwendigkeit, das Tatbestandsmerkmal der Beschaffenheit des Kaufgegenstandes in § 434 BGB n.F. umfassender zu bestimmen, als das bisher für das ihm entsprechende des Fehlers in § 459 Abs. 1 BGB a.F. geschehen ist. Es kann nicht mehr darauf ankommen, ob es sich um „eine dem Unternehmen ohne weiteres anhaftende Eigenschaft“³⁵ handelt, und es muß auch nicht mehr die „dauernde Ertragsfähigkeit des Unternehmens“³⁶ ermittelt werden. Die Beschaffenheit kann vielmehr auch in einzelnen Elementen des Unternehmens gesehen werden, und zwar in solchen, aus denen üblicherweise auf seinen Wert geschlossen wird. Voraussetzung ist aber, daß sich auf sie die Beschaffenheitsvereinbarung nach § 434 Abs. 1 Satz 1 BGB n.F. erstreckt³⁷. Erweiternd kann es sich nach § 434 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 BGB n.F. auch um solche Merkmale handeln, die für eine nach dem Vertrag vorausgesetzte Verwendung des Unternehmens erforderlich sind³⁸. Eine Grenze besteht aber insoweit, als aus der weiteren Vorschrift des § 434 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 BGB n.F. kein Element der Beschaffenheit abgeleitet werden kann. Dafür wäre nämlich Voraussetzung, daß eine „gewöhnliche Verwendung“ für den Kaufgegenstand „Unternehmen“ festgestellt werden könnte. Hieran fehlt es jedoch wegen der den Unternehmen eigenen Individualität³⁹.

Die im Zentrum der Beschaffenheitsbestimmung stehende Vereinbarung kommt in erster Linie dadurch zustande, daß der Verkäufer gegenüber dem Käufer entsprechende Angaben macht. Wenn sie für die Unternehmensbewertung zum Zwecke der Kaufpreisfestsetzung relevant sind, gehören sie zu der Beschaffenheit des Kaufgegenstandes, für die der Verkäufer nach § 437 BGB n.F. einzustehen hat. Es

³³ Harm Peter Westermann (Fn. 13), § 459 BGB Rn. 18.

³⁴ So schon zum bisherigen Recht Lieb, Münchener Kommentar zum HGB, Band 1, 1996, Anh. § 25 HGB Rn. 60; ihm folgend Gaul, ZHR 166 (2002), 35, 42 f.

³⁵ BGH I ZR 93/67 v. 12. 11. 1969, NJW 1970, 653, 655.

³⁶ BGH I ZR 132/75 v. 18. 3. 1977, NJW 1977, 1538, 1539.

³⁷ Gaul, ZHR 166 (2002), 35, 48; ähnlich Knott, NZG 2002, 249, 251.

³⁸ Gaul, ZHR 166 (2002), 35, 47 f.

³⁹ Gaul, ZHR 166 (2002), 35, 48. – A.M. wohl Knott, NZG 2002, 249, 251.

kann sich also um Angaben über den in der Vergangenheit erzielten Umsatz, um den Ertrag, um einzelne Angaben zu Aktiv- und Passivposten, um die Vorlage von Jahresabschlüssen, um Marktanalysen und dergleichen handeln⁴⁰. Nicht zu den Beschaffenheitsangaben zählen aber Prognosen des Verkäufers über die künftige Entwicklung. Zukunftserwartungen sind nicht Teil der Beschaffenheit des Kaufgegenstandes; nur die Elemente, auf denen sie beruhen, gehören dazu⁴¹. Ebensowenig führen Angaben des Verkäufers über den Wert des Unternehmens, in denen sich die Zukunftserwartungen niederschlagen, zu einer kaufrechtlichen Haftung. Zur Beschaffenheit gehören zwar die wertbestimmenden Umstände, nicht aber der Wert selbst⁴². Anderenfalls würde das unternehmerische Risiko beim Verkäufer verbleiben⁴³.

3. Ausschuß der kaufrechtlichen Haftung nach § 442 BGB n.F.

Der kaufrechtliche Ansatz hinsichtlich der Gewährleistung im Falle eines Unternehmenskaufs führt zur Anwendbarkeit des § 442 BGB n.F. Nach Abs. 1 Satz 1 dieser Vorschrift ist die kaufrechtliche Haftung ausgeschlossen, wenn der Käufer den Mangel beim Vertragsschluß kennt. Dieser Fall dürfte in der Praxis von geringerer Bedeutung sein. Darüber hinaus sind die Rechte des Käufers nach § 442 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F. eingeschränkt, wenn ihm ein Mangel infolge grober Fahrlässigkeit unbekannt geblieben ist. In diesem Fall besteht die kaufrechtliche Gewährleistung nur, wenn der Verkäufer den Mangel arglistig verschwiegen oder eine Garantie für die Beschaffenheit des Kaufgegenstandes übernommen hat.

Insofern besteht das Problem, ob grobe Fahrlässigkeit des Käufers anzunehmen ist, wenn er hinsichtlich unternehmensrelevanter Umstände keine Ermittlungen, zumindest durch Fragen an den Verkäufer, angestellt hat. Solche Untersuchungen werden im modernen Schrifttum unter dem US-amerikanischen Begriff⁴⁴ der „due diligence“⁴⁵, genauer der „due diligence review“⁴⁶, erörtert⁴⁷. Dabei handelt es sich um Ermittlungen, die der Käufer oder von ihm beauftragte Personen mit Zu-

⁴⁰ Weitere Elemente bei *Gaul*, ZHR 166 (2002), 35, 50. Ferner *Triebel/Hölzle*, BB 2002, 521, 525.

⁴¹ So wohl auch *Gaul*, ZHR 166 (2002), 35, 46 ff.

⁴² Allgemein: *Esser/Weyers*, Schuldrecht, Band II, Teil 1, 8. Aufl. 1998, § 5 II, S. 35; *Larenz*, Lehrbuch des Schuldrechts, Band II, 1. Halbband, 13. Aufl. 1986, § 41 I, S. 39 f.

⁴³ *Berens/Schmitting/Strauch* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 77, 104.

⁴⁴ Zur Herkunft aus dem US-amerikanischen Recht *Berens/Strauch* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 3, 6 ff.

⁴⁵ *Semler* in: *Hölters* (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 5. Aufl. 2002, Teil VI Rn. 31 ff.

⁴⁶ So *Gaul*, ZHR 166 (2002), 35, 64.

⁴⁷ Zur Verbreitung der due diligence bei Unternehmensakquisitionen in Deutschland *Berens/Strauch*, WPg 2002, 511 ff.

stimmung des Verkäufers in dessen Unternehmen anstellen⁴⁸. Grob fahrlässig wäre ein Unterlassen dieser „due diligence“ durch den Käufer, wenn sich insoweit eine Verkehrssitte herausgebildet hätte⁴⁹. Teilweise wird angenommen, daß bei professionellen Unternehmenskaufverträgen eine entsprechende Verkehrssitte bestehe⁵⁰, zum Teil wird eine solche verneint⁵¹.

Generell läßt sich diese Frage sicherlich nicht beantworten. Grundsätzlich trifft den Käufer nach deutschem Recht keine Untersuchungspflicht⁵². Es müssen also schon besondere Umstände vorliegen, die das Unterlassen einer Untersuchung des Kaufgegenstandes als grob fahrlässig erscheinen lassen. Dabei ist auch zu berücksichtigen, daß die Untersuchung des Unternehmens durch den Käufer für den Verkäufer mit erheblichen Eingriffen und Gefahren für den Schutz der Betriebsgeheimnisse verbunden ist⁵³, so daß von einer allgemeinen Übung in diesem Bereich nicht ausgegangen werden kann⁵⁴. Vielmehr werden die Informationsinteressen des Käufers und die Geheimhaltungsinteressen des Verkäufers gegebenenfalls dadurch ausgeglichen, daß für den Fall des Abschlusses des Kaufvertrages angemessene Garantien des Verkäufers vereinbart werden.

Von grober Fahrlässigkeit des Käufers kann also nur dann die Rede sein, wenn sich besondere Verdachtsmomente hinsichtlich negativer Beschaffenheitselemente des Kaufgegenstandes aufdrängen mußten⁵⁵.

Da den Käufer keine Untersuchungspflicht trifft, kann auch eine unzureichend durchgeführte „due diligence“ nicht zur Annahme grober Fahrlässigkeit führen⁵⁶. Eine Ausnahme wird allenfalls zu machen sein, wenn hierbei eklatante Fehler geschehen sind⁵⁷.

⁴⁸ *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841 ff.; *Merkt*, BB 1995, 1041 ff.

⁴⁹ Allgemein zur Bedeutung der Verkehrssitte für die Prüfungspflicht des Käufers *Palandt/Putzo*, BGB, 61. Aufl. 2002, § 460 BGB Rn. 12; *Harm Peter Westermann* (Fn. 13), § 460 BGB Rn. 9.

⁵⁰ *Semler* (Fn. 45), Rn. 43; mit dieser Tendenz *Berens/Schmitting/Strauch* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 77, 113; *Triebel/Hölzle*, BB 2002, 521, 526; offen gelassen von *Merkt*, BB 1995, 1041, 1046 ff.

⁵¹ *Eggenberger*, Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen und Folgen einer due-diligence Prüfung, 2001, S. 249 ff.; *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841, 845 ff.; *Loges*, DB 1997, 965, 968; *Picot* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 241, 259 f.; im Ergebnis ebenso *Gaul*, ZHR 166 (2002), 35, 64.

⁵² *Harm Peter Westermann* (Fn. 13), § 460 BGB Rn. 7; *Ulrich Huber*, AcP 202 (2002), 179, 200.

⁵³ *Berens/Schmitting/Strauch* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 77, 110.

⁵⁴ *Picot* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 241, 259 f.

⁵⁵ *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841, 845.

⁵⁶ *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841, 848; *Gaul*, ZHR 166 (2002), 35, 64. – A.M. *Triebel/Hölzle*, BB 2002, 521, 526; wohl auch *Seibt/Reiche*, DStR 2002, 1135, 1141.

⁵⁷ *Gaul*, ZHR 166 (2002), 35, 64; noch weiter einschränkend *Picot* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 241, 258; ebenfalls einschränkend, aber mit undeutlich formulierter Ausnahme *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841, 848 f.

4. Haftung des Verkäufers aus einer Garantie nach § 444 BGB n.F.

Besondere Aufregung hat im Hinblick auf den Unternehmenskauf die Vorschrift des § 444 BGB n.F. ausgelöst. Nach ihr kann sich der Verkäufer auf eine Vereinbarung, durch welche die Rechte des Käufers wegen eines Mangels ausgeschlossen oder beschränkt werden, nicht berufen, wenn er eine Garantie für die Beschaffenheit der Sache übernommen hat.

Garantien sind in Unternehmenskaufverträgen häufig. Der Verkäufer gibt für das Vorhandensein bestimmter Umstände eine Garantie, und die Parteien vereinbaren, welche Rechtsfolgen sich im Garantiefall ergeben sollen. Dabei werden diese Rechtsfolgen genau beschrieben, insbesondere der Höhe oder der Dauer nach beschränkt, um das Risiko für den Verkäufer überschaubar zu gestalten. Gehören zur Beschaffenheit eines Unternehmens die einzelnen bewertungserheblichen Elemente, fallen insoweit abgegebene Garantieerklärungen des Verkäufers unter § 444 BGB n.F.

In diesem Zusammenhang ist dieser Vorschrift zunächst die Aussage entnommen worden, daß sich der Verkäufer im Falle einer Garantie auf die geschilderten Haftungsbeschränkungen nicht berufen könne⁵⁸. Inzwischen hat sich aber weitgehend die richtige Erkenntnis durchgesetzt, daß die Haftung des Verkäufers im Falle einer Beschaffenheitsgarantie von dem Inhalt der Garantie abhängt⁵⁹. Es ist also auch unter dem neuen Recht möglich, daß der Verkäufer einerseits ein bestimmtes Beschaffenheitsmerkmal „garantiert“, zugleich aber die für den Garantiefall eintretenden Rechtsfolgen beschränkt.

D. Der Unternehmenskauf durch Anteilserwerb

Der Kauf von gesellschaftsrechtlichen Anteilen an einem Unternehmen – sei es an einer Personengesellschaft, sei es an einer Kapitalgesellschaft – ist Rechtskauf. Dies führte nach bisher geltendem Recht grundsätzlich dazu, daß der Verkäufer gemäß § 437 BGB a.F. nur für den Bestand des Rechts einzustehen hatte, nicht aber für Mängel, die sich aus dem Zustand des von der Gesellschaft betriebenen Unternehmens ergaben. Nur ausnahmsweise hat die Rechtsprechung den Erwerb von Anteilen dem Unternehmenskauf und damit dem Sachkauf gleichgestellt⁶⁰.

⁵⁸ *Graf von Westphalen*, ZIP 2001, 2107, allgemeiner *ders.*, BB 2002, 209, 210. Nachweise aus der Tagespresse bei *Seibt/Raschke/Reiche*, NZG 2002, 256, 257 Fn. 7.

⁵⁹ *Dauner-Lieb/Thiessen*, ZIP 2002, 108, 110 ff.; v. *Gierke/Paschen*, GmbHR 2002, 457, 459 ff.; *Gronstedt/Jörgens*, ZIP 2002, 52, 56 ff.; *Knott*, NZG 2002, 249, 255; *Picot* in: *Berens/Brauner/Strauch* (Fn. 1), S. 241, 254 f.; *Seibt/Raschke/Reiche*, NZG 2002, 256, 259; *Seibt/Reiche*, DStR 2002, 1181 f.; wohl auch *Jaques*, BB 2002, 417, 418. Noch weiter geht *Ulrich Huber*, AcP 202 (2002), 179, 238 f., der im Falle einer inhaltlich eingeschränkten Garantie § 444 BGB n.F. überhaupt nicht für anwendbar hält.

⁶⁰ Oben B.

Nunmehr erklärt § 453 Abs. 1 BGB n.F. für den Fall des Kaufs eines Rechtes die Vorschriften über den Sachkauf für entsprechend anwendbar. Damit ist die Gewährleistung des Verkäufers nicht mehr auf den Bestand des Rechtes beschränkt. Vielmehr sind die Regeln über Sachmängel analog anwendbar. Das bedeutet, daß die für den Unternehmenskauf geltenden Gewährleistungsgrundsätze auch im Falle des Anteilskaufs gelten, sofern der Anteilskauf auf den Erwerb des Unternehmens abzielt⁶¹. Soll der Kauf dagegen nur eine kapitalmäßige Beteiligung vermitteln, fehlt es an einer auf das Unternehmen bezogenen Beschaffenheitsvereinbarung nach § 434 Abs. 1 Satz 1 BGB n.F. oder an einer nach dem Vertrag vorausgesetzten unternehmerischen Verwendung, auf die § 434 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 BGB n.F. verweist.

Die hiernach erforderliche Abgrenzung zwischen einem schlichten Anteilskauf und einem dadurch vermittelten Unternehmenskauf richtet sich in erster Linie nach den Vereinbarungen der Parteien, die sich im Sinne einer nach dem Vertrag vorausgesetzten Verwendung gemäß § 434 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 BGB a.F. auch aus den Umständen ergeben können. Der bisher maßgebende starre Maßstab der Beteiligungshöhe ist damit entfallen⁶². Er hat jedoch nicht völlig seine Bedeutung verloren⁶³. Die Höhe der zu erwerbenden Beteiligung gibt ein Indiz, ob die Anteile die Herrschaft über ein Unternehmen verschaffen sollen. So dürften dem Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung eher unternehmerische Intentionen und weniger Absichten der Kapitalanlage zugrunde liegen⁶⁴. Demgegenüber wird der Erwerb einer Minderheitsbeteiligung nicht als Unternehmenserwerb zu qualifizieren sein⁶⁵. Ausnahmen sind aber denkbar, wenn die Beteiligung den Umfang einer Sperrminorität hat⁶⁶ oder wenn wegen des Streubesitzes im übrigen auch eine Minderheitsbeteiligung Leitungsfunktionen vermitteln kann⁶⁷. Unabhängig davon steht es den Parteien frei, die Beschaffenheitsvereinbarung gemäß § 434 Abs. 1 Satz 1 BGB n.F. beim Anteilskauf auf Umstände zu erstrecken, die dem Unternehmen zuzuordnen sind⁶⁸.

Wie auch beim Unternehmenskauf im engeren Sinne kann diese Vereinbarung nur die den Wert des Anteils bestimmenden Umstände erfassen, nicht aber den Wert des Anteils selbst⁶⁹.

⁶¹ *Gronstedt/Jörgens*, ZIP 2002, 52, 55; *Seibt/Reiche*, DStR 2002, 1135, 1136; *Triebel/Hölzle*, BB 2002, 521, 523 f. Ähnlich *Knott*, NZG 2002, 249, 250. Auf dieses subjektive Element stellte auch der BGH zum alten Rechtszustand seine Beurteilung des Anteilserwerbs ab: BGH I ZR 103/68 v. 27. 2. 1970, WM 1970, 819, 821.

⁶² *Gaul*, ZHR 166 (2002), 35, 39; *Wolf/Kaiser*, DB 2002, 411, 417. – A.M. *Ulrich Huber*, AcP 202 (2002), 179, 231; *Jaques*, BB 2002, 417.

⁶³ A.M. wohl *Gaul*, ZHR 166 (2002), 35, 39.

⁶⁴ *Triebel/Hölzle*, BB 2002, 521, 523.

⁶⁵ Grundsätzlich ablehnend *Triebel/Hölzle*, BB 2002, 521, 524.

⁶⁶ *Putzo* (Fn. 27), § 453 BGB Rn. 23.

⁶⁷ Sehr weitgehend *Wolf/Kaiser*, DB 2002, 411, 417.

⁶⁸ *Seibt/Reiche*, DStR 2002, 1135, 1138.

E. Zusammenfassung

Das Schuldrechtsmodernisierungsgesetz hat erhebliche Vereinfachungen für das Gewährleistungsrecht im Falle eines Unternehmenskaufs gebracht. Es ermöglicht eine umfassende Anwendung von Sachmängelrecht. Die kaufrechtliche Gewährleistung läßt sich im Rahmen der Bestimmung der Beschaffenheit des Kaufgegenstandes auf die Elemente erstrecken, die Grundlage einer Unternehmensbewertung sind. Auf diese Weise wird aber das Ergebnis einer Unternehmensbewertung, der Wert des Unternehmens, nicht zur kaufrechtlich geschuldeten Beschaffenheit.

Im Falle des Kaufs von Anteilen an Unternehmen ist das Recht des Unternehmenskaufs anwendbar, soweit das Geschäft nach den Vereinbarungen der Parteien dem Erwerber unternehmerische Befugnisse verschaffen soll. Auf eine bestimmte Höhe der Beteiligung kommt es dafür nicht an.

⁶⁹ Keine Haftung wegen des Verkehrswerts des Anteils: *Putzo* (Fn. 27), § 453 BGB Rn. 23.

Stichwortverzeichnis

- Abfindung 13, 14, 16
Abfindung außenstehender Aktionäre 81, 89–93, 95
Akquisitionsprozeß 134, 146
Akquisitionsvorhaben, Erfolg von 76
Anrechnungsverfahren 32, 34, 36, 43, 48, 49, 51
Anteilserwerb 184
APV-Ansatz 39
Arbitrage 54
Argumentationswert 77, 79, 88
Asset deal 176
Aufklärungspflicht 141
Auslandsrisiko 111
Ausschüttungsquote 28
- Basiszins** 27
Beherrschungsvertrag 16
Beschaffenheit des Unternehmens 179
Beschaffenheitsgarantie 184
Beschaffenheitsvereinbarung 184
Besteuerung 13, 14
Beteiligung 176
Bewertung, risikoneutrale 60–66, 69
Bewertungsanlässe 101
Bewertungsgutachten 176
Bewertungsstichtag 102
Bewertungsvorgaben 107
Bezugsrahmen für die Unternehmensbewertung 76–83
Binomialmodell 54
Binomialmodelle, rekombinierende 63, 71
Börsengang 13–16
Börsenkapitalisierung 13, 17, 19, 22, 23, 28
Börsenkurs 83–93, 166
– als Schätzungsgrundlage 169
Börsenwert 79, 80, 83, 86–89, 93–95, 108
- CAPM** 54, 60, 64, 72
comparable company approach 17
- Cost of Capital 53–58
Credibility Gap 113
Culpa in contrahendo *siehe* Verschulden bei Vertragsschluß
CyberLex 104
- DAT / Altana-Beschluß des BVerfG** 167
DCF 13, 14, 59, 65
DCF-Verfahren 78, 82, 87, 89, 93, 103, 107
Depotstimmrecht 116
Discount factors 54
Discounted Cash Flow *siehe* DCF
Discounted Cash Flow Verfahren *siehe* DCF-Verfahren
Due Diligence 109, 176, 182
– Ablauf 137
– gesetzliche Gewährleistung 139
Durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) 40
Durchschnitts- oder Stichtagskurse 168
- EBIT** 17, 22
EBITDA 22
EBT 22
Eigene Anteile 125
Eigenschaft, zugesicherte 178
Einbringungsgeborene Anteile 126
Eingliederung 16
Einkommensteuereffekt 43, 45–47, 49–51
Einzelbewertungsverfahren 77, 78
Erbschaft 13, 16
Ertragswert 13, 14, 16, 26–28, 156
Ertragswertmethode 156, 175
Ertragswertprognose und „vorhandenes Unternehmenkonzept“ 157
Ertragswertverfahren 78, 82, 87, 89, 93
Europäische Aktiengesellschaft 103
Europäische Bewertung 103
Expected return 55, 56

- Fair value measurement** 107
- Fehler** 178, 179
- Finanzunternehmen** 122
- fine-tuning** 26, 28
- first mover advantage** 26
- Formwechsel** 127

- Garantie** 184
 - Beschaffenheitsgarantie 145
 - Beschränkungen 148, 149
 - Schuldrechtsreform 143, 145, 147
 - Umfang 145
- Gesamtbewertungsverfahren** 78–82, 85, 87, 88, 90, 92, 93
- Gesellschaftsstatut** 102
- Gesetzliche Gewährleistung** 142
- Gewinnabführungsvertrag** 16
- Globales Rating** 112
- Globales Unternehmen** 101
- Goodwill** 22
- Grenzpreis** 14

- Halbeinkünfteverfahren** 119

- Impairment Test** 106
- Internal rate of return** 56, 57
- Internationale Bewertung** 102

- Kapitalisierungsziins, Geldentwertungsabschlag** 162
- Kapitalisierungszinssatz** 105
- Kapitalkosten, durchschnittliche (WACC)** 53, 55, 56
- Konzernbewertung** 110

- Länderrisiko** 111
- leapfrogging** 26
- Letter of intent** 133
- Liquidationswert als Wertuntergrenze** 165

- Marktpreise** 13–16, 19, 84, 85
- Mehrheitsvermittelnde Anteile** 126
- Methodenwechsel** 115
- Modigliani-Miller-Theorem** 53–58
- Multiplikatoren** 13, 17–19, 21–28, 79, 84, 85, 87–89

- NACE-Code** 18
- NAICS-Code** 18
- Nationale Bewertung** 102
- Nicht betriebsnotwendiges Vermögen** 163

- Paketzuschläge** 20, 28
- peer group** 17, 18
- Poesie** 101
- Preisfindungsverfahren** 77, 79, 81–83
- Prognoseproblem** 25
- Proxy System** 116

- Rating** 114
- Rating Agenturen** 114
- recent acquisitions approach** 17
- recent transactions approach** 17
- Reform des Spruchstellenverfahrens** 172
- Rentenmodell** 26
- Reorganisationsverfahren** 104
- Risikoanpassungsfaktor** 64
- Risikonutzenfunktion** 27
- Risikozuschlag** 27, 115
- Risikozuschlagsmethode** 59–61, 64
- Rückstellungen**
 - mit Verpflichtungscharakter 31, 39
 - und Ausschüttungsmehrung 34, 35, 37
 - und Ausschüttungsminderung 34, 35, 37
 - und Finanzanlagen 31, 32, 34, 50
 - und Kapitalkosten 38–40
 - und verzinliches Fremdkapital 34, 35, 37, 42, 50

- Sachmangel** 179
- Sachmängelrecht** 177
- Schuldrechtsmodernisierungsgesetz** 176, 179
- Securities and Exchange Commission** 109
- Share deal** 176
- Shareowner value** 104
- SIC-Code** 18
- Sicherheitsäquivalent** 61–65, 70
- similar public company-method** 83, 85, 86, 88, 89
- Sitztheorie** 102
- Societas Europaea** 103
- Sovereign Ceiling** 112
- Spaltung** 129
- squeeze out** 92

- Steuerfreiheit
 - von Anteilsverkäufen 124
 - von Dividenden 121
- Steuerneutralität 104
- Stichtagsprinzip 160
- Synergien 20

- Top Down Approach 112
- Tote Hand 110
- Typisierung 16

- Unlevered Firm 53, 55–57
- Unternehmensbewertung 175
 - als Rechtsproblem 151
 - Theorie der 94
- Unternehmensevaluation 75, 81, 82, 92–96
- Unternehmenskauf 133, 134, 137, 140, 142, 144, 147, 150
 - Arten des 176
- Unternehmenskaufvertrag 139, 142, 147
- Unternehmenspreis 77
- Unternehmensprüfung 137

- Unternehmensteuereffekt 43, 45–47, 50, 51
- Unternehmenswert 76, 77, 79, 80, 83, 85, 90, 92, 95
- Untersuchungspflicht 183

- Vereinfachungen 111
- Verschmelzung 13, 15
- Verschulden bei Vertragsschluß 178
- Vertrauensschaden 178
- Vertraulichkeitsabsprachen 136, 137

- Wachstumsrate 27, 28
 - risikoadjustierte 63, 64, 66–68, 70
- Wert
 - des Unternehmens 182
 - objektivierter 158
 - wahrer 153
- Wertbestimmende Umstände 182
- Wirtschaftsprüfer 116

- Zinsaufwendungen 122
- Zugesicherte Eigenschaft 178

Autoren- und Herausgeberverzeichnis

Ballwieser, Wolfgang; Professor Dr. rer. pol., Dr. h.c. Universität München, Seminar für Rechnungswesen und Prüfung, Ludwigstr. 28 RG, 80539 München

Drukarczyk, Jochen; Professor Dr. rer. pol., Dr. h.c. Universität Regensburg, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Finanzierung, 93040 Regensburg

Großfeld, Bernhard; Professor (emeritus) Dr. iur. Universität Münster, Institut für Internationales Wirtschaftsrecht, Universitätsstr. 14-16, 48143 Münster

Haritz, Detlef; Dr. rer. pol., Rechtsanwalt, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer Clifford Chance Pünder, Katharina-Heinroth-Ufer 1, 10787 Berlin

Haselmann, Detlev R.; Rechtsanwalt und Steuerberater KPMG Beiten & Burkhardt, Barbarossaplatz 1a, 50674 Köln

Heintzen, Markus; Professor Dr. iur. Freie Universität Berlin, Institut für Staatslehre, Staats- und Verwaltungsrecht, Van't-Hoff-Str. 8, 14195 Berlin

Hüttemann, Rainer; Professor Dr. iur. Universität Osnabrück, Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels-, Wirtschafts- und Steuerrecht, Katharinenstr. 13-15, 49069 Osnabrück

Kruschwitz, Lutz; Professor Dr. rer. pol. Freie Universität Berlin, Institut für Bank- und Finanzwirtschaft, Boltzmannstr. 20, 14195 Berlin

Löffler, Andreas; Professor Dr. rer. nat., Dr. rer. pol. Universität Hannover, Lehrstuhl für Banken und Finanzierung, Königsworther Platz 1, 30167 Hannover

Richter, Frank; Professor Dr. rer. pol. Universität Witten/Herdecke, Institute for Mergers and Acquisitions (IMA), Alfred-Herrhausen-Straße 50, 58448 Witten

Ruhnke, Klaus; Professor Dr. rer. oec. Freie Universität Berlin, Institut für Betriebswirtschaftliche Prüfungs- und Steuerlehre, Boltzmannstr. 20, 14195 Berlin

Schulze-Osterloh, Joachim; Professor (emeritus) Dr. iur. Freie Universität Berlin, Fachbereich Rechtswissenschaft, Van't-Hoff-Str. 8, 14195 Berlin