

Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung

Prof. Dr. Manfred Jürgen Matschke

Vortrag im Rahmen
der EUROFORUM-Jahrestagung
in Mainz am 12. März 2003

Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung*

von Prof. Dr. Manfred Jürgen Matschke

A. Persönliche Vorbemerkungen	2
B. Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung als Normensystem.....	3
C. Funktionale Unternehmensbewertung als Basis theoriegestützter Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung	7
D. Basis-Grundsätze ordnungsmäßiger (funktionaler) Unternehmensbewertung	23
E. Schlußbemerkungen	29

* Leicht überarbeitete Fassung des Vortrages im Rahmen der EUROFORUM-Jahrestagung in Mainz am 12. März 2003

A. Persönliche Vorbemerkungen

Ich habe von 1963 bis 1968 in Köln studiert. Von 1970 bis 1977 war ich Assistent an dem von Eugen Schmalenbach begründeten Treuhandseminar.

Mein Doktorvater Hans Münstermann, ein Schüler Schmalenbachs und der Nestor der subjektiven Unternehmungsbewertungslehre in Deutschland, leitete es bis 1968. Ab 1970 war Münstermanns ehemaliger Assistent Günter Sieben Seminardirektor. Im selben Jahr wurde ich Siebens Assistent. Zusammen mit ihm und anderen entstand das, was heute in der Literatur unter dem Begriff „Funktionenlehre der Unternehmungsbewertung“ bekannt ist.

Wesentliche Bausteine dazu waren neben Siebens leider nicht veröffentlichter Habilitationsschrift „Bewertung von Erfolgseinheiten“¹ meine Dissertation „Der Entscheidungswert der Unternehmung“² aus dem Jahr 1973 und meine Habilitationsschrift „Der Arbitriumwert der Unternehmung“³ von 1976. Zum dritten angekündigten Band „Der Argumentationswert der Unternehmung“ bin ich – noch – nicht gekommen.⁴ Viele von mir geprägte Begriffe sind inzwischen so gängig, daß allenfalls Tertiärquellen noch zitiert werden.

Die Anfänge meiner Beschäftigung mit Fragen der Unternehmensbewertung liegen in einer Seminararbeit aus dem Sommersemester 1967. Ich befasse mich also seit 35 Jahren mit dem Thema „Unternehmensbewertung“, davon fast 26 Jahre lang als Hochschullehrer. In dieser Zeitspanne spielte das Thema „Unternehmensbewertung“ für mich stets eine Rolle, freilich mit unterschiedlichem Gewicht je nach fachlichem Schwerpunkt meines Lehrstuhls.

Seit dem Wintersemester 1995/96 habe ich den Greifswalder Lehrstuhl inne, der insofern ein Unikat darstellt, als er der einzige Lehrstuhl ist, in dessen Bezeichnung die „Unternehmensbewertung“ verankert ist.

Ich verstehe mich als Generalisten mit einigen fachlichen Spezialisierungen, worunter nicht zuletzt die Unternehmensbewertung gehört.

Nach diesen persönlichen Vorbemerkungen wende ich mich nun meinem eigentlichen Thema zu.

¹ Sieben, Erfolgseinheiten, Köln 1968.

² Matschke, Entscheidungswert, Diss. Köln 1973, Buchveröffentlichung: Wiesbaden 1975. Vgl. als programmatischen Aufsatz Matschke, Gesamtwert, 1972, S. 146-161. Ferner Jaensch, Unternehmensbewertung, 1976, S. 371-376.

³ Matschke, Arbitriumwert, Habil. Köln 1976, Buchveröffentlichung: Wiesbaden 1979. Vgl. als programmatische Aufsätze Matschke, Kompromiß, 1969, S. 57-77; Matschke, Arbitrium- oder Schiedsspruchwert, 1971, S. 508-520.

⁴ Es liegt von mir nur ein früher programmatischer Aufsatz vor; vgl. Matschke, Argumentationswert; 1976, S. 517-524. Ferner Matschke, Argumentationsfunktion, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), Unternehmensbewertung, Köln 1977, S. 91-103; Matschke, Argumentationsbasis, in: Goetzke/Sieben, Unternehmensbewertung, Köln 1977, S. 158-174; Matschke/Mucheyer, Argumentation, in: Goetzke/Sieben, Unternehmensbewertung, Köln 1977, S. 179-183.

B. Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung als Normensystem

Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung I

Definition:

- (möglichst) widerspruchsfreies Normensystem zur Steuerung des Prozesses der Unternehmensbewertung

Zwecksetzung:

- doppelte Schutzfunktion durch Qualitätssicherung
 - Vermeidung von „Kunstfehlern“ des Bewerter
 - Vermeidung von Schädigungen des Bewertungsadressaten
- Dämpfung von „übertriebenen“ Erwartungen

Abbildung 1: Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung I: Definition und Zwecksetzung

Ich will dabei zunächst die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung als Normensystem charakterisieren.

Wie Grundsätze mit anderem Bezugsbereich auch, lassen sich „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“ definieren als ein in sich – so füge ich als Wunsch hinzu: möglichst – widerspruchsfreies Normensystem zur Steuerung des Prozesses der Unternehmensbewertung, das heißt der Vorgehensweise und der Resultatsherleitung. Sie dienen der Qualitätssicherung.

Bei einer häufig gegebenen Trennung zwischen Bewerter einerseits und Bewertungsadressat andererseits haben solche Grundsätze eine doppelte Schutzfunktion⁵. Durch ihre Beachtung sollen „Kunstfehler“ des Bewerter, also vermeidbare Irrtümer, verhindert werden und damit mögliche Schädigungen des Adressaten, also dessen, für den die Bewertung vorgenommen wird, vermieden werden. Sie vermögen zugleich aber auch nicht einlösbare, also „übertriebene“ Erwartungen an die Aussagekraft der Bewertungsergebnisse bei Interessenten zu dämpfen.

⁵ Vgl. Moxter, Todsünden, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), Unternehmensbewertung, Köln 1977, S. 253-256.

⁵ Vgl. Moxter, Rechnungslegung, Düsseldorf 2003, S. 9-13.

Nach der Systemtheorie ist jedes System, also auch ein Normensystem, durch seine Elemente und die Beziehungen zwischen diesen Elementen charakterisierbar.

Solche Beziehungen können thematisch abgrenzbare Sachbeziehungen sein, sie können formaler Art sein wie zum Beispiel hierarchische Unter-, Über- oder Gleichordnungsbeziehungen, ferner aber auch Beziehungen logischer Art oder solche zeitlicher Rangfolgen. Die Beziehungen zwischen den Elementen können in ein Bedingungsgeflecht eingebunden oder ganz unbedingt formuliert sein.

Die Normen als Systemelemente können Fachnormen oder Rechtsnormen, sie können allgemeiner oder sehr spezieller Art sein. Ein Normensystem kann Normen verschiedenster Art zusammenfassen. Sie können dabei in Teilsysteme zergliedert sein, wobei es dann von Bedeutung ist, in welcher Art Beziehung sie zueinander stehen. Denn sie können einander ergänzen oder miteinander konkurrieren, etwa unter bestimmten Bedingungen sich ersetzen oder grundsätzlich als Alternativen zu verstehen sein.

Normensysteme können danach unterschieden werden, wer Normgeber oder Normadressat ist, also nach dem, der sie setzt, und nach dem, der sie anwenden soll oder muß. Der Grad ihrer gewünschten Verbindlichkeit und ihrer tatsächlichen Durchsetzbarkeit kann höchst unterschiedlich sein, worauf etwa Begriffe wie Richtlinie, Leitfaden, Stellungnahme, Empfehlung hinweisen.

Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung II

Quellen:

- Gesetzgebung und Rechtsprechung
- Standardisierungsausschüsse interessierter Wirtschaftskreise, insbesondere der Wirtschaftsprüfer
- Wissenschaft und Forschung

Abbildung 2: Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung II: Quellen

Betrachtet man mögliche Quellen der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, so kann auf die bei den Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung und Bilanzierung übliche Unterscheidung durchaus zurückgegriffen werden. Dort unterscheidet man zwischen Gesetzgebung und Rechtsprechung, Standardisierungsausschüssen interessierter Wirtschaftskreise sowie Wissenschaft und Forschung.⁶

Gesetzgebung und Rechtsprechung schaffen verbindliche Normen dort, wo es um Interessensgegensätze und ihre Wertung geht, und die Rechtsprechung verschafft ihnen die Durchsetzung. Aber solche Normen sind durchaus revisibel; denn nichts ist für die Ewigkeit. Auch der Wandel in der Rechtsprechung zu Unternehmensbewertungsproblemen belegt dies.

Standardisierungsausschüsse betroffener, insbesondere berufsständischer Wirtschaftskreise – auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung vorrangig die Wirtschaftsprüfer – wollen ein einheitliches Vorgehen ihrer Berufsangehörigen erreichen. So werden dann aus anzuerkennenden, schließlich anerkannte Regeln berufsständischen Handelns.

Ich erinnere hier an den Versuch der Wirtschaftsprüfer von 1961, als eine Studienkommission der U.E.C. eine „Richtlinie“⁷ veröffentlichte, um ein einheitliches Vorgehen zu erreichen. 1983 gab es dann die „Stellungnahme HFA 2/1983“⁸, und in den Jahren 1990⁹, 1995¹⁰ und 1997¹¹ folgten weitere, die im Jahr 2000 – sprachmodisch ganz auf der Höhe der Zeit – durch den „IDW Standard S 1“¹² (zum Teil) ersetzt worden sind.

Freilich, es gibt keine einheitlichen „Wirtschaftskreise“, und demgemäß gibt es oft auch konkurrierende Normensysteme. Besonders augenfällig ist dieser Normenwettbewerb im Bereich der Rechnungslegung. Solche konkurrierenden Normen wandten im Bereich der Unternehmensbewertung internationale Beratungsunternehmen an. Sie beinhalteten von der Stellungnahme HFA 2/1983 abweichende Vorgehensweisen. Die von diesen Beratungsunternehmen propagierten kapitalmarktorientierten Bewertungen der sogenannten DCF-Verfahren¹³ sind als Folge dieses Normenwettbewerbs nun auch im IDW-Standard S 1 erlaubt.

Wissenschaft und Forschung, sofern unabhängig, können theoriegestützt aufgabenadäquate Normensysteme entwickeln.¹⁴ Diese können Maßstab zur Beurteilung von anderen Normensystemen

⁷ Union Européenne des Experts Comptables, Economiques et Financiers (U.E.C.), Richtlinien, Düsseldorf 1961.

⁸ Stellungnahme HFA 2/1983, Grundsätze, 1983, S. 468-480.

⁹ Stellungnahme HFA 2/1990, Bewertung in der DDR, 1990, S. 403-404.

¹⁰ Stellungnahme HFA 2/1995, Familien- und Erbrecht, 1995, S. 522-526.

¹¹ Stellungnahme 6/1997, Kleine und mittlere Unternehmen, 1998, S. 26-29. Vgl. auch Fédération des Experts Comptables Européens, Guide, Brüssel 2001.

¹² IDW Standard, Grundsätze, 2000, S. 825-842.

¹³ Zu den DCF-Verfahren gehören das Verfahren des (steuer)angepaßten Barwerts (APV), das Verfahren der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals (Equity-Verfahren) und das Verfahren der gewogenen Kapitalkosten (WACC-Verfahren); vgl. IDW Standard, Grundsätze, 2000, S. 837-838. Zu den theoretischen Hintergründen und zur Kritik dieser Verfahren vgl. Hering, Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999, S. 93-179.

¹⁴ Hervorzuheben ist hier Moxter, Grundsätze I, Wiesbaden 1976; Moxter, Grundsätze II, Wiesbaden 1983; Moxter, Bedeutung und Quellen, 1976, S. 989-991; Moxter, Todsünden, 1977, S. 253-256; Moxter, Bedeutung, 1980, S. 454-459.

stemen werden. So können Widersprüche oder Implikationen aufgedeckt sowie sinnvollere, das heißt der Aufgabe angemessenere Lösungen erarbeitet werden. Die Wissenschaft kann für Gesetzgebung und Rechtsprechung dabei sowohl *de lege lata* als auch *de lege ferenda* nützlich sein. Sie kann auch ein kritisches Korrektiv zu Standardisierungsausschüssen werden. Ihre Stärke ist ihre Unabhängigkeit. Aber Wissenschaftler sind auch Menschen und als solche durchaus geneigt, lieber mit dem als gegen einen zeitgeistigen Strom zu schwimmen. Vor Moden, die Erkenntnisrückschritt darstellen, sind sie daher – weiß Gott – nicht gefeit.¹⁵ Aber – dies muß hinzugefügt werden – Versuch und Irrtum sind für die Wissenschaft neben Logik eine Erkenntnisquelle, ebenso das Spannungsverhältnis aus These, Antithese und Synthese. Im Bereich der Unternehmensbewertung war es etwa der diametrale Gegensatz zwischen objektiver und subjektiver Unternehmensbewertungslehre in den fünfziger und sechziger Jahren, aus dem als Synthese und Erkenntnisfortschritt in den siebziger Jahren die funktionale Unternehmensbewertung hervorging.

Diese drei Quellen – Gesetzgebung und Rechtsprechung, Standardisierungsausschüsse sowie Wissenschaft und Forschung – sind keineswegs isoliert zu sehen, sondern stellen – um ein Bild zu gebrauchen – ein Quellsystem mit sichtbaren und unsichtbaren Verbindungen untereinander dar, so daß sich ihre Wasser letztlich mischen. Dies kann manchmal dauern, und es kann zeitweise auch zu trüben Wassern führen.

Vgl. ferner Goetzke/Sieben, Unternehmensbewertung, Köln 1977, hier insbesondere auch die Wiedergabe der Podiumsdiskussion zwischen Günter Sieben, Wolfgang Dörner, Wolfgang König, Manfred Jürgen Matschke, Adolf Moxter, Meinhard Sielaff und Bernhard Zapf zum Thema „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“, S. 257-295. Bis auf König und Moxter waren die anderen Disputanten Mitglieder des Arbeitskreises „Unternehmensbewertung im Rahmen der unternehmerischen Zielsetzung“ der Schmalenbach-Gesellschaft – Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., der von Zapf und Sieben geleitet wurde. Dörner war zu dieser Zeit zugleich auch Vorsitzender des „Arbeitskreises Unternehmensbewertung (AKU)“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer, so daß eine personelle Verknüpfung zwischen diesen beiden Arbeitskreisen bestand. Vgl. auch den Bericht des Schmalenbach-Arbeitskreises Sieben/Zapf (Hrsg.), Unternehmensbewertung, Stuttgart 1981.

¹⁵ Die Schwemme an kapitalmarktorientierten Schriften eines Neo-Objektivismus seit den neunziger Jahren ist ein Beleg dafür. Zugleich treibt die Unkenntnis des Standes der Unternehmensbewertungstheorie in Deutschland seltsame Blüten, wenn etwa das Ertragswertverfahren auf einen amerikanischen Professor zurückgeführt wird. So nachzulesen bei Spremann, Klaus: Finanzanalyse und Unternehmensbewertung, München-Wien 2002, S. 146-151. Auf Seite 147 ist der Erfinder der „Zauberformel“ Benjamin Graham (1894-1976) sogar mit Bild dargestellt. Zur Abrundung der Qualität der dortigen Darlegungen einige Zitate: „Um 1940: Paradigma 2 (Ertragswert-Methode) ... Nach 1930 war allen Investoren klar, daß die Formel Unternehmenswert gleich Buchwert den Wert zu sehr an der Vergangenheit festgemacht hatte. Hier war eine neue Formel gesucht. ... Eine solche Zauberformel konnte finden, wem gelingen sollte, eine Unternehmung zwar durch ihre Zukunft zu bewerten, für die Vorwegnahme und Prognose der Zukunft aber keine spekulative Erwartung spielen lassen, sondern traditionelle und verlässliche Datenquellen heranzuziehen und diese sehr vorsichtig fort zuschreiben. Sie gelang dem amerikanischen Professor Benjamin Graham ... ist Graham die Zauberformel gelungen. ... Graham hatte eine Faustformel postuliert, nach der das Multiple oder das KGV gleich 8,5 plus zweimal die Wachstumsrate sein sollte. ... Praktiker versuchen jedoch nie, die Vergleichsrendite zu bestimmen. ... Mit dem Blick auf die Marktbewertung vergleichbarer Unternehmen wird also die theoretische Erörterung umgangen, welches die richtige Höhe des Diskontsatzes ist.“ „An der Universität St. Gallen wird es (das Buch) auf der Bachelor-Stufe eingesetzt“, heißt es im Prolog, S. 13. Dieser Voodoo-BWL soll die Zukunft gehören? Vgl. zum Ertragswertverfahren zum Beispiel bereits Schmalenbach, Schätzungstechnik, 1917/18, S. 1-20. Tatsächlich läßt sich die Anwendung des Ertragswertverfahrens noch viel weiter zurückverfolgen, insbesondere in die Bereiche der Bewertung von land- und forstwirtschaftlichen Gütern sowie von Bergwerken, was hier aber nicht gemacht werden soll.

C. Funktionale Unternehmungsbewertung als Basis theoriegestützter Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung

Ich möchte Ihnen nun in Grundzügen die funktionale Unternehmungsbewertungstheorie vorstellen, die ich als Basis für meine Ihnen später noch zu präsentierenden theoriegestützten Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung wähle.

Theorie funktionaler Unternehmungsbewertung I

Ausgangspunkt:

- interpersonale Konfliktsituationen mit strittigen Auseinandersetzungen über die Bedingungen einer Änderung der Eigentumsverhältnisse der Unternehmung
- entscheidungsabhängiger und interpersonell konfliktärer Anlaß

Typen von Konfliktsituationen:

- Typ „Kauf/Verkauf“ oder Typ „Fusion/Spaltung“
- Typ „eindimensional“ oder Typ „mehrdimensional“
- Typ „disjungiert“ oder Typ „jungiert“
- Typ „nicht dominiert“ oder Typ „dominiert“

Abbildung 3: Theorie funktionaler Unternehmensbewertung I: Ausgangspunkt und Typen von Konfliktsituationen

Ausgangspunkt der Theorie funktionaler Unternehmungsbewertung sind interpersonale Konfliktsituationen, in denen es um eine strittige Auseinandersetzung über die Bedingungen geht, unter denen es zu einer Veränderung der Eigentumsverhältnisse einer Unternehmung kommen kann oder soll. Die funktionale Unternehmensbewertungstheorie ist also keine Gleichgewichtstheorie, sondern eine Theorie, die die reale Welt so nimmt, wie sie ist: Unvollkommen!

Die Unternehmensbewertung ist dabei im Vorfeld solcher oder im Zusammenhang mit solchen Auseinandersetzungen angesiedelt. Der betrachtete Unternehmungsbewertungsanlaß ist folglich entscheidungsabhängig und interpersonell konfliktär. Beides liegt vor.

Um aber einer solch hochkomplexen Welt wenigstens in der Theorie nicht hilflos ausgesetzt zu sein, habe ich sie mit Hilfe von Typen geordnet.¹⁶ Dieses Ordnungsraster soll gleichgelagerte von zu unterscheidenden Fälle trennen.

Solche Typen sind der Typ „Kauf/Verkauf“ oder der Typ „Fusion/Spaltung“. Im ersteren Falle geht es darum, daß eine Konfliktpartei Eigentum an der Unternehmung erwirbt und die andere es aufgibt. Im zweiten Fall sollen Unternehmen mit unterschiedlichen Eignern vereinigt werden, oder eine Unternehmung soll in mehrere zerlegt werden, wobei die Eigentumsverhältnisse neu zwischen den bisherigen Eignern geordnet werden. Kauf- und Verkaufssituationen werden zumeist den Überlegungen zugrunde gelegt, und im Mittelpunkt steht dabei das Geldäquivalent für die Änderung der Eigentumsrechte. Auch ich werde dieser Übung im weiteren durchaus folgen.

Das zweite Charakterisierungsmerkmal ist die Unterscheidung zwischen Typ „eindimensional“ und Typ „mehrdimensional“. Dieses Begriffspaar dient dazu, den realen Tatbestand zu erfassen, daß es in einer interpersonalen Konfliktsituation oftmals nicht bloß eine, sondern eine Vielzahl von Größen gibt, über die sich die Konfliktparteien verständigen müssen, um zur Einigung zu kommen. Solche Größen nenne ich – sicherlich sehr abstrakt – konfliktlösungsrelevante Sachverhalte¹⁷. Reale Konfliktsituationen lassen sich eher dem Typ „mehrdimensional“ als dem Typ „eindimensional“ zuordnen, obwohl letzterer meist völlig undiskutiert und wie selbstverständlich in der Literatur unterstellt wird. In mehrdimensionalen Konfliktsituationen kommt es für die Konfliktlösung stärker auf Fähigkeiten zur kreativen Kooperation, zur Findung eines vertretbaren Kompromisses an, als auf Fähigkeiten sich in einer Konfrontation durchzusetzen. Die Verhandlung als kooperativer Suchprozeß kann so Einigungspotentiale erschließen und Konflikte mildern, die sich aus einer – in jeder Verhandlung auch angelegten – basarmäßigen Konfrontation des Feilschens ergeben.

Mit dem Typpaar „jungiert“ und „disjungiert“ soll erfaßt werden, ob sich eine Konfliktpartei gleichzeitig noch in anderen Konfliktsituationen vom Typ „Kauf/Verkauf“ oder Typ „Fusion/Spaltung“ befindet oder nicht. Eine disjungierte Konfliktsituation kann allein betrachtet

¹⁶ Vgl. Matschke, Entscheidungswert, Wiesbaden 1975, S. 30-55; Matschke, Funktionale Unternehmungsbewertung, Wiesbaden 1979, S. 30-42. Vgl. auch Olbrich, Unternehmungskultur, Wiesbaden 1999, S. 9-13, der die verschiedenen Ausprägungen der Konfliktsituation in einer einprägsamen Graphik (S. 13) darstellt, sowie Reicherter, Fusionsentscheidung, Wiesbaden 2000, S. 119-122, der einen „Konfliktwürfel“ für den Typ „Fusion“ präsentiert.

¹⁷ Handelt es sich um Sachverhalte, über die für die Konfliktlösung eine Einigung herbeigeführt werden muß, dann spreche ich von originären konfliktlösungsrelevanten Sachverhalten. Sie ändern letztlich das Entscheidungsfeld der Beteiligten. Stehen Sachverhalte in einem instrumentellen Verhältnis zu einem originären Sachverhalt, dann nenne ich diese derivative Sachverhalte. Hierzu würden etwa die Bewertungsmethode und ihre Parameter gehören, wenn auf ihrer Basis letztlich die Höhe des Kaufpreises bestimmt werden soll. Über die „sachverständige“ Diskussion hinsichtlich Methode und Parameter kann selbst in einer Konfliktsituation mit nur einem einzigen originären Sachverhalt (Kaufpreis) Schärfe aus der zwangsläufigen Konfrontation herausgenommen werden. Vgl. Matschke, Entscheidungswert, Wiesbaden 1975, S. 55-69. Ferner zur Bewertung in mehrdimensionalen Konfliktsituationen Matschke, Entscheidungswert, Wiesbaden 1975, S. 356-386; Matschke, Mehrdimensionale Entscheidungswerte, 1993, S. 1-24; Tillmann, Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1998; Hering, Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999, S. 74-76; Olbrich, Unternehmungskultur, Wiesbaden 1999, 177-182; Reicherter, Fusionsentscheidung, Wiesbaden 2000, S. 232-243; Brösel, Medienrechtsbewertung, Wiesbaden 2002, S. 143-147.

werden; denn sie steht – wie es der Begriff ausdrückt – in keiner Verbindung zu einer anderen. In einer jungierten Konfliktsituation hingegen kann es entscheidungserhebliche Interdependenzen zwischen den verbundenen Konfliktsituationen geben, die es zu beachten gilt.¹⁸ Ich werde mich im weiteren nur mit disjungierten Situationen befassen.

„Dominierte“ Konfliktsituationen unterscheiden sich von „nicht dominierten“ Konfliktsituationen dadurch, daß in ihnen eine Partei einseitig und auch gegen den erklärten Willen der anderen Konfliktbeteiligten die Änderung der Eigentumsverhältnisse der Unternehmung selbst oder mit Hilfe eines Gerichts herbeiführen kann. Dominierte Konfliktsituationen sind diejenigen, in denen vorrangig Normen aus Gesetzgebung und Rechtsprechung oder aus bestehenden Verträgen von großer Bedeutung und folglich zu beachten sind¹⁹. Standardfälle sind etwa der Ausschluß eines „lästigen“ Gesellschafters oder von Minderheitsgesellschaftern. In nicht dominierten Konfliktsituationen hat hingegen keine Konfliktpartei die Macht, die Eigentumsänderung gegen den Willen der anderen zu erreichen. Der Konsens der Parteien ist dafür erforderlich. Der freiwillige Kauf und Verkauf ist hier der Standardfall. In den weiteren Überlegungen werde ich das Augenmerk auf den Typ „nicht dominiert“ legen.²⁰

¹⁸ Jungierte Konfliktsituationen werden bislang relativ selten näher untersucht. Vgl. Matschke, Entscheidungswert, Wiesbaden 1975, S. 336-355, für die Typen „Kauf-Kauf“ und „Verkauf-Verkauf“ bei uniformen und für beide Bewertungsobjekte übereinstimmenden Zahlungsströmen; Hering, Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999, S. 68-74, für den Typ „Verkauf-Kauf“; Brösel, Medienrechtsbewertung, Wiesbaden 2002, S. 98-106, für den Typ „Kauf-Kauf“ bei periodenindividuellen und für beide Objekte differierenden Zahlungsströmen.

¹⁹ Vgl. Sieben, Abfindung, 1966, S. 6-13, 54-58, 83-89; Sieben, Ausgleich, Wiesbaden 1969, S. 401-418; Schmitz, Ausgleich, Diss. Hamburg 1973; Meilicke, Barabfindung, Berlin 1975; Matschke, Dominierte Konfliktsituationen, 1981, S. 115-129; Beyerle, Unternehmensbewertung, Düsseldorf 1981, S. 247-264; Olbrich, Zugewinnausgleich, 1982, S. 247-250; Seisler, Abfindung, Diss. Mannheim 1983; Busse von Colbe, Rechtsprechung, 1984, S. 508-517; Ransch, Rechtswissenschaften, 1984, S. 202-212; Sieben/Lutz, Ertragschwaches Unternehmen, 1984, S. 566-576; Hackmann, Rechtsprechung, Wiesbaden 1987; Neuhaus, Ausscheiden aus der Personengesellschaft, Heidelberg 1990; Busse von Colbe, Resonanz, Stuttgart 1992, S. 173-186; Großfeld, Gesellschaftsrecht, Köln 1994; Piltz, Rechtsprechung, Düsseldorf 1994; Schwetzler, Barabfindung, 1996, S. 1961-1966; Lausterer, Rechtsprechung, Baden-Baden 1997; Bundesverfassungsgericht - Nr. 13 - Beschluß des ersten Senats vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94), Ausgleich, 1999, S. 289-312; Rodloff, Börsenkurs, 1999, S. 1149-1152; Bungert, Börsenwert, 2000, S. 1845-1848; Olbrich, Börsenkurs, 2000, S. 454-465; Geng, Ausgleich, Frankfurt a.M. u.a. 2003.

²⁰ Hering und Olbrich unterscheiden hinsichtlich einer dominierten Konfliktsituation Typ „Kauf/Verkauf“ dann noch weiter zwischen dem Typ „fragmentiert“ und dem Typ „nicht fragmentiert“. Von „fragmentiert“ sprechen sie, wenn die dominierte oder die dominierende Partei nicht deckungsgleich mit entweder der Käufer- oder der Verkäuferpartei ist. In einer „nicht fragmentierten“ Konfliktsituation ist hingegen die dominierte oder die dominierende Partei entweder mit der Käufer- oder der Verkäuferpartei identisch. Vgl. Hering/Olbrich, Mehrstimmrechte, 2001, S. 20-38, hier S. 21-25.

Theorie funktionaler Unternehmensbewertung II

Aufgabenstellungen/Zwecke/(Haupt-)Funktionen:

- Beratungs- oder Entscheidungsfunktion
- Vermittlungs- oder Schiedsspruchfunktion
- Argumentations- oder Begründungsfunktion

Entscheidungswert als zentrale Größe in allen Funktionen:

- Subjektive Grenze der Konzessionsbereitschaft
- Komplex der gerade noch von der betrachteten Partei akzeptierbaren Einigungsbedingungen
- Preisunter-/Preisobergrenze des Verkäufers/Käufers

Abbildung 4: Theorie funktionaler Unternehmensbewertung II: Aufgabenstellungen/ Zwecke/ (Haupt-)Funktionen und Entscheidungswert als zentrale Größe in allen Funktionen

Die Theorie funktionaler Unternehmensbewertung geht also von einer unvollkommenen Welt mit interpersonalen Konflikten aus, die höchst komplex sein können. Sie will intellektuelle wie praktische Hilfen zur Bewältigung solcher Konfliktsituationen geben. Dafür ist die Frage nach dem Zweck, der Aufgabenstellung oder der Funktion, die eine Unternehmensbewertung in solchen Konfliktsituationen haben kann, ganz zentral.

Die starke Betonung der Funktion – daher auch ihr Name funktionale Unternehmensbewertung – ist ihr hervorstechendes Merkmal. „Im Anfang war der Zweck!“, bin ich fast versucht zu formulieren²¹. „Der Zweck bestimmt die Rechnung!“ sagte Schmalenbach. Er determiniert, wie vorzugehen ist. Er ist daher präzise vorzugeben!

Weil von einem entscheidungsabhängigen und interpersonell konfliktären Bewertungsanlaß ausgegangen wird, stehen drei Hauptfunktionen im Vordergrund der Betrachtung: die Beratungs-, die Vermittlungs- und die Argumentationsfunktion.²²

²¹ In Anspielung an Johannes 1, Vers 1.

²² Vgl. Matschke, Funktionale Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1979, S. 16-19; Sieben, Beratungsfunktion, Köln 1977, S. 57-71; König, Vermittlungsfunktion, Köln 1977, S. 73-89. Ferner Semann, Preisverhandlungen, Diss. Köln 1970; Sieben/Löcherbach/Matschke, Bewertungstheorie, Stuttgart 1974, Sp. 839-851; Krag, Unternehmensbewertung, Meisenheim am Glan 1975; Bretzke, Funktionen und Folgen, 1975, S. 125-131; Bretzke, Objektivitätsanspruch, 1976, S. 543-553; Coenenberg/Sieben, Unternehmensbewertung, Stuttgart 1976, Sp. 4062-4079; Sieben, Entscheidungswert,

In der Beratungs- oder Entscheidungsfunktion geht es um die Ermittlung des Entscheidungswertes. Dieser ist definiert als subjektive Grenze der Konzessionsbereitschaft einer Partei. Im allgemeinen Fall einer mehrdimensionalen Konfliktsituation stellt er einen Komplex von Einigungsbedingungen dar, welche die betrachtete Partei gerade noch akzeptieren kann. Eine Einigung darauf bringt freilich für die betreffende Partei gegenüber der Nicht-Einigung keinen zusätzlichen Vorteil. Eine Einigung hingegen, die den Entscheidungswert einer Partei verletzt, würde diese Partei sogar schlechter stellen. Man darf annehmen, daß rational handelnde Parteien dies zu vermeiden wissen. Anschaulicher läßt sich der Entscheidungswert für eine eindimensionale Kauf- oder Verkaufssituation beschreiben. Aus der Sicht des Verkäufers handelt es sich um die Preisuntergrenze, aus der Sicht des Käufers um die Preisobergrenze. Ist die Preisuntergrenze geringer als die Preisobergrenze, so besteht ein Einigungsbereich. Jede Verständigung auf einen Preis dazwischen ist für beide Parteien von Vorteil.

Bei der Vermittlungsfunktion steht das Problem eines gerechten Ausgleichs zwischen den Konfliktparteien im Vordergrund, und der entsprechende Wert ist der Arbitrium- oder Schiedswert. In einer nicht dominierten Situation ist zu verlangen, daß der Arbitriumwert die Entscheidungswerte nicht verletzt. Auf diese Funktion wird im weiteren nicht näher eingegangen.

Im Fokus der Argumentationsfunktion stehen Begründungen für Gebote oder Forderungen in Verhandlungen. Will man sich als Partei nicht in eine ungünstige Verhandlungsposition bringen, muß man bei solchen Begründungen den eigenen Argumentationsraum genau kennen, also auch wissen, wo die eigene Konzessionsgrenze, der eigene Entscheidungswert liegt. Der Argumentationswert ist im engsten Sinne parteiisch, was nicht täuschend heißen muß. Man tut aber als Konfliktpartei gut daran, alle offengelegten Gutachten als solche in der Argumentationsfunktion anzusehen. Die Argumentationsfunktion ist ein praktisch äußerst bedeutsames, wiewohl ein kaum behandeltes Aufgabenfeld. Auch ich werde es im weiteren nicht näher betrachten.

Von Bedeutung in allen (Haupt-)Funktionen ist daher der Entscheidungswert. Er wird zur zentralen Wertgröße in der funktionalen Unternehmensbewertung. Ihn möchte ich zunächst noch ein wenig veranschaulichen, bevor dann auf seine Ermittlung näher eingegangen werden soll.

1976, S. 491-504; Dörner, Unparteiischer Gutachter, 1976, S. 505-516; Goetzke, Funktionsspezifische Unternehmensbewertung, 1976, S. 175-178; Ribbert, Unternehmensbewertung durch einen neutralen Sachverständigen, 1977, S. 599-603; Ribbert, Schiedsgutachter, 1978, S. 2085-2087; Sieben/Schildbach, Entwicklung, 1979, S. 455-461; Börner, Unternehmensbewertung, Stuttgart 1980, S. 111-123; Coenenberg, Unternehmensbewertung, Düsseldorf 1981, S. 221-245; Lutz, Konsens und Dissens, 1981, S. 146-155; Schildbach, Wirtschaftsprüfer als Gutachter, 1981, S. 193-201; Sieben, Funktionen, 1983, S. 539-542; Wagenhofer, Bestimmung von Argumentationspreisen, 1988, S. 340-359; Wagenhofer, Argumentationspreis in der Unternehmensbewertung, 1988, S. 532-552; Schildbach, Funktionenlehre, 1993, S. 25-38; Gorny, Argumentationsfunktion, Wiesbaden 2002.

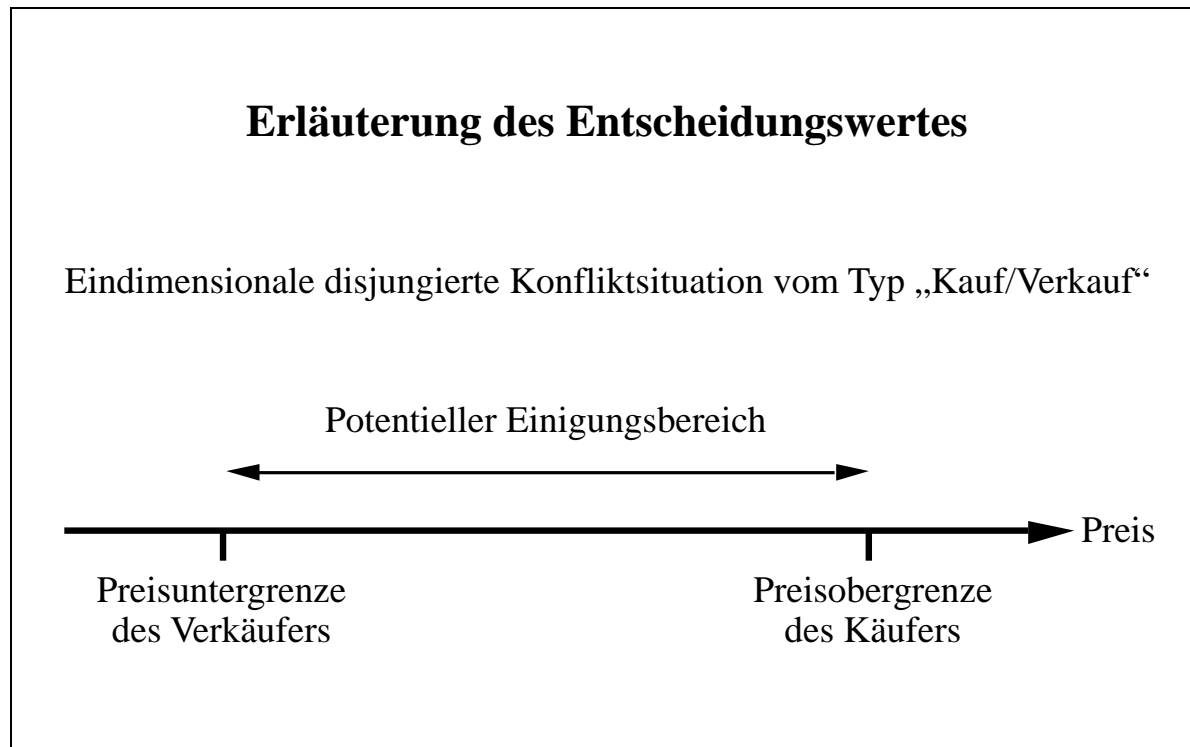


Abbildung 5: Erläuterung des Entscheidungswertes: Eindimensionale disjungierte Konfliktsituation vom Typ „Kauf/Verkauf“

In dieser Abbildung ist die Verhandlungssituation wiedergegeben, die in der Literatur fast ausschließlich betrachtet wird. Es geht um den Kauf oder Verkauf einer Unternehmung. Strittig ist allein der Preis. Käufer und Verkäufer bestimmen ihren Entscheidungswert in dieser Situation als Preisgrenze. Der Käufer als Preisobergrenze, der Verkäufer als Preisuntergrenze. Jede Partei kennt freilich nur ihre eigene Preisgrenze, möglicherweise nicht als Punktgröße, sondern nur als Intervallgröße, was aber für die Veranschaulichung nicht von Bedeutung ist. Eine Einigung kann zustande kommen, wenn der Verkäufer weniger verlangen muß, als der Käufer bieten kann. Es ergibt sich dann ein potentieller Einigungsbereich, der zugleich den gesamten Vorteil kennzeichnet, den beide insgesamt erringen können. Der Vorteil des einen kann aber nur zu Lasten des Vorteils des anderen erhöht werden. Aus der Verhandlungssituation ergibt sich eine basarmäßige Konfrontation der Parteien.

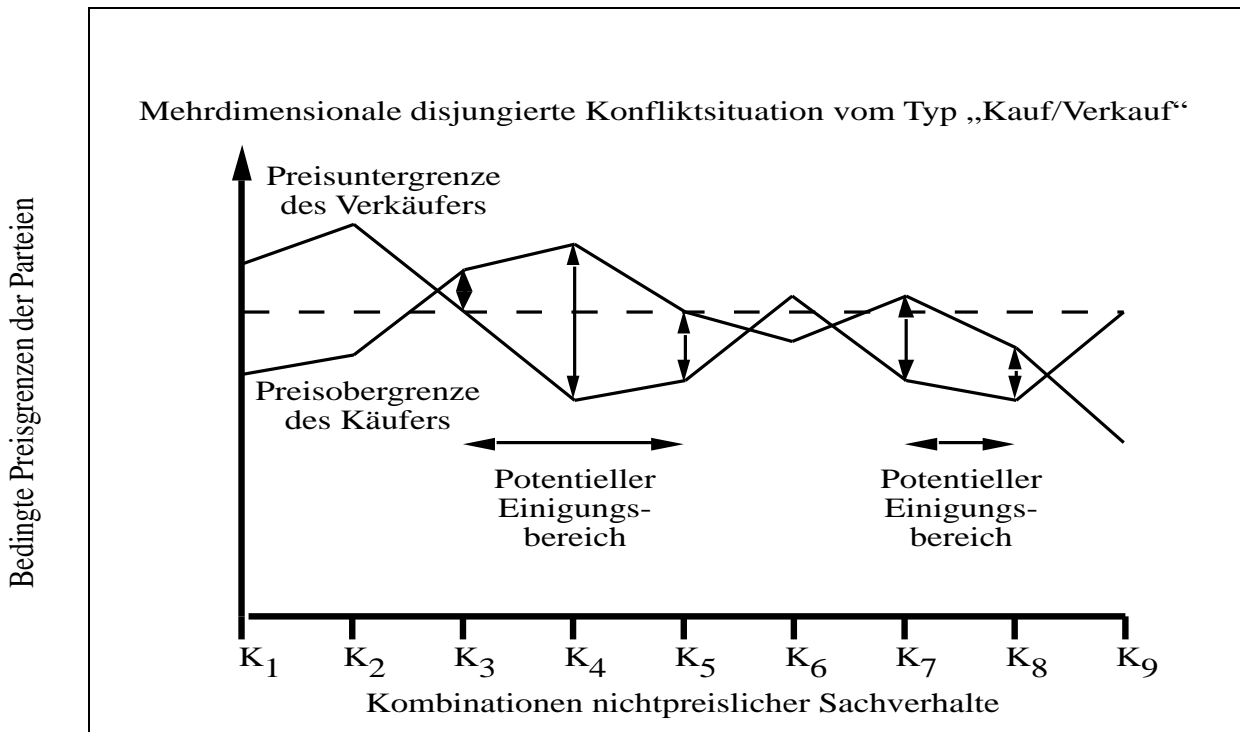


Abbildung 6: Mehrdimensionale disjungierte Konfliktsituation vom Typ „Kauf/Verkauf“

In dieser Abbildung wird eine mehrdimensionale Konfliktsituation graphisch erläutert, die die Realität weitaus besser beschreiben dürfte, als die Abbildung zuvor. Um die Situation graphisch noch zu bewältigen, habe ich alle nichtpreislichen konfliktlösungsrelevanten Sachverhalte zu verschiedenen Kombinationen auf der Abszisse nominal zusammengefaßt. Die Preisgrenzen der Parteien sind dann als bedingte Größen zu interpretieren. Je nachdem, wie die nichtpreislichen Komponenten aussehen, könnte der Käufer maximal mehr oder weniger bieten, und der Verkäufer müßte minimal mehr oder weniger fordern. Im Beispiel gäbe es zwei potentielle Einigungsbereiche, nämlich einerseits bei den Kombinationen K3, K4 und K5 sowie andererseits bei der Kombinationen K7 und K8 der nichtpreislichen Sachverhalte, denn in diesen Fällen ist die Preisobergrenze des Käufers größer als die Preisuntergrenze des Verkäufers. Eine solche mehrdimensionale Situation ist alles andere als eine Basarsituation. Denn hier ist Kreativität von beiden Seiten gefordert, um die potentiellen Einigungsbereiche überhaupt zu entdecken, und daß dies gelingt, ist keineswegs sicher. Denn nur in der Theorie ergibt sich ein solch klares Bild der Verhandlungssituation. Die Parteien wissen kaum etwas davon. Wir hingegen sind da viel besser dran. Wir können sogar erkennen, wenn wir die eingezeichnete gestrichelte Linie als vorgesehenen Einigungspreis interpretieren, daß dieser Preis zwar mit K3, K4, K5 und K7, nicht aber mit K8 vereinbar ist und daß der erreichbare Vorteil als Differenz der Preisgrenzen sehr unterschiedlich verteilt würde. Bei K3 nur zugunsten des Käufers, bei K5 nur zugunsten des Verkäufers. Bei K7 erhält der Verkäufer so viel wie bei K5, der Käufer hingegen mehr. Wir können den beiden Parteien nur wünschen, daß sie in der betrachteten Situa-

on die Kombination K4 der nichtpreislichen konfliktlösungsrelevanten Sachverhalte finden und sich darauf verständigen; denn diese Lösung wäre im Vergleich zu den anderen paretooptimal.

Nach dieser Veranschaulichung des Entscheidungswertes als subjektiver Konzessionsgrenze will ich mich jetzt dem Problem seiner Ermittlung zuwenden.

Ich werde dabei zunächst ein Modell der Entscheidungswertermittlung präsentieren, aus dem alle anderen hergeleitet werden können. Es bedingt weder Festlegungen hinsichtlich der Ziele und Entscheidungsfelder der Konfliktparteien noch im Hinblick auf Anzahl und Art der konfliktlösungsrelevanten Sachverhalte. Sein Anwendungsbereich ist auch keineswegs auf Unternehmensbewertungsprobleme beschränkt, vielmehr ist es auf beliebige entscheidungsabhängige und interpersonell konfliktäre Situationen ohne Zwangscharakter anwendbar.²³

Im nächsten Schritt will ich ein viel spezielleres Modell vorstellen, das ausschließlich ein finanzwirtschaftliches Zahlungsziel und außerdem nur den Preis als konfliktlösungsrelevanten Sachverhalt kennt, ansonsten aber hinsichtlich des Entscheidungsfeldes keine Einschränkungen macht.

Aus diesem Modell werde ich dann etwas herleiten, was Ihnen im Prinzip bekannt und hoffentlich doch zugleich so fremd sein dürfte, daß es einen Erkenntnisgewinn bringt.

Allgemeines Modell der Entscheidungswertermittlung

1. Schritt: Bestimmung des Basisprogramms und des Basisprogrammnutzens

Alternativenmenge ohne Einigung: $A = \{a_i\}$

Basisprogramm: $Ba = a_{opt} = \{a_i | \max N(a_i)\}$

Basisprogrammnutzen: $N_{Ba} = N(a_{opt}) = N(Ba)$

Abbildung 7: Allgemeines Modell der Entscheidungswertermittlung: 1. Schritt

²³ Vgl. Matschke, Entscheidungswert, Wiesbaden 1975, S. 387-390.

Wer in einer interpersonalen Konfliktsituation steht, sollte sich Gedanken machen, was er ohne Einigung machen und hinsichtlich seiner Ziele erreichen könnte. Bei rationalem Handeln würde er das tun wollen, was seinen Nutzen maximiert. Ich nenne das, was er ohne Einigung machen würde, das Basisprogramm und die dabei erreichbare Zielerfüllung den Basisprogrammnutzen. In der Folie ist dies in Symbolen festgehalten. Die Konfliktpartei wählt aus der Menge A aller Handlungsmöglichkeiten ohne Einigung die Alternative. Es handelt sich dabei um die nutzenmaximale Alternative. Sie ist das Basisprogramm und ihr Nutzen der Basisprogrammnutzen.

Allgemeines Modell der Entscheidungswertermittlung

2. Schritt: Bestimmung des Bewertungsprogramms und des Entscheidungswertes

Alternativenmenge bei Einigung auf (s_1, \dots, s_n) : $B = \{b_j(s_1, \dots, s_n)\}$

Bewertungsprogramm: $Be = \{b_j(s_1, \dots, s_n) | \max N(b_j(s_1, \dots, s_n)) = N_{Ba}\}$

Entscheidungswert: $W = \{(s_1, \dots, s_n) | N(Be) = N_{Ba}\}$

Zulässige Konfliktlösungen: $S_{zul} = \{(s_1, \dots, s_n) | N(b_j(s_1, \dots, s_n)) = N_{Ba}\}$

Abbildung 8: Allgemeines Modell der Entscheidungswertermittlung: 2. Schritt

Der Basisprogrammnutzen ist eine Meßlatte. Wer sich in keiner Zwangssituation befindet – die ich nicht betrachte –, wird einer Einigung nur zustimmen, wenn er sich davon einen Vorteil verspricht, zumindest aber sich nicht verschlechtert. Das bedeutet, nach einer Einigung sollte wenigstens wieder der Basisprogrammnutzen erreicht werden. Geht man davon aus, daß die Einigungsbedingungen, die als Kombination (s_1, \dots, s_n) der konfliktlösungsrelevanten Sachverhalte allgemein ausgedrückt werden können, das Entscheidungsfeld ändern, dann steht je nachdem, welche Kombination (s_1, \dots, s_n) vereinbart wird, eine andere Alternativenmenge B mit den Elementen $b_j(s_1, \dots, s_n)$ zur Auswahl mit einem in der Regel unterschiedlichen Nutzen $N(b_j(s_1, \dots, s_n))$. Das Bewertungsprogramm ist dann diejenige Alternative, deren Nutzen genau so groß ist wie der des Basisprogramms. Alle Kombinationen (s_1, \dots, s_n) der konfliktlösungsrelevanten Sachverhalte, für die dies gilt, bilden den Entscheidungswert dieser Partei. Ihnen steht die Konfliktpartei indifferent gegenüber, weil die Partei sie als Lösung des Konflikts gerade noch ak-

zeptieren könnte. Die Partei würde nach einer Einigung darauf genau wieder den Basisprogrammnutzen erreichen. Natürlich strebt sie nicht nach einer solchen Lösung. Zulässig sind aus der Sicht der Konfliktpartei solche Konfliktlösungen, die ihren Entscheidungswert bilden, und selbstverständlich alle, die für sie zu einem Nutzenzuwachs führen. Letztere strebt sie in der Verhandlung an.

Auch in diesem allgemeinen Modell ist die Unterscheidung zwischen Wert und Preis gegeben, wenngleich beide Begriffe weit verstanden werden. Den „Wert“ bilden alle potentiellen Einigungsbedingungen aus der Sicht einer Konfliktpartei, die zum erreichbaren Nutzen ohne Einigung führen. Der Wert ist eine subjektive und kritische und zumeist nicht aufgedeckte Größe. Der „Preis“ ist in diesem allgemeinen Kontext die tatsächliche konfliktlösende Einigungsbedingung, auf die sich die Parteien verständigen. Er ist objektiv, weil er für alle beteiligten Konfliktparteien gilt.

Auf einem Konkurrenzmarkt – dies weiß die Ökonomie seit altersher – determinieren die subjektiven Werte des Grenzanbieters und Grenznachfragers den Preis und stimmen mit ihm überein. Alle anderen zum Zuge kommenden Marktteilnehmer haben eine Produzenten- oder Konsumentenrente, das heißt, sie erhalten als Anbieter mehr, als sie mindestens fordern, oder zahlen weniger, als ihre Zahlungsbereitschaft ausmacht.

Daß diese alte Erkenntnis gerade bei den sogenannten kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren verloren ging, ist schon Ironie, weil jede Börsenkursbildung im Auktionsverfahren nach diesem alten ökonomischen Gesetz vonstatten geht. Die Vertreter der kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren aber suchen wieder den „wahren“, den „intrinsischen“ oder „inneren“ Wert, der freilich nicht dem beobachtbaren „Marktpreis“, sondern einer Mystifikation, dem „Marktwert“, entsprechen soll.

Das gerade vorgestellte allgemeine Modell gehört sicherlich dem Bereich der Grundlagenforschung an, aber es lassen sich auf seiner Basis andere Modelle bilden, die weniger komplex und daher als anwendungsnäher anzusehen sind. Ein solches Modell ist das sogenannte Zustands-Grenzpreismodell meines Schülers Thomas Hering, der an der Fernuniversität Hagen einen Lehrstuhl innehat. Er hat das zweistufige Konzept der Wertermittlung aufgegriffen, verknüpft es aber mit effizienten Verfahren der mathematischen Optimierung zur Findung von Basis- und Bewertungsprogramm.²⁴ Dies setzt freilich eine Reduktion der Komplexität in den

²⁴ Vgl. Hering, Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999. Dieses von Hering als lineares Zustands-Grenzpreismodell auf der Basis der Zielsetzung der Einkommens-/Entnahmemaximierung und der Vermögensmaximierung entwickelte Modell haben Pfaff/Pfeiffer/Gathge, Zustands-Grenzpreismodell, 2002, S. 198-210, zu einem nicht linearen Zustands-Grenzpreismodell fortentwickelt. Hering, Produktionsfaktoren, S. 57-81, und Brösel, Medienrechtsbewertung, Wiesbaden 2002, haben das lineare Modell um Gesichtspunkte der Produktionsprogrammplanung erweitert. Eine Integration von Produktionsprogrammüberlegungen in ein Modell zur Bestimmung eines mehrdimensionalen Entscheidungswertes findet sich bei Matschke, Entscheidungswert, S. 357-384. Im weiteren wird jedoch nur das ursprüngliche Heringsche Modell betrachtet. Ansätze zur Verwendung von mathematischen Optimierungsmethoden oder von vergleichbaren Methoden bei der Unternehmensbewertung finden sich bereits ab Mitte der sechziger Jahre; vgl. z. B. Jaensch, Wert und Preis, Köln und Opladen 1966, S. 128-145; Jaensch, Einfaches Modell, 1966, S. 666-679; Sieben, Bewertungs- und Investitionsmodelle, 1967, S. 126-147; Sieben, Erfolgseinheiten, Köln 1968; Matschke, Kompromiß, 1969, S. 57-77;

zugelassenen Zielen voraus.²⁵ Es werden von ihm – wie im Rahmen der Unternehmensbewertung zumeist üblich – nur finanzielle, auf Zahlungsgrößen abstellende Ziele zugelassen, wobei aber der gewünschte Zahlungsstrom beliebig strukturiert sein kann. Das Entscheidungsfeld der Konfliktpartei wird nicht durch explizierte Alternativen, sondern implizit durch ein System von Restriktionen abgebildet, so daß die Anwendung mathematischer Optimierungsmethoden möglich wird. Der Vorteil dieses Modells ist, daß die Zahlungen nicht bloß – wie üblich – zeitpunktbezogen, sondern auch risiko- oder unsicherheitsbezogen interpretiert werden können, so daß eine einheitliche Bewertungstheorie für den Sicherheits- und Ungewißheitsfall hergeleitet werden kann und daraus wiederum Hilfen für praktisches Handeln ableitbar sind. Das Zustands-Grenzpreismodell gestattet auch eine Überleitung zu finanzierungstheoretischen Überlegungen. Es zeigt aber ebenso deutlich, daß es keine Brücke zu den kapitalmarkttheoretischen DCF-Verfahren gibt, die auf inkompatiblen Theorieversatzstücken beruhen.

Ich will Ihnen nun das Zustands-Grenzpreismodell in Form des linearen Ansatzes und bei zeitpunktbezogener Interpretation der Zahlungsgrößen kurz vorstellen. Zugrunde gelegt wird im weiteren eine eindimensionale disjungierte Konfliktsituation vom Typ „Kauf/Verkauf“, wobei ich nur die Sicht des Käufers betrachte.²⁶

Laux/Franke, Bewertung, 1969, S. 205-223; Busse von Colbe, Gesamtwert, Stuttgart 1970, Sp. 576-578; Laux/Franke, Kapitalwertmethode, 1970, S. 517-527.

²⁵ Zu Modellen bei mehrfacher Zielsetzung und nicht monetären Zielen vgl. Sieben, Erfolgseinheiten, Köln 1968; Sieben, Erfolgspläne bei heterogenen Zielen, Bielefeld 1969, S. 71-100; Matschke, Entscheidungswert, Wiesbaden 1975, S. 75-113; Hafner, Unternehmensbewertung, 1988, S. 485-504.

²⁶ Vgl. Hering, Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999. Die Übertragung auf den disjungierten und den mehrdimensionalen Fall zeigt Hering ebenfalls.

Zustands-Grenzpreismodell aus Käufersicht

1. Schritt: Bestimmung des Basisprogramms

Zielsetzung: max. Nutz; Nutz: = EN

unter den Nebenbedingungen:

$$- \sum_{j=1}^m g_{j0} x_j \leq b_0 \quad \text{Finanzierungsrestriktion in } t = 0$$

$$- \sum_{j=1}^m g_{jt} x_j + w_t \cdot EN \leq b_t \quad \text{Liquiditätsrestriktionen in } t = 1, \dots, n$$

$$x_j \leq x_j^{\max} \quad \text{Kapazitätsrestriktionen für } j = 1, \dots, m$$

$$EN, x_j \geq 0 \quad \text{Nichtnegativitätsbedingungen}$$

Abbildung 9: Zustands-Grenzpreismodell aus Käufersicht: Bestimmung des Basisprogramms

Die Konfliktpartei strebt nach einem maximalen Nutzen in Form eines möglichst breiten Entnahmestroms EN zu Konsumzwecken, weshalb EN zu maximieren ist. Am Ende einer Periode t sind Entnahmen in Höhe von $w_t \cdot EN$ vorgesehen. Über die periodenspezifischen Gewichtungen w_t können beliebige gewünschte Entnahmestrukturen abgebildet werden. Die Variablen x_j stellen Investitions- oder Finanzierungsobjekte dar, für die es obere Begrenzungen geben kann, aber nicht muß. Der Zahlungsüberschuß pro Einheit eines Investitions- oder Finanzierungsobjektes zu den verschiedenen Zeitpunkten t wird mit dem Symbol g_{jt} ausgedrückt. Die Größen b_t sind fest vorgegebene Zahlungssalden zu den verschiedenen Zeitpunkten. Sie können wie die Größen g_{jt} positiv, null oder auch negativ sein.

Die erste Nebenbedingung stellt sicher, daß das Basisprogramm im Zeitpunkt $t=0$ durchgeführt werden kann. Die weiteren Nebenbedingungen gewährleisten von Zeitpunkt $t=1$ an die jederzeitige Zahlungsfähigkeit unter Berücksichtigung der vorgegebenen Zahlungssalden b_t . Schließlich sind noch Kapazitätsrestriktionen für die Investitions- und Finanzierungsobjekte sowie Nichtnegativitätsbedingungen im Modell enthalten. Für ein x_j ohne Begrenzung entfällt die Kapazitätsrestriktion. Der maximale Zielfunktionswert soll im weiteren mit dem Symbol EN^* belegt werden. Er entspricht dem Basisprogrammnutzen. Die Zusammenstellung der Investitions- und Finanzierungsobjekte, die zu EN^* führt, ist entsprechend das Basisprogramm.

2. Schritt: Bestimmung des Bewertungsprogramms und Entscheidungswertes (Grenzpreises des Käufers)

Zielsetzung: max. W ; $W := p^*$

unter den Nebenbedingungen:

$-\sum_{j=1}^m g_{j0} x_j + p^* \leq b_0$	Finanzierungsrestriktion in $t = 0$
$-\sum_{j=1}^m g_{jt} x_j + w_t \leq EN - b_t + g_{Ut}$	Liquiditätsrestriktionen in $t = 1, \dots, n$
$-EN \leq -EN^*$	Sicherstellung, daß Basisprogrammnutzen wieder erreicht wird
$x_j \leq x_j^{\max}$	Kapazitätsrestriktionen für $j = 1, \dots, m$
$x_j, EN, p^* \geq 0$	Nichtnegativitätsbedingungen

Abbildung 10: Zustands-Grenzpreismodell aus Käufersicht: Bestimmung des Bewertungsprogramms und Entscheidungswertes (Grenzpreises des Käufers)

In der Folie wird der Ansatz zur Ermittlung von Entscheidungswert und Bewertungsprogramm dargestellt. Es geht um die Bestimmung des maximal zahlbaren Preises für die zu bewertende Unternehmung. Deren erwartete künftige Zahlungen sind g_{Ut} . Als neue Restriktion ist eingeführt, daß der Entnahmestrom EN des Bewertungsprogramms mindestens wieder so groß ist wie der Basisprogrammnutzen EN^* . Die weiteren Restriktionen entsprechen denen des vorherigen Modells. Die Lösung des Modells ist der maximal zahlbare Preis p^* , der in einer eindimensionalen Konfliktsituation dem Entscheidungswert des Käufers entspricht.

Es ist nun möglich, was hier jedoch nicht im einzelnen hergeleitet wird, zu dem in der aufliegenden Folie dargestellten Primalproblem der Bestimmung des Bewertungsprogramms ein duales Problem zu formulieren. Da das Maximum des Primalproblems nach der Dualitätstheorie dem Minimum des dualen Problems entspricht, kann auf diese Weise eine Formel für den maximal zahlbaren Preis p^* entwickelt werden, auf die ich jetzt eingehen werde.

Beziehung zwischen Entscheidungswert (Grenzpreis des Käufers) und Zukunftserfolgswert der Unternehmung

$$\begin{aligned}
 p^* = & \underbrace{\sum_{t=1}^n \underbrace{gU_t}_{\text{Zahlung des Bewertungsobjekts}} \underbrace{t}_{\text{Abzinsungsfaktor}}}_{\text{Zukunftserfolgswert des Bewertungsobjekts}} + \underbrace{\sum_{t=0}^n b_t \cdot t + \underbrace{\sum_{\substack{C_j > 0 \\ x_j^{\max}}} C_j}_{\text{Summe der positiven Kapitalwerte}}}_{\text{Kapitalwert des Bewertungsprogramms (ohne Bewertungsobjekt)}} - \underbrace{\sum_{t=1}^n w_t \cdot EN^*_t}_{\text{Kapitalwert des Basisprogramms}} \\
 & \underbrace{\hspace{10em}}_{\text{Kapitalwertänderung durch Umstrukturierung vom Basis- zum Bewertungsprogramm}}
 \end{aligned}$$

mit $t = \frac{1}{(1 + i^{\text{Be}})^t}$

Abbildung 11: Beziehung zwischen Entscheidungswert (Grenzpreis des Käufers) und Zukunftserfolgswert der Unternehmung

Ich habe versucht, diese komplexe Formel so zu ordnen, daß Ihnen der Zugang zur Struktur und den einzelnen Bestandteilen erleichtert wird.

Die Formel besteht aus drei Teilen. Der erste Teil betrifft den Zukunftserfolgswert der Unternehmung. Ich benutze bewußt diesen Begriff und nicht den Begriff „Ertragswert“, weil der Ertragswertbegriff auch mit einem Inhalt belegt wird, der hier nicht relevant ist. Der Begriff des Zukunftserfolgswertes entstammt hingegen der subjektiven Unternehmungsbewertungslehre. Er gibt den Barwert der Zahlungen der Unternehmung wieder, die von der Konfliktpartei aufgrund ihrer Planungen erwartet werden. Die Zustandspreise t drücken den heutigen Wert einer für den Zeitpunkt t erwarteten Geldeinheit aus. Sie lassen sich daher auch als Abzinsungsfaktoren interpretieren und können aus den endogenen Grenzzinsfüßen i^{Be} des Bewertungsprogramms hergeleitet werden.

Die beiden anderen Bestandteile dieser Formel können zusammengefaßt werden und stellen eine Kapitalwertänderung dar, die sich dann ergibt, wenn Bewertungsprogramm und Basisprogramm sich nicht bloß hinsichtlich der zu bewertenden Unternehmung unterscheiden, sondern wenn es durch die Hereinnahme des Bewertungsobjekts zu Umstrukturierungen vom Basis- zum Bewertungsprogramm kommt.

Die Formel belegt: Der Entscheidungswert als Grenzpreis und der Zukunftserfolgswert sind nicht identisch. Um zum Entscheidungswert als Grenzpreis zu kommen, ist der Zukunftserfolgswert um die Kapitalwertänderung durch Umstrukturierungen zu ergänzen. Mit den um-

strukturierungsbedingten Kapitalwertänderungen wird also eine zusätzliche Größe relevant, die – vergleichbar den Synergieeffekten – einzubeziehen ist und die keine dem Bewertungsobjekt unmittelbar zuzurechnende Größe darstellt. Ermitteln läßt sie sich erst, wenn der Entscheidungswert bereits bekannt ist. Dennoch ist diese Erkenntnis bedeutsam, auch wenn sie das Dilemma der Lenkpreistheorie widerspiegelt.

Gibt es keine solche Umstrukturierungen, dann entspricht der Zukunftserfolgswert dem Entscheidungswert. Diese Bedingung ist in der idealen Welt des vollkommenen Kapitalmarktes stets erfüllt.

Zukunftserfolgswert als untere und obere Schranke für den Entscheidungswert (Grenzpreis des Käufers)

$\underbrace{\sum_{t=1}^n g_{Ut} \frac{1}{(1+i^{Be})^t}}_{=1}$ <p>Zukunftserfolgswert des Bewertungsobjekts auf Basis der endogenen Grenzzinsfüße des Bewertungsprogramms</p>	p*	$\underbrace{\sum_{t=1}^n g_{Ut} \frac{1}{(1+i^{Ba})^t}}_{=1}$ <p>Zukunftserfolgswert des Bewertungsobjekts auf Basis der endogenen Grenzzinsfüße des Basisprogramms</p>
---	----	--

Abbildung 12: Zukunftserfolgswert als untere und obere Schranke für den Entscheidungswert (Grenzpreis des Käufers)

Auf einem unvollkommenen Markt ist von Bedeutung, daß der Zukunftserfolgswert als untere und obere Schranke für den Entscheidungswert (Grenzpreis des Käufers) interpretiert werden kann, wobei die untere Schranke auf Basis der endogenen Grenzzinsfüße des Bewertungsprogramms und die obere Schranke auf Basis der endogenen Grenzzinsfüße des Basisprogramms zu ermitteln sind.

Stimmen die endogenen Grenzzinsfüße beider Programme in allen Zeitpunkten überein, weil es beim Übergang vom Basis- zum Bewertungsprogramm zu keinen Umstrukturierungen kommt, dann ist die Ermittlung des Entscheidungswertes als Grenzpreisgröße mit dem Zukunftser-

folgswertverfahren ohne Einschränkungen möglich, also auch in der realen Welt des unvollkommenen Kapitalmarkts.²⁷

Als Hilfe für praktisches Handeln läßt sich daraus ableiten, daß neben den künftigen Zahlungen des Bewertungsobjekts die Abschätzung der endogenen Grenzzinsfüße von Basis- und Bewertungsprogramm in den Fokus der Überlegungen zu rücken ist. Je besser die Grenzzinsfüße geschätzt werden können, desto enger ist der Bereich, in dem der Entscheidungswert als Grenzpreis des Käufers liegt.

Das, was hier am Beispiel der Entscheidungswertermittlung des Käufers hergeleitet worden ist, läßt sich spiegelbildlich auf die Ermittlung des Grenzpreises des Verkäufers als Entscheidungswert in einer eindimensionalen disjungierten Konfliktsituation übertragen. Auch eine Übertragung der Überlegungen auf jungierte und mehrdimensionale Konfliktsituationen ist möglich.

²⁷ Vgl. Hering, Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999, S. 34-41.

D. Basis-Grundsätze ordnungsmäßiger (funktionaler) Unternehmensbewertung

Welche Schlußfolgerungen sind aus den theoretischen Überlegungen für die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung zu ziehen?

**Basis-Grundsätze ordnungsmäßiger (funktionaler)
Unternehmensbewertung I**

Zweckadäquanzprinzip: Aufgabenadäquater Wert

- Grundsatz der Beachtung der maßgebenden Aufgabenstellung

- **Vermittlungsfunktion: Arbitriumwert**
 - Grundsatz der Rationalität des Handelns der Konfliktparteien
 - Grundsatz der parteienbezogenen Angemessenheit
- **Entscheidungsfunktion: Entscheidungswert**
 - Grundsatz der Beachtung der realen Konfliktsituation
 - Grundsatz der Beachtung der Ziele der Konfliktpartei
 - Grundsatz der Beachtung ihrer Handlungsmöglichkeiten

Abbildung 13: Basis-Grundsätze ordnungsmäßiger (funktionaler) Unternehmensbewertung I

Bereits in einer Podiumsdiskussion zum gleichen Thema „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“ am 18. November 1976 in Köln, also vor mehr als einem Vierteljahrhundert, habe ich den nach meiner damaligen wie heutigen Meinung „obersten Grundsatz“ benannt, „nämlich den Grundsatz der Beachtung der jeweiligen Funktion der Unternehmensbewertung“.²⁸ Moxter nannte ihn zunächst den „Grundsatz sorgfältiger Aufgabenanalyse“²⁹ und später knapp und treffend „Zweckadäquanzprinzip“³⁰.

Aus diesem Zweckadäquanzprinzip folgt, daß die weiteren Prinzipien je nach Aufgabenstellung oder Funktion zu formulieren sind.

Im Hinblick auf die Vermittlungsfunktion und bezogen auf den Arbitriumwert habe ich zwei Basis-Grundsätze postuliert,³¹ nämlich den Grundsatz der parteienbezogenen Angemessenheit,

²⁸ Vgl. Goetzke/Sieben (Hrsg.), Unternehmensbewertung, Köln 1977, S. 292.

²⁹ Vgl. Moxter, Grundsätze I, Wiesbaden 1976, S. 26-27.

³⁰ Vgl. Moxter, Grundsätze II, Wiesbaden 1983, S. 5-8. Im IDW Standard S 1 wird vom Grundsatz der Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks gesprochen; vgl. IDW Standard, Grundsätze, 2000, S. 828.

³¹ Vgl. Matschke, Funktionale Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1979, S. 43-49; 92-109.

weil der Arbitriumwert eine Interessen ausgleichende „faire“ Größe ist, und den Grundsatz der Rationalität des Handelns, der die Beachtung der Entscheidungswerte verlangt, um sicherzustellen, daß im Falle einer nicht dominierten Konfliktsituation der Arbitriumwert eine aus der Sicht aller Konfliktparteien zulässige Konfliktlösung darstellt und im Falle einer dominierten Konfliktsituation die Interessen der dominierten Konfliktpartei gewahrt bleiben. Moxter spricht vom Schiedsgutachtenprinzip und konkretisiert den Interessenausgleich durch das Mittelungsprinzip der Grenzpreise³², was jedoch nur eine von vielen Konkretisierungen des Angemessenheitsgrundsatzes darstellt³³, aber auf jeden Fall gewährleistet, daß der Schiedspreis mit rationalem Handeln der Parteien vereinbar ist.

Der Grundsatz der Rationalität des Handelns stellt die Klammer zu den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung in der Entscheidungsfunktion dar. Der Blick ist jedoch verschieden. Geht es in der Vermittlungsfunktion um die Ermittlung der potentiellen Einigungsmenge, so geht es in der Entscheidungsfunktion um die Menge der zulässigen Konfliktlösungen für eine Partei und hierbei insbesondere um den Entscheidungswert als Konzessionsgrenze dieser Partei. Die Bewertung in der Entscheidungsfunktion muß damit als eine subjektive Unternehmensbewertung konzipiert werden.³⁴

Zur Ermittlung eines aufgabenadäquaten Wertes in der Entscheidungsfunktion ist es erforderlich, die reale Konfliktsituation als Ausgangspunkt zu wählen und bei der Entscheidungswertermittlung die wirklichen Ziele und tatsächlichen Handlungsmöglichkeiten der Konfliktpartei zu beachten. Daß es dabei zu Typisierungen, also zu Vereinfachungen und somit zur Komplexitätsreduktion³⁵ kommen muß, ist zwangsläufig, und zwar nicht bloß bezogen auf die Konfliktsituation, wie zuvor erläutert, sondern auch hinsichtlich der Ziele und Handlungsmöglichkeiten der Konfliktpartei, für die der Entscheidungswert ermittelt wird.³⁶ Dabei muß sich eine solche Typisierung daran orientieren, daß – trotz Vereinfachungen – diejenigen Informationen über Ziele und Handlungsmöglichkeiten in die Wertermittlung einfließen, von denen vermutet werden darf, daß sie den eigentlich erforderlichen, aber nicht beschaffbaren am nächsten kommen.³⁷

³² Vgl. Moxter, Grundsätze II, Wiesbaden 1983, S. 16-22.

³³ Zu anderen vgl. Matschke, Funktionale Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1979, S. 126-345.

³⁴ Grundlegend für die subjektive Unternehmensbewertung sind Busse von Colbe, Zukunftserfolg, Wiesbaden 1957; Sieben, Substanzwert, Wiesbaden 1963; Münstermann, Wert, Wiesbaden 1970; Sieben, Erfolgseinheiten, Köln 1968. Vgl. ferner zum Zukunftserfolgswert speziell Münstermann, Gesamtwert, 1952, S. 214-219; Münstermann, Bewertung, Stuttgart 1956, S. 1062-1063; Münstermann, Bewertung von Unternehmungen, Stuttgart 1976, Sp. 170-179, Münstermann, Zukunftsentnahmewert, 1980, S. 114-124.

³⁵ Vgl. Ballwieser, Komplexitätsreduktion, Wiesbaden 1990.

³⁶ Vgl. Matschke, Funktionale Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1979, S. 113-125.

³⁷ So auch Moxter, Grundsätze II, Wiesbaden 1983, S. 26.

Basis-Grundsätze ordnungsmäßiger (funktionaler) Unternehmensbewertung II

Prinzipien der Entscheidungswertermittlung: Zukunftserfolgswert

- **Prinzipien der Erfolgsabgrenzung**
 - Gesamtbewertung, Subjektivität, Zukunftsbezogenheit
 - Synergieberücksichtigungsprinzip
 - Zufluß- oder Ausschüttungsprinzip
- **Prinzip der Kapitalisierung**
 - Prinzip der Grenzzinsfüße
- **Prinzipien der Risikooffenlegung**
 - Prinzip der Eingrenzung des Entscheidungswertes
 - Prinzip der Risikoprofilbildung

Abbildung 14: Basis-Grundsätze ordnungsmäßiger (funktionaler) Unternehmensbewertung II

Für die praktische Bewertung bleibt der Zukunftserfolgswert die entscheidende Ausgangsgröße für die Ermittlung des Entscheidungswertes als Grenzpreis. Ich habe gezeigt, daß das Zukunftserfolgswertverfahren konsistent aus dem allgemeinen Modell der Entscheidungswertermittlung und aus dessen Konkretisierung, dem Zustands-Grenzpreismodell, hergeleitet werden kann. Die DCF-Verfahren lassen sich hingegen nicht auf diese Weise theoretisch fundieren, so daß sie auch keine geeigneten Verfahren zur Grenzpreisbestimmung darstellen. Momentan dürften sie freilich wegen ihrer „Anerkennung“ in der Praxis noch als Argumentationswerte brauchbar sein.³⁸

Ich möchte mich nun abschließend den Prinzipien der Entscheidungswertermittlung zuwenden, die sich aus der Anwendung des Zukunftserfolgswertverfahrens ergeben. Ich habe dabei zwischen Prinzipien der Erfolgsabgrenzung, der Kapitalisierung und der Risikooffenlegung unter-

³⁸ Wegen der gegebenen formalen Ähnlichkeiten zwischen DCF-Verfahren und Zukunftserfolgswertverfahren – aufgrund der Abzinsung künftiger Größen – wird manchmal eine inhaltliche Nähe oder gar Übereinstimmung gesehen. Dies ist aber eine Fehleinschätzung. Aus formalen Ähnlichkeiten folgen keine inhaltlichen Übereinstimmungen. Die Bemühungen, DCF-Verfahren und Zukunftserfolgswertverfahren als „gleichwertig“ anzusehen, erfolgen zum Teil aus einer erkennbar defensiven Einstellung gegenüber den vermeintlich „fortschrittlicheren“ DCF-Verfahren. Es wird dabei verkannt, daß die DCF-Verfahren und die gesamte „Shareholder Value“-Philosophie ein Produkt von Beratungsunternehmen sind, die aus Konkurrenzgründen ständig „neue“ Produkte auf dem Markt plazieren. Schlicht anrührend sind daher die Bemühungen des „Nachweises“ der Übereinstimmung der Bewertungsergebnisse nach den verschiedenen DCF-Verfahren, die zuhauf in der Literatur zu finden sind. Dabei wird freilich übersehen, daß die Zahl der Varianten unter Berücksichtigung unterschiedlicher methodischer Konkretisierungen des freien Cash-flows oder des Kapitalisierungszinsfußes Legion sind.

schieden. Sie stehen in enger Beziehung zu den allgemeinen Prinzipien der Beachtung der Ziele der Konfliktpartei und ihrer Handlungsmöglichkeiten.

Die Prinzipien der Erfolgsabgrenzung beziehen sich auf die Größen g_t in der Formel des Zukunftserfolgswertes.

Das wichtigste Prinzip ist nach meiner Auffassung das Gesamtbewertungsprinzip.³⁹ Die Unternehmung ist als Ganzes zu bewerten, so daß der resultierende Zahlungsstrom als Zukunftserfolg g_t der ganzen Unternehmung zuzurechnen ist. Dabei determinieren die subjektiven Planungen der Partei, für die die Bewertung vorgenommen wird, den Zukunftserfolg. Gesamtbewertung, Subjektivität und Zukunftsbezogenheit bilden daher eine Dreieinigkeit in der Unternehmungsbewertung.

Nicht im Widerspruch mit dem Gesamtbewertungsprinzip steht eine praktische Vorgehensweise bei der Prognose, wenn der Zahlungsstrom etwa in Einzelkomponenten zerlegt wird.

Hierzu gehört zum Beispiel die Übung, zwischen betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen zu unterscheiden, sofern die Abgrenzung entsprechend den vorgesehenen subjektiven Planungen geschieht. Dem betriebsnotwendigen Vermögen wird ein dauerhafter Zahlungsstrom gemäß den subjektiven Fortführungsplanungen zugeordnet und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen – soweit zu übernehmen – ein zeitweiliger unter Berücksichtigung von Zerschlagungsdauer und Zerschlagungsintensität. Auch eine weitere Übung im Zusammenhang mit der Prognose, nämlich zwischen zeitlichen Phasen unterschiedlicher Detailliertheit der Prognose des Zahlungsstroms zu trennen, steht nicht im Widerspruch zum Gesamtbewertungsprinzip.

Das Zukunftserfolgswertverfahren ist ein Partialmodell. Ergeben sich aufgrund des Kaufs oder Verkaufs der Unternehmung Erfolgswirkungen außerhalb des Bewertungsobjekts, so schlagen sich diese nicht in dessen Zahlungsstrom nieder. In einem Totalmodell hingegen würden solche Erfolgsabhängigkeiten unmittelbar die Größe des Entscheidungswertes als Grenzpreis beeinflussen.⁴⁰ Daher ist es bei Verwendung eines Partialmodells erforderlich, falls solche Effekte zu erwarten sind, den Zahlungsstrom des Bewertungsobjekts um solche positiven oder negativen Synergien zu erweitern. Dies ist der Inhalt des Synergieberücksichtigungsprinzips.⁴¹

Die Entscheidungswertermittlung fußt auf der subjektiven Werttheorie, die in der Ökonomie eine lange Tradition hat. Wertbestimmend ist danach letztlich nur das, was zur Bedürfnisbefriedigung beiträgt, also Nutzen stiftet. Das kann vieles sein, im Grund die „Summe aller Vorteile, die dem Unternehmenseigner infolge der Verfügung über das Unternehmen zufließen. Diese Vorteile können im Einzelfall sehr heterogen sein“⁴². Im Zusammenhang mit der An-

³⁹ Vgl. hierzu bereits Schmalenbach, Vergütung, 1912/13, S. 36-37.

⁴⁰ Dies gilt nicht bloß für ein nicht lineares Totalmodell. Im linearen Totalmodell müßte die Veränderung durch Synergien bei der Bestimmung des Bewertungsprogramms durch zusätzliche Nebenbedingungen erfaßt werden. Im Idealfall lassen sich die Synergiezahlungswirkungen direkt im Zahlungsstrom des Bewertungsobjekts abbilden.

⁴¹ Moxter spricht vom Verbundberücksichtigungsprinzip; vgl. Moxter, Grundsätze II, Wiesbaden 1983, S. 91-96.

⁴² Moxter, Grundsätze II, Wiesbaden 1983, S. 75. Moxter spricht in diesem Zusammenhang vom Gesamtertragsprinzip.

wendung des Zukunftserfolgswertverfahrens findet eine Verengung auf finanzielle Vorteile statt. Denn Geld ist das allgemeinste Mittel, um Bedürfnisse zu befriedigen. Geld als Nominalgut steht dabei als Repräsentant für die mit ihm zu erwerbenden Realgüter, mit denen sich Bedürfnisse befriedigen lassen. Zur Bedürfnisbefriedigung ihrer Eigner trägt eine Unternehmung nur dann bei, wenn es zu finanziellen Zuflüssen bei den Eignern kommt. Daher stellt die subjektive Unternehmensbewertung auf die Zuflüsse an die Eigner ab, auf deren Entnahmen oder auf die Ausschüttungen an sie.⁴³ Dies ist mit dem Zufluß- oder Ausschüttungsprinzip gemeint. Theoretisch könnte man auch auf Gewinne als potentielle Ausschüttungen abstellen, sofern man auf das Problem der Doppelzählung achtet, eine solche also vermeidet.⁴⁴ Bei Personenunternehmen müßte das Äquivalent für die Unternehmerleistung als Unternehmerlohn aus den Entnahmen herausgerechnet werden.⁴⁵

Nach dem Zukunftserfolgswertverfahren wird der Grenzpreis durch Diskontierung der Zukunftserfolge auf den Bewertungsstichtag abgeschätzt. Das bedeutet zugleich, daß die Bewertung auf den Verhältnissen und Zukunftsaussichten dieses Stichtages beruht.⁴⁶ Die Diskontierungszinsfüße sind dabei als Grenzzinsfüße zu schätzen, das heißt, aus den letzten vorgesehenen Verwendungen oder Beschaffungen von Geld in den Betrachtungsperioden. Häufig spricht man vom Haben- und Sollzinssatz. Dies könnte jedoch zu Mißverständnissen führen, weil diese Begriffe im theoretischen Kontext nicht bankmäßig zu verstehen sind, sondern als Grenzverwendung oder Grenzbeschaffung von Zahlungsmitteln im Bewertungsprogramm. Sofern es zu keinen Umstrukturierungen beim Übergang vom Basis- zum Bewertungsprogramm kommt, entspricht der kapitalisierte Zukunftserfolg – wie gezeigt – dem Grenzpreis.

Die letzte Gruppe von Prinzipien, die ich ansprechen möchte, ist diejenige der Risikooffenlegung. Darunter fasse ich zwei Prinzipien.

Das Prinzip der Eingrenzung des Entscheidungswertes bezieht sich auf das aus der Methode herrührende Risiko. Ich hatte gezeigt, daß bei nicht übereinstimmenden Grenzzinsfüßen in Basis- und Bewertungsprogramm mit dem Zukunftserfolgswert nur eine untere und obere Schranke für den Entscheidungswert bestimmt werden kann.

Das Prinzip der Risikoprofilbildung soll nicht solch methodenbedingtes Risiko, sondern das prognosebedingte Risiko aufdecken, weil die grundlegenden Daten jeder Unternehmensbewertung in der Praxis mit Risiko und Ungewißheit verbunden sind. Es wird hier also dezidiert gegen eine Verdichtung in Form von Risikoabschlägen vom Zukunftserfolg oder von Risiko zu-

⁴³ Vgl. Münstermann, Wert, Wiesbaden 1970, S. 46-48. Ferner Käfer, Bewertung, Zürich 1946, S. 71-98, hier S. 74-79.

⁴⁴ Vgl. Moxter, Grundsätze II, Wiesbaden 1983, S. 79-84, spricht vom Zuflußprinzip. Es ist dann das sogenannte Lücke-Theorem zu beachten, um Doppelzählungen zu vermeiden; vgl. hierzu Hering, Investition, Bielefeld 2002, S. 68.

⁴⁵ In meiner Diplomarbeit habe ich unter anderem die dort entwickelte Konzeption der Entscheidungswertermittlung mit Basis- und Bewertungsprogramm auf das Problem der Bemessung des Unternehmerlohns angewandt; vgl. Matschke, Bewertung, Köln, Wintersemester 1967/68, S. 74-86.

⁴⁶ In der Literatur wird dies als Stichtagsprinzip herausgestellt, worauf hier verzichtet wird, weil die Stichtagsbezogenheit methodenimmanent ist.

schlagen zum Kapitalisierungszinsfuß plädiert. Denn beides läßt sich nicht aus der allgemeinen Theorie des Entscheidungswertes ableiten.

Beide Prinzipien zusammen bedeuten zugleich den Abschied von der Vorstellung, der Zukunftserfolgswert als Entscheidungswert im Sinne eines Grenzpreises für eine eindimensionale disjungierte Konfliktsituation vom Typ „Kauf/Verkauf“ sei eine Punktgröße.

E. Schlußbemerkungen

Ich habe versucht, mich dem gestellten Thema „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“ auf andere als übliche Weise zu nähern.

Ausgangspunkt waren allgemeine systemtheoretische Überlegungen zu den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung als Normensystem. Im Zwischenteil meines Vortrags wollte ich Ihnen die funktionale Unternehmensbewertung in den Grundzügen und als Grundlage für theoriegestützte Grundsätze nahe bringen. Einige mir wichtig erscheinende Basis-Grundsätze ordnungsmäßiger (funktionaler) Unternehmensbewertung habe ich Ihnen abschließend vorgestellt. Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit.

Literaturverzeichnis:

- Ballwieser, Wolfgang: (Komplexitätsreduktion) Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Aufl., Wiesbaden 1990.
- Beyerle, Konrad: (Unternehmensbewertung) Die Unternehmensbewertung im gerichtlichen Verfahren, in: 50 Jahre Wirtschaftsprüferberuf. Bericht über die Jubiläumsfachtagung 1981 in Berlin, Düsseldorf 1981, S. 247-264.
- Börner, Dietrich: (Unternehmensbewertung) Unternehmensbewertung, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, Bd. 8, Stuttgart 1980, S. 111-123.
- Bretzke, Wolf-Rüdiger: (Funktionen und Folgen) Funktionen und Folgen der Verwendung objektivistischer Wertkonventionen, in: Die Wirtschaftsprüfung 1975, S. 125-131.
- Bretzke, Wolf-Rüdiger: (Objektivitätsanspruch) Zur Problematik des Objektivitätsanspruchs in der Unternehmensbewertungslehre – Ein Nachtrag zu einem Methodenstreit, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1976, S. 543-553.
- Brösel, Gerrit: (Medienrechtsbewertung) Medienrechtsbewertung. Der Wert audiovisueller Medienrechte im dualen Rundfunksystem, Wiesbaden 2002.
- Bundesverfassungsgericht - Nr. 13 - Beschluß des ersten Senats vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94): (Ausgleich) Ermittlung des angemessenen Ausgleichs und der angemessenen Abfindung für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre beim Abschluß von Unternehmensverträgen und bei der Eingliederung einer Aktiengesellschaft, in: Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 100, 1999, S. 289-312.
- Bungert, Hartwin: (Börsenwert) Unternehmensbewertung nach Börsenwert: Zivilgerichtliche Umsetzung der BVerfG-Rechtsprechung, in: Betriebs-Berater 2000, S. 1845-1848.
- Busse von Colbe, Walther: (Gesamtwert) Gesamtwert der Unternehmung, in: Handwörterbuch des Rechnungswesens, Stuttgart 1970, Sp. 576-578.
- Busse von Colbe, Walther: (Rechtsprechung) Die Rechtsprechung zur Bewertung ertragsschwacher Unternehmen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1984, S. 508-517.
- Busse von Colbe, Walther: (Resonanz) Die Resonanz betriebswirtschaftlicher Erkenntnisse zur Unternehmensbewertung in der zivilrechtlichen und steuerlichen Rechtsprechung, in: Busse von Colbe, Walther; Coenenberg Adolf G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1992, S. 173-186.
- Busse von Colbe, Walther: (Zukunftserfolg) Der Zukunftserfolg, Wiesbaden 1957.
- Coenenberg, Adolf G.: (Unternehmensbewertung) Unternehmensbewertung aus der Sicht der Hochschulen, in: 50 Jahre Wirtschaftsprüferberuf. Bericht über die Jubiläumsfachtagung 1981 in Berlin, Düsseldorf 1981, S. 221-245.
- Coenenberg, Adolf G.; Sieben, Günter: (Unternehmensbewertung) Unternehmensbewertung, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4. Aufl., Stuttgart 1976, Sp. 4062-4079.

- Dörner, Wolfgang: (Unparteiischer Gutachter) Der Wirtschaftsprüfer als unparteiischer Gutachter bei der Bewertung von Unternehmungen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1976, S. 505-516.
- Fédération des Experts Comptables Européens: (Guide) Business Valuation. A guide for small and medium sized enterprises. Guide for carrying out business valuation, Brüssel 2001.
- Geng, Norbert: (Ausgleich) Ausgleich und Abfindung der Minderheitsaktionäre der beherrschten Aktiengesellschaft bei Verschmelzung und Spaltung, Frankfurt a.M. u. a. 2003.
- Goetzke, Wolfgang: (Funktionsspezifische Unternehmensbewertung) Funktionsspezifische Unternehmensbewertung. Einigung im Streit um objektive oder subjektive Wertansätze in Sicht – Ergebnisse einer Diskussionsveranstaltung des Seminars für Wirtschaftsprüfung der Universität zu Köln, in: Die Wirtschaftsprüfung 1976, S. 175-178.
- Goetzke, Wolfgang; Sieben, Günter (Hrsg.): (Unternehmensbewertung) Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung. Bericht von der 1. Kölner BFuP-Tagung am 18. und 19. November 1976 in Köln, Köln 1977.
- Gorny, Christian: (Argumentationsfunktion) Unternehmensbewertung in Verhandlungsprozessen. Ansätze zur Lösung der Argumentationsfunktion, Wiesbaden 2002.
- Großfeld, Bernhard: (Gesellschaftsrecht) Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht. Zur Barabfindung ausscheidender Gesellschafter, 3. Aufl., Köln 1994.
- Hackmann, Annette: (Rechtsprechung) Unternehmensbewertung und Rechtsprechung, Wiesbaden 1987.
- Hafner, Ralf: (Unternehmensbewertung) Unternehmensbewertung bei mehrfacher Zielsetzung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1988, S. 485-504.
- Hering, Thomas: (Investition) Investition und Unternehmensbewertung, in: Krag, Joachim (Hrsg.): Betriebswirtschaft, Bielefeld 2002, S. 68.
- Hering, Thomas: (Unternehmensbewertung) Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999, S. 93-179.
- Hering, Thomas: (Produktionsfaktoren) Bewertung von Produktionsfaktoren, in: Keuper, Frank (Hrsg.): Produktion und Controlling. Festschrift für Manfred Layer zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 2002, S. 57-81.
- Hering, Thomas; Olbrich, Michael: (Mehrstimmrechte) Zur Bewertung von Mehrstimmrechten, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 2001, S. 20-38.
- IDW Standard: (Grundsätze) Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), in: Die Wirtschaftsprüfung 2000, S. 825-842.
- Jaensch, Günter: (Einfaches Modell) Ein einfaches Modell der Unternehmensbewertung ohne Kalkulationszinsfuß, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1966, S. 666-679.

- Jaensch, Günter: (Unternehmensbewertung) Entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung als Mittel der Verhandlungsvorbereitung – zugleich Besprechung von M. J. Matschke „Der Entscheidungswert der Unternehmung“, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1976, S. 371-376.
- Jaensch, Günter: (Wert und Preis) Wert und Preis der ganzen Unternehmung, Köln und Opladen 1966.
- Käfer, Karl: (Bewertung) Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung. Festgabe für Otto Juzi, Zürich 1946, S. 71-98, hier S. 74-79.
- König, Wolfgang: (Vermittlungsfunktion) Die Vermittlungsfunktion der Unternehmungsbewertung, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), Unternehmungsbewertung, Köln 1977, S. 73-89.
- Krag, Joachim: (Unternehmungsbewertung) Konfliktbezogene Unternehmungsbewertung. Die Bestimmung eines Unternehmungswertes zur Lösung von Konfliktfällen durch einen neutralen Gutachter, Meisenheim am Glan 1975.
- Lausterer, Martin: (Rechtsprechung) Unternehmensbewertung zwischen Betriebswirtschaftslehre und Rechtsprechung, Baden-Baden 1997.
- Laux, H.; Franke, G.: (Bewertung) Zum Problem der Bewertung von Unternehmungen und anderen Investitionsgütern, in: Unternehmensforschung 1969, S. 205-223.
- Laux, Helmut; Franke, Günter: (Kapitalwertmethode) Das Versagen der Kapitalwertmethode bei Ganzzahligkeitsbedingungen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1970, S. 517-527.
- Lutz, Harald: (Konsens und Dissens) Zum Konsens und Dissens in der Unternehmensbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1981, S. 146-155.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Arbitrium- oder Schiedsspruchwert) Der Arbitrium- oder Schiedsspruchwert der Unternehmung – Zur Vermittlerfunktion eines unparteiischen Gutachters bei der Unternehmungsbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1971, S. 508-520.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Arbitriumwert) Der Arbitriumwert der Unternehmung. Unternehmungsbewertung zur Vermittlung zwischen konfligierenden Parteien, Habil. Köln 1976, Buchveröffentlichung unter dem Titel: Funktionale Unternehmungsbewertung, Band II: Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden 1979.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Argumentationsbasis) Traditionelle Unternehmungsbewertungsverfahren als Argumentationsbasis für Verhandlungen über den Preis einer Unternehmung, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), Unternehmungsbewertung, Köln 1977, S. 158-174.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Argumentationsfunktion) Die Argumentationsfunktion der Unternehmungsbewertung, in: Goetzke, Wolfgang; Sieben, Günter (Hrsg.): Moderne Unternehmungsbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung. Bericht von der 1. Kölner BFuP-Tagung am 18. und 19. November 1976 in Köln, Köln 1977, S. 91-103.

- Matschke, Manfred Jürgen: (Argumentationswert) Der Argumentationswert der Unternehmung – Unternehmungsbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1976, S. 517-524.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Bewertung) Die Bewertung der Unternehmung aus entscheidungstheoretischer Sicht, unveröffentlichte Diplomarbeit, Köln, Wintersemester 1967/68.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Dominierte Konfliktsituationen) Unternehmungsbewertung in dominierten Konfliktsituationen am Beispiel der Bestimmung der angemessenen Barabfindung für den ausgeschlossenen oder ausscheidungsberechtigten Minderheits-Kapitalgesellschafter, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1981, S. 115-129.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Entscheidungswert) Der Entscheidungswert der Unternehmung, Diss. Köln 1973, Buchveröffentlichung: Wiesbaden 1975.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Funktionale Unternehmungsbewertung) Funktionale Unternehmungsbewertung, Band II: Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden 1979, S. 30-42.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Gesamtwert) Der Gesamtwert der Unternehmung als Entscheidungswert, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1972, S. 146-161.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Kompromiß) Der Kompromiß als betriebswirtschaftliches Problem bei der Preisfestsetzung eines Gutachters im Rahmen der Unternehmungsbewertung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1969, S. 57-77.
- Matschke, Manfred Jürgen: (Mehrdimensionale Entscheidungswerte) Einige grundsätzliche Bemerkungen zur Ermittlung mehrdimensionaler Entscheidungswerte der Unternehmung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1993, S. 1-24.
- Matschke, Manfred Jürgen; Mucheyer, Heinz: (Argumentation) Die Nutzung der traditionellen Unternehmungsbewertungsverfahren zur Argumentation in der Preisverhandlung. Zusammenfassende Darstellung der Diskussion in der Arbeitsgruppe, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), Unternehmungsbewertung, Köln 1977, S. 179-183.
- Meilicke, Wienand: (Barabfindung) Die Barabfindung für den ausgeschlossenen oder ausscheidungsberechtigten Minderheits-Kapitalgesellschafter, Berlin 1975.
- Moxter, Adolf: (Bedeutung und Quellen) Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung – Bedeutung und Quellen, in: Betriebs-Berater 1976, S. 989-991.
- Moxter, Adolf: (Bedeutung) Die Bedeutung der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1980, S. 545-459.
- Moxter, Adolf: (Grundsätze I) Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1976.
- Moxter, Adolf: (Grundsätze II) Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983.

- Moxter, Adolf: (Rechnungslegung) Grundsätze ordnungsgemäßer Rechnungslegung, Düsseldorf 2003.
- Moxter, Adolf: (Todsünden) Die sieben Todsünden des Unternehmensbewerter, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), Unternehmensbewertung, Köln 1977, S. 253-256.
- Münstermann, Hans: (Bewertung von Unternehmungen) Bewertung von Unternehmungen (und Unternehmungsteilen), in: Handwörterbuch der Finanzwirtschaft, Stuttgart 1976, Sp. 168-184.
- Münstermann, Hans: (Bewertung) Bewertung ganzer Unternehmen, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 3. Aufl., Stuttgart 1956, Sp. 1059-1068.
- Münstermann, Hans: (Gesamtwert) Der Gesamtwert des Betriebes, in: Schweizerische Zeitschrift für kaufmännisches Bildungswesen 1952, S. 181-193, 209-219.
- Münstermann, Hans: (Wert) Wert und Bewertung der Unternehmung, 3. Aufl., Wiesbaden 1970.
- Münstermann, Hans: (Zukunftsentnahmewert) Der Zukunftsentnahmewert der Unternehmung und seine Beurteilung durch den Bundesgerichtshof, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1980, S. 114-124.
- Neuhaus, Christoph: (Ausscheiden aus der Personengesellschaft) Unternehmensbewertung und Abfindung bei freiwilligem Ausscheiden aus der Personengesellschaft, Heidelberg 1990.
- Olbrich, Christian: (Zugewinnausgleich) Unternehmensbewertung beim Zugewinnausgleich, in: Die Wirtschaftsprüfung 1982, S. 247-250.
- Olbrich, Michael: (Börsenkurs) Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2000, S. 454-465.
- Olbrich, Michael: (Unternehmenskultur) Unternehmenskultur und Unternehmungswert, Wiesbaden 1999.
- Pfaff, Dieter; Pfeiffer, Thomas; Gathge, Dieter: (Zustands-Grenzpreismodell) Unternehmensbewertung und Zustands-Grenzpreismodell, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2002, S. 198-210.
- Piltz, Detlev J.: (Rechtsprechung) Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., Düsseldorf 1994.
- Ränsch, Ulrich: (Rechtswissenschaften) Die Bewertung von Unternehmen als Problem der Rechtswissenschaften: Zur Bestimmung der angemessenen Abfindung für ausscheidende Kapitalgesellschaftler, in: Die Aktiengesellschaft 1984, S. 202-212.
- Reicherter, Matthias: (Fusionsentscheidung) Fusionsentscheidung und Wert der Kreditgenossenschaft, Wiesbaden 2000.
- Ribbert, Bernd: (Schiedsgutachter) Unternehmungsbewertung durch einen Schiedsgutachter, in: Der Betrieb, 1978, S. 2085-2087.

- Ribbert, Bernd: (Unternehmensbewertung durch einen neutralen Sachverständigen) Entscheidungsorientierte Bewertungsmodelle und Unternehmensbewertung durch einen neutralen Sachverständigen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1977, S. 599-603.
- Rodloff, Frank: (Börsenkurs) Börsenkurs statt Unternehmensbewertung – Zur Ermittlung der Abfindung in Spruchstellenverfahren, in: Der Betrieb 1999, S. 1149-1152.
- Schildbach, Thomas: (Funktionenlehre) Kölner versus phasenorientierte Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1993, S. 25-38.
- Schildbach, Thomas: (Wirtschaftsprüfer als Gutachter) Der Wirtschaftsprüfer als Gutachter in Fragen der Unternehmensbewertung. Möglichkeiten und Grenzen aus der Sicht der Berufspflichten des Wirtschaftsprüfers, in: Die Wirtschaftsprüfung 1981, S. 193-201.
- Schmalenbach, E.: (Schätzungstechnik) Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung 1917/18, S. 1-20.
- Schmalenbach, Eugen: (Vergütung) Vergütung für den Wert des Geschäfts bei dessen Übergang in andere Hände, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung 1912/13, S. 36-37.
- Schmitz, Burkhard: (Ausgleich) Der Anspruch auf angemessenen Ausgleich und angemessene Abfindung nach den §§ 304, 305 AktG, Diss. Hamburg 1973.
- Schwetzer, Bernhard: (Barabfindung) Zinsänderungen und Unternehmensbewertung. Zum Problem der angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG, in: Der Betrieb 1996, S. 1961-1966.
- Seisler, Harald: (Abfindung) Der Anspruch des Minderheitsaktionärs auf angemessene Abfindung im Verfahren nach §§ 306 AktG, 30 ff. UmwG, Diss. Mannheim 1983.
- Semann, Norbert: (Preisverhandlungen) Preisverhandlungen beim Wechsel des Unternehmungseigners. Die gegenseitige Beeinflussung der Parteien im Verhandlungsprozeß, Diss. Köln 1970.
- Sieben, Günter: (Abfindung) Der Anspruch auf angemessene Abfindung nach § 12 UmwG. Höchststrichterliche Entscheidungen in betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Die Aktiengesellschaft 1966, S. 6-13, 54-58, 83-89.
- Sieben, Günter: (Ausgleich) Angemessener Ausgleich und angemessene Abfindung beim Abschluß von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, in: Busse von Colbe, Walther; Sieben, Günter (Hrsg.): Betriebswirtschaftliche Information, Entscheidung und Kontrolle. Festschrift für Hans Münstermann, Wiesbaden 1969, S. 401-418.
- Sieben, Günter: (Beratungsfunktion) Die Beratungsfunktion der Unternehmensbewertung, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), Unternehmensbewertung, Köln 1977, S. 57-71.
- Sieben, Günter: (Bewertungs- und Investitionsmodelle) Bewertungs- und Investitionsmodelle mit und ohne Kapitalisierungszinsfuß. Ein Beitrag zur Theorie der Bewertung von Erfolgseinheiten, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1967, S. 126-147.

- Sieben, Günter: (Entscheidungswert) Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1976, S. 491-504.
- Sieben, Günter: (Erfolgseinheiten) Bewertung von Erfolgseinheiten, unveröffentlichte Habilitationsschrift, Köln 1968.
- Sieben, Günter: (Erfolgspläne bei heterogenen Zielen) Die Bewertung von Unternehmen auf Grund von Erfolgsplänen bei heterogenen Zielen, in: Busse von Colbe, Walther; Meyer-Dohm, Peter (Hrsg.): Unternehmerische Planung und Entscheidung, Bielefeld 1969, S. 71-100.
- Sieben, Günter: (Funktionen) Funktionen der Bewertung ganzer Unternehmen und von Unternehmensanteilen, in: Das Wirtschaftsstudium 1983, S. 539-542;
- Sieben, Günter: (Substanzwert) Der Substanzwert der Unternehmung, Wiesbaden 1963.
- Sieben, Günter; Löcherbach, Gerhard; Matschke, Manfred Jürgen: (Bewertungstheorie) Bewertungstheorie, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4. Aufl., Stuttgart 1974, Sp. 839-851.
- Sieben, Günter; Lutz, Harald: (Ertragsschwaches Unternehmen) Die Bewertung eines ertragsschwachen Unternehmens im Rahmen der Bestimmung der angemessenen Barabfindung beim Abschluß eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1984, S. 566-576.
- Sieben, Günter; Schildbach, Thomas: (Entwicklung) Zum Stand der Entwicklung der Lehre von der Bewertung ganzer Unternehmen, in: Deutsches Steuerrecht 1979, S. 455-461.
- Sieben, Günter; Zapf, Bernhard (Hrsg.): (Unternehmensbewertung) Unternehmensbewertung als Grundlage unternehmerischer Entscheidungen, Stuttgart 1981.
- Stellungnahme 6/1997: (Kleine und mittlere Unternehmen) Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen, in: Die Wirtschaftsprüfung 1998, S. 26-29.
- Stellungnahme HFA 2/1983: (Grundsätze) Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: Die Wirtschaftsprüfung 1983, S. 468-480.
- Stellungnahme HFA 2/1990: (Bewertung in der DDR) Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen bei der Bewertung in der DDR, in: Die Wirtschaftsprüfung 1990, S. 403-404.
- Stellungnahme HFA 2/1995: (Familien- und Erbrecht) Zur Unternehmensbewertung im Familien- und Erbrecht, in: Die Wirtschaftsprüfung 1995, S. 522-526.
- Tillmann, Albert: (Unternehmensbewertung) Unternehmensbewertung und Grundstückskontamination, Wiesbaden 1998.
- Union Européenne des Experts Comptables, Economiques et Financiers (U.E.C.): (Richtlinien) Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen. Richtlinien, ausgearbeitet von einer Studienkommission der U.E.C., Düsseldorf 1961.
- Wagenhofer, Alfred: (Argumentationspreis in der Unternehmungsbewertung) Der Einfluß

von Erwartungen auf den Argumentationspreis in der Unternehmensbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1988, S. 532-552.

Wagenhofer, Alfred: (Bestimmung von Argumentationspreisen) Die Bestimmung von Argumentationspreisen in der Unternehmensbewertung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1988, S. 340-359.