

1. Grundlagen der Unternehmensbewertung

1.1. Allgemeines

Wie aus dem Begriff „Unternehmensbewertung“ abgeleitet werden kann, besteht die Aufgabe bei der Bewertung eines Unternehmens in der Zuordnung eines bestimmten Wertes zu einem Unternehmen. Die meisten Auftraggeber wollen aber nicht den Wert Ihres Unternehmens wissen, sondern welchen Preis sie bei einem Verkauf erzielen werden können oder welchen Preis sie für ein Unternehmen zahlen können. Die Unternehmensbewertung kann aber nur einen Wert liefern. Ob dieser Wert zum Preis werden kann, hängt von den Marktgegebenheiten ab. Dies spielt vor allem bei kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) eine wesentliche Rolle, weil diese Unternehmen selten auf organisierten Märkten gehandelt werden. Gerade KMU sind durch individuelle Besonderheiten gekennzeichnet, die zu einer Informationsasymmetrie zwischen potentiellen Unternehmenskäufern und Unternehmensverkäufen führen. Deshalb besteht speziell bei KMU eine höhere Unsicherheit bezüglich des Zusammenhanges zwischen Unternehmenswert und im Rahmen einer Transaktion vereinbarten Preis. Ergibt die Unternehmensbewertung für ein Handwerksunternehmen bspw einen Unternehmenswert in Höhe von 200.000, lässt sich dieser Wert nur erzielen, wenn die entsprechende Nachfrage vorhanden ist. Möchte der Unternehmer, der sein Unternehmen bewerten hat lassen, in naher Zukunft in Pension gehen, besteht hinsichtlich des Verkaufszeitpunktes in der Regel ein Zeitdruck. Wird dieser Zeitdruck von potentiellen Käufern genutzt, so wird der erzielte Unternehmensverkaufspreis wesentlich unter dem berechneten Unternehmenswert von 200.000 liegen. Es ist daher wichtig zu erkennen, dass trotz der hohen Komplexität einer Unternehmensbewertung der errechnete Wert nicht dem erzielbaren Preis entsprechen muss. Mehr als eine Begründung für einen Grenzpreis kann die Unternehmensbewertung deshalb nicht liefern. Unter einem Grenzpreis wird jener Preis verstanden, bei dem aus Sicht des Verkäufers die Fortführung oder der Verkauf des Unternehmens gleich einzuschätzen sind. Aus Sicht eines Käufers ist der Grenzpreis hingegen so definiert, dass ein Käufer zwischen dem Kauf des Unternehmens oder der Anlage des im Fall des Nichtkaufs ersparten Kaufpreises in der Alternativanlage gleichgestellt ist. In beiden Fällen entsprechen die zu erwartenden Einzahlungsüberschüsse aus dem Unternehmen jenen aus einer Veranlagung von Kapital in Höhe des Grenzpreises in die Alternativanlage.

Unter einem Unternehmen wird in der Regel eine zu betrachtende wirtschaftliche Einheit verstanden. In Abgrenzung zur Investitionsrechnung muss die zu bewertende Einheit selbständig geführt werden können.

Bei den meisten Bewertungen entspricht diese wirtschaftliche Einheit einem rechtlich abgegrenzten Unternehmen. Gegenstand der Unternehmensbewertung

1. Grundlagen der Unternehmensbewertung

könnte aber bspw auch lediglich eine Betriebsstätte oder ein Teilbetrieb sein. Die zu bewertende Einheit ist das sog Bewertungsobjekt.

Stellt man sich ein lebendes Unternehmen vor, wird schnell klar, dass zur Beschreibung eines so vieldimensionalen Objektes durch einen Unternehmenswert eine Vielzahl von vereinfachenden Annahmen erforderlich ist. Diese Annahmen können das Ergebnis wesentlich beeinflussen. Um die Brauchbarkeit des Bewertungsergebnisses intersubjektiv einschätzen zu können, ist es im Rahmen der Unternehmensbewertung daher unerlässlich, die Vorgangsweise bei der Bewertung und damit die Begründungen für bestimmte Annahmen im Bewertungsgutachten offenzulegen.

Die Durchführung von Unternehmensbewertungen ist zwar keine Vorbehaltstätigkeit von Wirtschaftstreuhandberufen, die Praxis zeigt jedoch, dass diese Berufsgruppe häufig Unternehmensbewertungen durchführt. Aus diesem Grund gibt es in Österreich und Deutschland ein Fachgutachten bzw einen Standard zur Unternehmensbewertung der entsprechenden Berufsvertretung. Das aktuelle österreichische Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW1) wurde vom Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhandler am 26.3.2014 beschlossen. Eine Gegenüberstellung der unterschiedlichen Standards in Deutschland und Österreich sowie die Entwicklung im Zeitablauf zeigen *Trentini et al* (2014).

Die im Fachgutachten dargestellten Grundsätze zur Unternehmensbewertung legen prinzipiell nur den Rahmen fest, innerhalb dessen sich Unternehmensbewertungen normalerweise bewegen. Die Tätigkeit der Unternehmensbewertung erfordert Sachverstand in den relevanten Bereichen der Betriebswirtschaft. Der Unternehmensbewerter ist damit Sachverständiger und unterliegt den erhöhten Anforderungen der Sachverständigenhaftung. Die konkrete Vorgangsweise bei der Bewertung eines Unternehmens wie bspw die Auswahl einer bestimmten Bewertungsmethode oder erforderliche Abweichungen von Grundsätzen der Unternehmensbewertung im Einzelfall liegen immer in der Verantwortung des Bewerter.

Die Einschätzung, welche Unternehmensbewertungsverfahren für die Wertermittlung als brauchbar angesehen werden können, hat sich im Zeitablauf wesentlich gewandelt. War im Fachgutachten KFS BW1 aus 1989 auch noch die Wertermittlung über das sog Substanzwertverfahren enthalten, ist in den aktuellen Fachgutachten der Substanzwert als Unternehmenswert nur mehr im Fall der Zerschlagung relevant. Der Substanzwert kann daher lediglich die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen. Dieser ist zu realisieren, wenn aus dem Zusammenwirken der einzelnen Vermögensgegenstände insgesamt ein geringerer Wert als bei Veräußerung der einzelnen Vermögensgegenstände erzielt werden könnte.

Der Substanzwert eines Unternehmens ist jener Wert, der sich als Summe der Werte der einzelnen dem Unternehmen gewidmeten Vermögensgegenstände ergibt, ohne das Zusammenwirken dieser Vermögensgegenstände zu berücksichtigen. Aufgrund dieser Definition meinen Teile der Justiz und Vertreter der Rechtswissenschaft, dass es sich beim Substanzwert um einen objektiven Unternehmenswert is eines wahren Wertes handle (*OGH [2003]*, *Beiser [2004] W57*, *Doralt [2014]*). In der deutschen Judikatur wird hingegen nicht mehr von objektiven Werten ausgegangen (*Wüstemann [2013] 1645*).

Die Annahme, dass der Substanzwert eines Unternehmens einen objektiven Wert darstellt, ist allerdings nicht brauchbar. Der Unternehmenswert wäre im Fall eines objektiven Unternehmenswertes von der Person des Unternehmers und von der Person des Bewerbers unabhängig. Auch Erwerber einzelner Vermögensgegenstände werden sich aber fragen, welcher Nutzen zukunftsorientiert aus einzelnen Vermögensgegenständen zu ziehen ist. Damit folgt der Wert eines einzelnen Vermögensgegenstandes wiederum aus den zukünftigen Nutzungsmöglichkeiten. Nachdem die zukünftigen Nutzungsmöglichkeiten nicht objektiv bestimmbar sind, sind auch die einzelnen Werte der Vermögensgegenstände nicht objektiv. Deswegen kann auch die Zusammenfassung der Werte einzelner Vermögensgegenstände zum Substanzwert keinen objektiven Wert darstellen.

Die Wahl einer sachgerechten Methode zur Ermittlung des Verkehrswertes eines Unternehmens stellt aus rechtlicher Sicht ein Problem der Betriebswirtschaftslehre dar. Die Betriebswirtschaft hat unterschiedliche Methoden zur Bewertung von Unternehmen entwickelt. Das Ergebnis einer Bewertung ist vom Gericht insoweit frei zu würdigen, als das gewählte System der gestellten Aufgabe adäquat zu sein hat (*OGH [2003]*). Richter stehen auf Basis dieser vom OGH vertretenen Sichtweise vor einer schwierigen Aufgabe. Ob die gewählte Bewertungsmethode samt deren Umsetzung adäquat ist, kann von einem Richter nur beurteilt werden, wenn er selbst die richtige Methode und das richtige Bewertungsergebnis kennt. Andernfalls ist es einem Richter unmöglich zu beurteilen, ob die gewählte Methode adäquat ist. Insofern müssten die Richter die besseren Betriebswirte als die Betriebswirte selbst sein. Davon wird in der Regel nicht auszugehen sein. Vielmehr wird mE auch bei der rechtlichen Überprüfung von Bewertungsgutachten auf Basis der sog Business Judgement Rule vorzugehen sein. Wie bei jeder unternehmerischen Entscheidung besteht auch bei der Unternehmensbewertung ein weiter Ermessensspielraum. Gerichte können in der Regel nur prüfen, ob dieser Ermessensspielraum eklatant überschritten wurde. Das kann zu unbefriedigenden Ergebnissen führen, weil der Ermessensspielraum groß sein kann. Daraus folgt eine große Bandbreite für Unternehmenswerte. Überlassen es Gerichte Gutachtern, irgendeinen Wert aus dieser Bandbreite festzulegen, kommt es idR zur Benachteiligung der weniger mächtigen Partei (*Knoll [2017]*). Sollen bspw Minoritätsgesellschafter ausgeschlossen werden, hat der Mehrheitsgesellschafter die

1. Grundlagen der Unternehmensbewertung

Bewertung aufgrund des besseren Informationszuganges und der Unternehmensplanung durch die Gesellschaft in der Hand. Das Problem kann angemessen gelöst werden, wenn beauftragte Gutachter aus der möglichen Bandbreite jene Variante mit der – zu begründenden – größten Wahrscheinlichkeit wählen.

Der Ermessensspielraum würde mE auch unzulässig genützt, wenn die Vorgangsweise in einem Gutachten nicht hinreichend beschrieben wird, sodass die Begründungen für die Ableitung eines bestimmten Unternehmenswertes nicht intersubjektiv nachvollziehbar sind. Dass ein Sachverständigengutachten nachvollziehbar, nachprüfbar und schlüssig sein muss, ist keine spezifische Eigenschaft für Unternehmensbewertungsgutachten (*Krammer et al* [2015] 79).

Modernen Unternehmensbewertungsverfahren, wie sie in den aktuellen Fachgutachten als einzig möglich vorgeschlagen werden, liegt die Annahme der Nutzenmaximierung durch das Bewertungssubjekt zugrunde. Bewertungssubjekt ist dabei jene natürliche oder juristische Person, aus deren Sicht die Bewertung durchgeführt werden soll. Juristische Personen maximieren in der Regel ihren Nutzen nicht. Daher wird bei der Unternehmensbewertung auf die hinter den Unternehmen stehenden natürlichen Personen abgestellt. Unter vereinfachenden Annahmen kann aber trotzdem die Bewertung aus Sicht einer Kapitalgesellschaft erfolgen.

Für Zwecke der Unternehmensbewertung wird Nutzen mit Zahlungsmitteln gleichgesetzt. Wesentliches Argument dafür ist, dass die mit einem Unternehmen erwirtschafteten Zahlungsmittel (Zahlungsüberschüsse) relativ leicht gegen beliebige Leistungen getauscht werden können, die den Unternehmenseignern den gewünschten Nutzen vermitteln. Sollen die in den Fachgutachten vorgeschlagenen Unternehmensbewertungsverfahren eingesetzt werden, sind daher sämtliche zukünftigen dem Unternehmen zuzurechnenden Nutzenerhöhungen in eine monetäre Größe umzurechnen. Dies macht den Einsatz der Unternehmensbewertungsverfahren für Unternehmen, die bspw einen hohen gesellschaftlichen Nutzen aufweisen (Bildungseinrichtungen, Unternehmen im Kulturbereich ...), schwierig. Dies gilt auch für kleinere Unternehmen, wenn die Position des Unternehmers bspw zusätzliches Prestige und Ansehen mit sich bringt. Ist dieses Prestige für ein Bewertungssubjekt als potentiellen Käufer eines Unternehmens von Relevanz, führen die in den Fachgutachten vorgeschlagenen Unternehmensbewertungsverfahren nur zu einem brauchbaren Ergebnis, wenn es dem Bewerter gelingt, das mit dem Eigentum am Unternehmen verbundene Prestige als Zahlung bzw Zahlungsstrom umzusetzen.

Unternehmensbewertungen werden zu verschiedensten Zwecken in Auftrag gegeben. Die möglichen Bewertungsanlässe sind in zwei große Gruppen zu unterscheiden. Der ersten Gruppe sind Unternehmensbewertungen zuzurechnen, die für Zwecke einer Transaktion erstellt werden. Zweck des Gutachtens ist in diesem Fall eine Entscheidungsgrundlage zu schaffen, auf deren Basis vernünftigt über

den Kauf bzw Verkauf eines Unternehmens entschieden werden kann. Solche Transaktionen können im Wesentlichen zwei Ursachen haben. Einerseits können sie freiwillig sein. Dies ist bspw beim Kauf eines Unternehmens, Eintritt eines Gesellschafters, Umgründungen, Going-Public usw der Fall. Andererseits kann es sich um unfreiwillige Transaktionen handeln. Eine solche unfreiwillige Transaktion würde bspw bei der Kündigung von Gesellschaftern vorliegen. Mit dieser ist gesellschaftsvertraglich oder gerichtlich eine Abfindung verbunden. Mittels einer Unternehmensbewertung soll der angemessene Wert der Abfindung ermittelt werden (*Aschauer [2009], Ruthardt/Hachmeister [2018]*).

Im Gegensatz zu freiwilligen Transaktionen hat der Gutachter bei unfreiwilligen Transaktionen aber auch bspw bei Umgründungen einen sog objektivierten Unternehmenswert zu ermitteln.

Während bei einer normalen Kauf- oder Verkaufssituation die beiden an der Transaktion beteiligten Parteien durch Verhandlung den Preis festlegen, muss bei einer objektivierten Unternehmensbewertung der Gutachter beide Rollen, also sowohl des Käufers als auch des Verkäufers, gleichzeitig einnehmen (*Follert [2021] 57*). Ergebnis einer objektivierten Unternehmensbewertung ist ein einheitlicher Unternehmenswert (Grenzpreis) für Käufer und Verkäufer.

Der Gruppe nichttransaktionsbedingter Unternehmensbewertungen ist eine Bewertung zuzurechnen, wenn auf Basis des Gutachtens nicht über An- oder Verkauf des Unternehmens entschieden wird. Solche Bewertungen werden bspw im Rahmen einer shareholderorientierten Unternehmensführung zur Abschätzung der Vorteilhaftigkeit einer bestimmten Strategie durchgeführt. Auch zur Bestimmung von leistungsabhängigen Vergütungen für die Geschäftsleitung bei nicht börsennotierten Unternehmen kann eine nicht transaktionsbedingte Unternehmensbewertung eingesetzt werden.

Auch für Zwecke der Steuerbemessung spielt die Unternehmensbewertung eine Rolle. So kann der niedrigere beizulegende Wert einer Beteiligung nur über eine Unternehmensbewertung nachgewiesen werden (VwGH 26.2.2013, 2010/15/0022). Auch der Verwaltungsgerichtshof geht davon aus, dass ein auf Basis von wissenschaftlich anerkannten Methoden ermittelte Unternehmenswert eine geeignete Grundlage zum Nachweis eines niedrigeren Teilwerts darstellt. Auch in diesem Fall erfolgt keine Transaktion. Im Zuge der Prüfung der Ermittlung der Steuerbemessungsgrundlage kommt es jedoch immer wieder zur Diskussion von Bewertungsgutachten. In der Regel vermutet die Behörde – wenn es um Teilwertabschreibungen geht – einen höheren als den vom Steuerpflichtigen vorgelegten Unternehmenswert, weil im Bereich der Betriebsprüfung ein Interesse an der Erzielung von Mehrergebnissen besteht. Ein Interessengegensatz zwischen Behörde und Steuerpflichtigen könnte leicht gelöst werden, wenn die Abgabenbehörde einen höheren Wert nicht nur behaupten, sondern auch die Verantwortung für den behaupteten

1. Grundlagen der Unternehmensbewertung

Wert übernehmen müsste: Geht ein Steuerpflichtiger bspw von einem Unternehmenswert von 100, die Behörde jedoch von einem Unternehmenswert in Höhe von 1.000 aus, sollte dem Steuerpflichtigen die Möglichkeit eingeräumt werden, das Unternehmen dem Fiskus um den behaupteten Wert (allenfalls abzüglich eines Rabatts) zu verkaufen. Diese Verknüpfung zwischen der Behauptung eines höheren Unternehmenswertes mit der drohenden Konsequenz, zur Behauptung stehen zu müssen, würde mE Bewertungsphantasien (der Abgabenbehörde) begrenzen.

Bewerten mittels moderner Unternehmensbewertungsverfahren heißt vergleichen. Es wird immer der mit dem Unternehmen erzielbare Zahlungsstrom mit einer Alternativanlage verglichen. Diese Vorgangsweise bei der Bewertung eines Unternehmens ist Grundlage sowohl des Ertragswertverfahrens, als auch der Discounted-Cash-Flow-Verfahren. Gemäß KFS BW1 werden diese Verfahren als Diskontierungsverfahren bezeichnet. Der Unternehmenswert wird im Wesentlichen durch Abzinsung des Unternehmenszahlungsstromes mit dem risikoangepassten Kalkulationszinssatz ermittelt. Wirtschaftlich wird damit der Unternehmenszahlungsstrom mit jenem der Alternativanlage verglichen.

Sowohl das Ertragswert- als auch die Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) basieren auf Überlegungen der finanzwirtschaftlichen Investitionstheorie. Sie unterscheiden sich aber hinsichtlich der Umsetzung.

Bei einer Investitionsrechnung sind idR der Investitionsbetrag und die zu erwartenden Rückflüsse der Investition bekannt. Aus dem Vergleich der Rückflüsse der Investition mit den Erträgen aus der Alternativanlage kann ermittelt werden, welche der beiden Alternativen – Real- oder Finanzinvestition – relativ vorteilhaft ist. Dann kann entweder die Real- oder die Finanzinvestition (= Alternativanlage) gewählt werden.

Bei der Unternehmensbewertung ist idR der Wert – also die Investitionsauszahlung – nicht bekannt. Aus dem Vergleich des Unternehmenszahlungsstromes mit jenem der Alternativanlage zum Unternehmen resultiert jener Unternehmenswert, bei dessen Investition in das Unternehmen (oder Zahlung des Kaufpreises für die Anteile am Unternehmen) oder die Alternativanlage den wirtschaftlich mit dem Unternehmenszahlungsstrom identischen Zahlungsstrom erwarten lässt. Ergebnis der Unternehmensbewertung ist daher immer ein Grenzwert. Wird der Grenzwert gezahlt, wird dieser zum Grenzpreis. Aus Sicht des Bewertungsstichtages sind bei Zahlung des Grenzpreises die Alternativen „Unternehmen“ und alternative „Finanzinvestition“ wirtschaftlich gleich einzuschätzen.

Nach dem Verkauf eines Unternehmens kann der Verkaufserlös in die Alternativanlage investiert werden. Wird für das Unternehmen ein Verkaufspreis in Höhe des Grenzpreises (= Unternehmenswert) erzielt und dieser tatsächlich in die alternative Finanzanlage investiert, so ist der Investor mit dem Weiterbetreiben des Unternehmens wirtschaftlich gleichgestellt.

Erfolgt die Bewertung hingegen für einen potenziellen Käufer, zeigt der ermittelte Unternehmenswert als Grenzpreis an, bei welchem Kaufpreis der Investor mit der Anlage des Kaufpreises in der Alternativanlage gleichgestellt ist. Liegt der tatsächliche Kaufpreis unter dem Grenzpreis des Käufers, ist ein Erwerb des Unternehmens vorteilhaft, andernfalls ist die Investition des Kapitals in die Alternativanlage vorteilhaft.

Für die Einschätzung des Ergebnisses einer Unternehmensbewertung ist wesentlich, die theoretischen Grundlagen des zugrunde liegenden Bewertungsmodells zu kennen, weil nur damit die Beschränkungen des Bewertungsergebnisses eingeschätzt werden können. Daher erfolgt im nächsten Abschnitt eine kurze Darstellung der dem Ertragswertverfahren und den Discounted-Cash-Flow-Verfahren zugrunde liegenden theoretischen Überlegungen. Die Diskussion von spezifischen Unterschieden der Verfahren hinsichtlich der Bestimmung des Kalkulationszinssatzes und die Eignung der Verfahren für die Bewertung von KMU werden weiter unten diskutiert.

1.2. Funktionsweise von Unternehmensbewertungsverfahren

1.2.1. Grundlegende Modellüberlegungen ohne Steuern

Die Grundprobleme der Unternehmensbewertung sollen anhand einfacher Beispielsüberlegungen dargestellt werden. Dann werden die Ergebnisse in ein allgemeineres Modell übertragen, das die Basis der in KFS BW 1 vorgeschlagenen Unternehmensbewertungsverfahren ist.

Das einfache Entscheidungsproblem ist durch folgende Rahmenbedingungen gekennzeichnet:

Eine Unternehmerin möchte ein Unternehmen gründen und bietet jetzt einem potenziellen Investor an, sich an diesem Unternehmen mit 1.000 zu beteiligen. Sie verspricht (mit entsprechenden Bürgen), in einem Jahr 1.200 zurückzuzahlen. Die Annahme, dass im Fall der Zahlungsunfähigkeit der Unternehmerin Bürgen deren Zahlungsverpflichtungen übernehmen, bedeutet, dass von einem sicheren Zahlungsstrom ausgegangen werden kann. Entgegen dieser vereinfachenden Annahme sind in der Praxis der Unternehmensbewertung regelmäßig unsichere Ansprüche aus einem Unternehmen zu bewerten.

Die Budgetierung des potenziellen Investors für das eine Jahr ist bereits abgeschlossen. Die erforderliche Einlage von 1.000 wäre noch verfügbar. Die Investition in das Unternehmen könnte also über Eigenmittel finanziert werden.

Wird das Geld nicht in das Unternehmen investiert, kann das Kapital bei einem Kreditinstitut angelegt werden. Das Kreditinstitut bietet eine Verzinsung des Ka-

1. Grundlagen der Unternehmensbewertung

pitals von 3,00 % pa, eine Kreditfinanzierung würde vereinfachend ebenfalls 3,00 % kosten. Es wird also die vereinfachende Annahme getroffen, dass Soll- gleich Habenzinssatz ist.

Im Zusammenhang mit der möglichen Beteiligung an dem Unternehmen sind aus der Sicht des Investors folgende Fragen aufgetreten, die im Rahmen eines Beratungsauftrages zu klären sind:

- a) Soll der Investor die Beteiligung an dem Unternehmen zu den angebotenen Bedingungen erwerben?
- b) Welche Vorteile ergeben sich bei Erwerb der Beteiligung zum Bewertungszeitpunkt?
- c) Soll die Beteiligung auch erworben werden, wenn der Kaufpreis nicht eigenfinanziert werden kann?
- d) Wie hoch ist der Grenzpreis des Investors im Fall der Eigenfinanzierung?

Der Investor hat zwei Alternativen. Zum einen kann die Unternehmensbeteiligung erworben werden, zum anderen kann das Kapital über das Kreditinstitut sicher veranlagt werden. Weil das Unternehmen vor dem Hintergrund der Ausfallhaftung durch die Bürgen als sicher einzustufen ist, kann die Alternative „Unternehmensbeteiligung“ mit der Alternative „Anlage am Kapitalmarkt“ direkt verglichen werden.

Die Alternative „Anlage am Kapitalmarkt“ unterscheidet sich im Bewertungszeitpunkt t_0 nicht von der Alternative „Unternehmensbeteiligung“, da in beiden Fällen 1.000 zu investieren sind. Da sich die Alternativen zum Bewertungsstichtag nicht unterscheiden, kann deswegen zur Beantwortung der zu klärenden Fragen ausschließlich auf den zukünftigen Zeitpunkt t_1 abgestellt werden.

Bei gleichem Kapitaleinsatz ergibt sich bei Wahl der Alternative „Unternehmensbeteiligung“ ein Kapitalrückfluss von insgesamt 1.200, während bei der Alternative „Anlage am Kapitalmarkt“ lediglich der Kapitalstamm und die Zinsen in Höhe von insgesamt 1.030 vom Kreditinstitut zurückgezahlt werden. Zum Zeitpunkt t_1 ist die Alternative „Unternehmensbeteiligung“ daher der Alternative „Anlage am Kapitalmarkt“ um 170 überlegen. Deshalb ist es vorteilhaft, die „Unternehmensbeteiligung“ zu erwerben anstatt die 1.000 Kapital in die Alternativanlage „Anlage am Kapitalmarkt“ zu investieren (Beantwortung der Fragestellung a).

Der Vorteil zugunsten der Alternative „Unternehmensbeteiligung“ in Höhe von 170 ergibt sich zum Zeitpunkt t_1 . Soll der Vorteil aus der Unternehmensbeteiligung sofort lukriert werden, muss der finanzielle Vorteil aus der Zukunft in den Bewertungszeitpunkt transformiert werden. Dies kann durch Aufnahme eines Kredites erfolgen, dessen Rückzahlungsbetrag in t_1 170 beträgt. Bei einem Fremdkapitalzinssatz von 3,00 % beträgt der Zuzahlungsbetrag des Kredits

$$\text{Zuzahlungsbetrag} = \frac{\text{Rückzahlungsbetrag}}{1 + i_{\text{Soll}}} = 165,05$$

1

Dem Investor stehen bei Wahl der vorteilhaften Unternehmensbeteiligung zum Bewertungsstichtag daher zusätzliche Konsummöglichkeiten in Höhe von 165,05 zur Verfügung (Beantwortung der Fragestellung b).

Verfügt der Investor über keine Eigenmittel zur Finanzierung des Beteiligungserwerbes, ist zu prüfen, ob der Anteilserwerb auch bei Fremdfinanzierung vorteilhaft ist. Zur Finanzierung der Beteiligung ist bei vollständiger Fremdfinanzierung ein Kredit in Höhe von 1.000 aufzunehmen. Dem Zufluss des Kreditbetrages steht in t_1 die Rückzahlungsverpflichtung in Höhe von 1.030 (Tilgungsanteil 1.000, Zinsanteil 30) gegenüber.

Im Vergleich zur Ausgangssituation, in der kein Beteiligungserwerb erfolgt (und damit auch kein Kredit aufgenommen wird), steht dem Zufluss von 1.200 aus dem Unternehmen der Abfluss von 1.030 in Form der Zahlungen an das Kreditinstitut gegenüber. Dem Investor stehen damit zum Zeitpunkt t_1 im Vergleich zur Ausgangssituation insgesamt auch 170 mehr für Konsumzwecke zur Verfügung. Daher ergibt sich auch im Fall der Fremdfinanzierung der gleiche Barwert wie bei Eigenfinanzierung des Unternehmenserwerbes (Beantwortung der Fragestellung c).

Dies sollte eigentlich überraschend sein. Das Ergebnis der Betrachtung der Situation mit Aufnahme von Fremdkapital zeigt die Entscheidungsneutralität der Fremdfinanzierung, wenn sich Fremdkapitalzinssatz und Kalkulationszinssatz entsprechen:

$$BW_{\text{Kredit}} = \frac{\text{Rückzahlungsbetrag}}{1 + i_{\text{Soll}}}$$

2

$$\text{mit } i_{\text{Soll}} \rightarrow i_{\text{Kalk}} \Rightarrow BW_{\text{Kredit}} = \frac{\text{Rückzahlungsbetrag}}{1 + i_{\text{Kalk}}} = 1.000$$

3

Die Fremdfinanzierung beeinflusst im theoretischen Modell unter Sicherheit den Barwert nicht, weil dem Zufluss des Kreditbetrages in Höhe von 1.000 der Barwert der Rückzahlungsverpflichtung von 1.000 gegenübersteht. Damit ergibt sich ein Nettobarwert der Fremdfinanzierung von Null.

Natürlich ist die Situation von zwei Investoren, die über eine unterschiedliche Grundausrüstung verfügen, auch im Zeitpunkt t_1 nicht identisch. Wird das Investment eigenfinanziert, steht dem Zufluss von 1.200 kein Abfluss für Zinszahlungen gegenüber. Der Investor, der die Beteiligung fremdfinanziert, hat im Zeitpunkt t_1 nur 170 zusätzlich zum Konsum zur Verfügung. Absolut betrachtet ist der Investor ohne Grundausrüstung in t_0 daher, wie anzunehmen war, schlechter

1. Grundlagen der Unternehmensbewertung

gestellt. Da die Entscheidung über den Erwerb der Unternehmensbeteiligung aber nur relativ im Vergleich zur besten Unterlassungsalternative gemessen wird, ergeben sich hinsichtlich der Entscheidung keine Unterschiede, wenn die beste Unterlassungsalternative – wie in diesem Beispiel die Nichtaufnahme des Kredits – die gleiche Rendite von 3,00 % aufweist.

Bei praktisch relevanten Konstellationen kann aber die Annahme, dass der Kreditzinssatz dem Kalkulationszinssatz entspricht, regelmäßig nicht aufrechterhalten werden. Der Kreditzinssatz liegt üblicherweise unter dem Kalkulationszinssatz, weil im Kalkulationszinssatz eine höhere Risikoabgeltung Berücksichtigung findet. Beträgt der Kalkulationszinssatz bspw 6,00 % statt 3,00 %, ergibt sich aus der Berücksichtigung der Fremdfinanzierung des Beteiligungserwerbes eine Änderung des Gesamtbarwertes in Höhe von

4

$$NBW_{\text{Kredit}} = \text{Zuzahlungsbetrag} - \frac{\text{Rückzahlungsbetrag}}{1 + i_{\text{Kalk}}} = 28,30$$

Der Zuzahlungsbetrag im Zeitpunkt t_0 ist von der Höhe des Zinssatzes unabhängig. Der Barwert der Rückzahlungsverpflichtung nimmt aber mit steigendem Kalkulationszinssatz ab. Der Nettobarwert der Finanzierung steigt. Dieses Ergebnis lässt sich leicht ökonomisch begründen. Mit zunehmender Fremdfinanzierung verbleiben dem Investor mehr Mittel zur Anlage in der Alternativanlage mit i_{Kalk} . Da diese eine höhere Rendite aufweist als der Fremdkapitalzinssatz, entstehen im Zeitpunkt t_1 zusätzliche Konsummöglichkeiten. Ohne Beschränkungen würde jeder Investor eine solche Strategie wählen und durch Ausdehnung der Fremdfinanzierung und Anlage in der Alternativanlage seine Konsummöglichkeiten beliebig steigern. Dies würde auf einem reibungslos funktionierenden Markt zur Folge haben, dass der Preis für die Alternativanlage steigt. Alternativ dazu könnten auch die Renditen der festverzinslichen Anlagen steigen. Banken würden ansonsten keine Kapitalgeber finden, die bereit wären, das für die Kreditvergabe erforderliche Kapital zur Verfügung zu stellen. Bei steigenden Wertpapierpreisen nimmt bei konstanten Rückzahlungen der Alternativinvestition deren Rendite ab. Preiseffekte würden so lange auftreten, bis alle Anlageformen am Kapitalmarkt – die sich in einer Welt unter angenommener Sicherheit ja hinsichtlich des Risikos nicht unterscheiden – die gleiche Rendite aufweisen. Unterschiedliche Zinssätze lassen sich aber in der Praxis durch die Risikoübernahme bzw Marktunvollkommenheiten erklären.

Bisher wurde nur begründet, dass die Investition in das Unternehmen günstiger ist als die Investition in die Alternativanlage. Zu beantworten ist noch die Fragestellung d), wie hoch der Grenzpreis ist, den der Investor im Fall der Eigenfinanzierung zu zahlen bereit sein sollte. Der Grenzpreis ist dabei jener Preis, bei dem der Investor bei Kauf der Unternehmensanteile mit der alternativen Anlage am