

ÜBERSICHT ÜBER DIE UNTERNEHMENSBEWERTUNGSMETHODEN

Dieses Script will für die Praxis des Juristen einen ersten orientierenden Überblick über die verschiedenen Bewertungsmethoden, ihren Anwendungsbereich und die verwendeten Begriffe bieten.

Inhalt:

- I. Die Begriffe Preis und Wert
- II. Die Bewertungsmethoden
 1. Substanzwertorientierte Methoden
 2. Ertragswertorientierte Methoden
 3. Mittelwertmethoden
 4. Faustformeln und Praktikerformeln
- III. Die Judikatur
- IV. Schlußfolgerungen für den Vertragsverfasser

I. Die Begriffe Preis und Wert

Zunächst ist *begrifflich* zu unterscheiden zwischen Preis und Wert:

Während der Wert ein objektiver Parameter ist, hängt der Preis von subjektiv-konkreten Umständen ab, wie etwa Verkaufszwang beim Verkäufer (niedriger Preis), Unerfahrenheit des Käufers (hoher Preis), besondere Vorliebe des Käufers oder Synergieerwartungen¹⁾ (höherer Preis durch Arrondierungszuschlag oder Paketzuschlag) etc, und schließlich vom Verhandlungsgeschick.

Bei der Ermittlung des objektiven Wertes ist es unzulässig, solche subjektiven Umstände einfließen zu lassen.²⁾ Manche bezeichnen den Preis als „subjektiven Wert“ im Gegensatz zum objektiven Wert.

Der (objektive) Wert entspricht (nur) bei einem perfekten Markt unter Ausschluß der subjektiven Wertschätzung³⁾ und der allfälligen Überlegenheit (Dominanz) einer Partei über die andere dem üblicherweise erzielbaren Veräußerungspreis.⁴⁾ Er wird dann „Verkehrswert“ genannt und kann vom konkret erzielbaren und erzielten Preis erheblich abweichen. Dies wird auf den Punkt gebracht durch die folgende Aussage:

„Die Wertfindung ist eine Sache der Unternehmensbewertung; die Preisfindung ist Sache der unternehmerischen Entscheidung.“⁵⁾

Der Begriff „Goodwill“ ist nicht mit dem Unternehmenswert zu verwechseln: Goodwill ist vielmehr die Differenz zwischen Unternehmenswert und Substanzwert⁶⁾ (dazu siehe unten Punkt II/1/a).

II. Die Bewertungsmethoden

Objektive Bewertungen eines Unternehmens werden aus verschiedensten rechtlichen Anlässen notwendig, beispielsweise

- bei der *Verschmelzung* von Gesellschaften, wo es um das angemessene Umtauschverhältnis geht,⁷⁾
- bei der *verschmelzenden Umwandlung* oder der *errichtenden Umwandlung*, wo es um die angemessene Barabfindung der „ausgeschlossenen“ Minderheitsgesellschaftler geht,⁸⁾
- bei der *Spaltung*, wo es um die Verhältnismäßigkeit⁹⁾ oder um die Barabfindung¹⁰⁾ geht, oder
- bei der Auseinandersetzung in einer Personengesellschaft, wo es um das *Auseinandersetzungsguthaben* des ausscheidenden Gesellschafters geht,¹¹⁾ oder
- bei der Bemessung von *Pflichtteilsansprüchen*, wo es um die Bewertung der im Nachlaß befindlichen Unternehmen^(steile) geht.¹²⁾ oder
- bei vertraglichen *Abfindungs- oder Preisfindungsklauseln*, zB bei Kündigungs- oder Aufgriffsrechten von GmbH-Gesellschaften,
- eventuell im Zusammenhang mit *Schadenersatzforderungen* oder bei *Unternehmensenteignungen*
- bei *Gewährleistungsansprüchen* nach Unternehmensakquisitionen, wo nach den Grundsätzen der relativen Berechnungsmethode (unter Aufrechterhaltung der subjektiven Äquivalenz) eine Preiserminderung zu berechnen ist,¹³⁾ wenn nicht – wie anzuraten – vertraglich andere Gewährleistungsfolgen vereinbart sind.

In all diesen Fällen ist eine angemessene Ermittlung des objektiven Unternehmenswertes nötig.

1) Zusätzliche Ertragspotentiale aus zukünftigen Synergien gehören nicht zum Unternehmenswert am Bewertungsstichtag vor der Akquisition oder Verschmelzung (vgl. G. E. Tichy, Shareholder Value und Unternehmensbewertung, in FS-Hempel (1997), 146).

2) Vgl. § 2 Abs 3 LBG.

3) Grundlegend und ausführlich zur Preisbildung: Böhm-Bawerk, Positive Theorie des Kapitals⁴ (1921) I 272 ff.

4) Grundlegend dazu Philippovich, Grundriß der politischen Oekonomie⁵ (1904) I 199 ff.

5) Holzapfel/Pöllath, Recht und Praxis des Unternehmenskaufs⁶ Rn 632.

6) G. E. Tichy, Shareholder Value und Unternehmensbewertung, in FS-Hempel (1997), 151.

7) § 220b Abs 4 Z 2 AktG.

8) § 2 Abs 2 Z 3 UmwG.

9) § 5 Abs 4 Z 2 SpaltG.

10) § 9 Abs 1 SpaltG.

11) Art 7 Nr 15 Abs 3 EVHGB. Entgegen dem vordergründigen Gesetzeswortlaut kommt es nach hM nicht auf die Liquidationswerte, sondern auf den Unternehmenswert unter der Going-Concern-Prämisse an.

12) § 784 ABGB.

13) Vgl. Puck, Unternehmenskauf/Gewährleistung (1996) 83.

Bloß zur Vermeidung von Mißverständnissen wird angemerkt, daß zur Beurteilung der Insolvenz eines Unternehmens keine Unternehmensbewertung erforderlich ist, weil es dort um die Frage der Überschuldung (Überwiegen der Aktiva einschließlich stiller Reserven über die Passiva exklusive Eigenkapital und Rücklage) geht;¹⁴⁾ zu bewerten wäre also nicht das Unternehmen, sondern zu bewerten sind das Unternehmensvermögen (zu Going-Concern- oder zu Zerschlagungswerten) und die Unternehmensverbindlichkeiten. Dies kommt aber der unten besprochenen Substanzwertmethode und der Liquidationswertmethode nahe.

Die Ermittlung des Wertes erfolgt durch „Bewertungsmethoden“; bei der Bewertung kann man dann auf die subjektiven Bedürfnisse des Auftraggebers Rücksicht nehmen, wenn dies gefordert wird: beispielsweise kann der Käufer ein Bewertungsgutachten begehren, um den Maximalpreis zu ermitteln, oder der Verkäufer will den Minimalpreis erfahren. Solche Sonderaufgaben sind aber im Bewertungsgutachten offenzulegen, weil sie einer neutralen und möglichst objektiven Bewertung natürlich im Wege stehen. Skeptiker allerdings meinen, daß die Unternehmensbewertung überhaupt nur Minimal- und Maximalpreise, also „Grenzpreise“ (auch „Argumentationspreise“ oder „Entscheidungswerte“ genannt), oder allenfalls Marktpreise (siehe unten Punkt 2/e „Shareholder Value“) ermitteln kann.¹⁵⁾ Selbst die möglichst unparteiliche Schiedspreisermittlung sei keine objektive Unternehmenswertermittlung, sondern ermittle das parteibezogene (!) Ergebnis fairer Preisverhandlungen (funktionale Lehre).¹⁶⁾

Aber auch eine objektive Bewertung zeitigt unterschiedliche Ergebnisse je nach angewandter Bewertungsmethode. Es ist daher verständlich, daß nur wenige Bewertungsmethoden allgemein anerkannt sind.

Unterschiedliche Bewertungsergebnisse können auch bedingt sein durch unterschiedliche Ausgangsdaten. Auszugehen ist idR vom betrieblichen Rechnungswesen und von geprüften Jahresabschlüssen, soweit diese den Grundsätzen ordentlicher Buchführung (GoB) entsprechen. Der Unternehmensbewerter wird aber manche Ansätze berichtigen, etwa bei stillen Reserven oder bei Abweichungen der HGB-Bestimmungen von den internationalen Grundsätzen (IAS).¹⁷⁾ Dies ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn in einer zu bewertenden Unternehmensgruppe einzelne Gesellschaften nach unterschiedlichen nationalen Rechtsordnungen bilanzieren müssen.¹⁸⁾

Aber auch unterschiedliche Kapitalisierungszinssätze, Risikozuschläge etc. und die

Unsicherheit bei Zukunftsprognosen bedingen Ergebnisvarianten bei der Unternehmensbewertung.¹⁹⁾

Die wichtigsten Bewertungsmethoden können in vier Gruppen geteilt werden:

- substanzwertorientierte Methoden (unten 1),
- ertragswertorientierte Methoden (unten 2),
- Mittelwertmethoden (unten 3) und
- Faustformeln (unten 4).

1. Substanzwertorientierte Methoden

a) „Substanzwertmethode“

Diese Methode zielt auf die Ermittlung des Sachwertes des Eigenkapitals, also der Differenz zwischen der Wertsumme der einzelnen Vermögensgegenstände und der Verbindlichkeiten.²⁰⁾ Das Eigenkapital laut letztem Jahresabschluß ist um die stillen Reserven zu erhöhen (dadurch wird der Zeitwert als Wiederbeschaffungswert gleich alter und gleich leistungsfähiger Wirtschaftsgüter ermittelt) und um die Lasten (Verbindlichkeiten) zu vermindern. Ein Goodwill bleibt unberücksichtigt. Da nicht so sehr das ganze Unternehmen, sondern die Summe der Einzelwerte betrachtet wird, spricht man vom „Einzelbewertungsverfahren“.

Diese Methode wird in der Praxis nur noch bei Unternehmenserwerben in den ehemaligen Oststaaten verwendet,²¹⁾ obwohl auch für dortige Unternehmen immer öfter Ertragswertmethoden angewendet werden.²²⁾

Im übrigen findet diese Methode für die Unternehmenswertermittlung weder national noch international Anwendung. Diese Methode kann für Zwecke wie Kauf, Verkauf, Verschmelzung usw eines *fortzuführenden* Unternehmens betriebswirtschaftlich und kaufmännisch vernünftig keineswegs verwendet werden. Dies gilt auch für die Mittelwertmethoden (unten Punkt 3) und die Übergewinnmethode (unten Punkt 2/c).²³⁾ Manche beurteilen die Berücksichtigung des Substanzwert-

14) Dazu jüngst Riegler, *ecolex* 1997, 671 (672).

15) Vgl Mandl, Preisfindung durch Unternehmensbewertung, SWK 1991 A 376 (5. 11. 1991).

16) Mandl/Rabel, Unternehmensbewertung (1997), 25, 398 und 400-407.

17) International Accounting Standards (IAS) des International Accounting Standards Committee (IASC).

18) Zu den verschiedenen internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen vgl die Übersicht in *Oesterreichische Kontrollbank AG* (Hg), *Transparenz der Rechnungslegung österreichischer Gesellschaften* (1993), 21.

19) Kritisch zu jeder Unternehmensbewertung, weil immer zahlreiche Unsicherheitsfaktoren gegeben sind: Enzinger, WBI 1997, 1 (7).

20) Koppensteiner in Straube 12 Rn 10 zu Art 7 Nr 15 EVHGB.

21) Funk, Aspekt der Unternehmensbewertung in der Praxis, ZfBP 1995, 493.

22) Leiter in FS-Jakobljewich 177.

23) Hügel, Verschmelzung und Einbringung (1993), 197.

tes sogar als Kunstfehler.²⁴⁾ Dem scheint sich die Judikatur²⁵⁾ anzuschließen.

Aktionäre und Gesellschafter orientieren sich nämlich grundsätzlich an den Ertragsmöglichkeiten, wie sie eine alternative Investition am Kapitalmarkt bietet; daher ist nicht der Substanzwert, sondern nur der Ertragswert von Interesse. Beim (weiter unten näher erörterten) Ertragswert finden die Substanzwerte in Form künftig zu erwartender Erträge in die Bewertung Eingang (ohne Substanz wären die Erträge – zumindest nachhaltig – nicht möglich).

Aus dem Gesagten resultiert aber, daß ein lebendes Unternehmen mit Gewinnen nicht nach dem Wert von Liegenschaften oder sonstigen einzelnen Bestandteilen, sondern nach den erzielbaren Gewinnen des Gesamtunternehmens zu bewerten ist („Prinzip der Bewertungseinheit“ und daher Gesamtbewertungsverfahren statt Einzelbewertungsverfahren).²⁶⁾ Selbst wenn der Ertragswert unter dem Substanzwert liegen sollte, was auf einen negativen Firmenwert („Badwill“) hinausläuft, ist nach herrschender Lehre auf den Ertragswert abzustellen.²⁷⁾ Zur Veranschaulichung, daß die Substanzwertmethode unhaltbar ist, führe man sich vor Augen, daß das Unternehmen der Österreichischen Bundesbahn nicht nach dem Substanzwert bewertet werden kann, weil sich kein Käufer finden wird, der einen nach den Reproduktionskosten von Bahnhöfen, Gleis- und Tunnelanlagen bestimmten Kaufpreis zu zahlen bereit wäre.²⁸⁾

b) „Liquidationswertmethode“ (ähnlich der Substanzwertmethode)

Eine Bewertung nach den bei Liquidation des Unternehmens resultierenden Zerschlagungswerten ist natürlich noch weniger angebracht als die vorgenannte Substanzwertmethode, bei der idR die Wiederbeschaffungswerte angesetzt werden. Nach herrschender Auffassung wird der geringe Liquidationswert (nur) dann als Untergrenze des Unternehmenswertes angesetzt, wenn er höher ist als der Ertragswert eines somit offenbar unrentablen Unternehmens.²⁹⁾ Nach dem österreichischen Fachgutachten³⁰⁾ ist der Liquidationswert nur bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens,³¹⁾ nicht aber bei der sonstigen Unternehmensbewertung relevant. Dies ist auch logisch, weil ein lebendes Unternehmen prinzipiell fortzuführen und nicht zu liquidieren ist.

c) „Buchwertmethode“

Wenn man einen Unternehmenswert nach den Buchwerten der vom Unterneh-

men gehaltenen Sachen ermitteln wollte, wäre dies ein völlig inadäquater Ansatz, weil er regelmäßig erheblich unter dem wahren Wert liegt;³²⁾ die Judikatur hat eine Buchwertabfindung in Teilbereichen sogar als sittenwidrig qualifiziert, weil Buchwerte über den tatsächlichen Wert einer Sache kaum eine Aussage treffen.³³⁾

Aus diesem Grund ist etwa ein „Buchwert pro Aktie“ eine Kennzahl ohne jede Aussagekraft.

2. Ertragswertorientierte Methoden

Ein potentieller Käufer hat sich zwischen den Alternativen Kauf des Unternehmens und günstigste anderweitige Veranlagung der finanziellen Mittel zu entscheiden. Die Alternativen eines potentiellen Verkäufers bestehen in der Beibehaltung des Unternehmens und der bestmöglichen Veranlagung des im Fall des Verkaufs erzielten Verkaufserlöses. Am Schnittpunkt dieser Entscheidungswerte findet sich der Grenzpreis durch Gleichsetzung beider Alternativen.³⁴⁾

Eine richtige Unternehmensbewertung muß sich daher am zukünftigen Ertrag orientieren (Investitionsrechnung aus der Sicht des Aktionärs).³⁵⁾ Aus der Sicht des Aktionärs bedeutet dies eine Bewertung aufgrund der Nettoauszahlungen (Nettodividende) als einzige theoretisch richtige Bewertungsmethode (vgl unten bei e) die Discounted Cash Flow Methode); die Praxis bewertet vereinfacht anhand der Unternehmensgewinne.

Bei Beurteilung der zukünftig nachhaltig zu erwartenden Einnahmen und Ausgaben wird nicht einfach auf die vergangenen Gewinne (pauschale Methode), sondern auf die Budgets und Planrechnungen der Unternehmensleitung abzustellen sein (analytische Methode), deren Plausibilität nach den Vergangenheitserfolgen geprüft werden kann.

24) Moxter BB 1979, 742; Moxter Unternehmensbewertung¹ (1976) 18.

25) Vgl OGH (SZ 53/172 = GesRZ 1991, 44 = JBI 1981, 545 = SWK 1984 C 40), der Moxter folgt.

26) Vgl Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf Rn 86.

27) Elsner, Untergrenzen der Unternehmensbewertung, ecolex 1996, 920 (922) mwN.

28) Hügel, Verschmelzung und Einbringung (1993), 199 FN 60.

29) Vgl jüngst Elsner, Untergrenzen der Unternehmensbewertung, ecolex 1996, 920 (922); OLG Wien ecolex 1996, 924 spricht von der „Einzelversilberung“.

30) Fachgutachten Nr 74 des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder.

31) Ebenso OLG Wien, ecolex 1996, 924 folgend Loittsberger in GesRZ 1979, 146 ff.

32) Elsner, Untergrenzen der Unternehmensbewertung, ecolex 1996, 920 (921).

33) Ausführlich dazu: Talos, Buchwertklauseln (1996) 43 ff.

34) Mandl/Rabel in Bertl/Mandl/ Mandl/Ruppe, Kauf und Verkauf von Unternehmungen (1993), 40.

35) Vgl Schwarzecker/Spandl in Nemeč/Reicheneder, Der Unternehmenskauf (1994) 75.

Die in Österreich ausgearbeitete Gewinn-schätzungsformel der Österreichischen Ver-einigung für Finanzanalyse (ÖVFA) hingegen ermittelt für Finanzanalysten auf Basis der veröffentlichten Bilanzen die betriebswirt-schaftlichen Gewinne der Vergangenheit, und zwar in Anlehnung an die alte deutsche Gewinnschätzungsformel (DVFA). Ausgangs-basis für dieses Näherungsverfahren ist bei Industriebetrieben die Körperschaftsteuer-zahlung des Unternehmens, wobei eine Hochrechnung der Gewinne aus der Körper-schaftsteuerleistung erfolgt und eine steuer-optimale Gewinnausschüttung unterstellt wird. Der steuerrechtliche Gewinn wird um die (steuerfreien) Beteiligungserträge er-gänzt. Weiters hinzuzurechnen sind die steuer-lich abzugsfähigen Investitionsbegünsti-gungen (nicht brutto, sondern korrigiert um die hypothetische Steuerleistung hierauf). Dieses Verfahren zur Schätzung der Vergan-genheitsgewinne ist „mehr eine Krücke als ein effizientes Instrument“.³⁶⁾

Auch in Deutschland geht die Bewer-tungspraxis fast ausnahmslos von der Ertrags-wertmethode aus,³⁷⁾ weil „der Wert eines Un-ternehmens (. . .) (durch seine Eigenschaft be-stimmt wird, Einnahmeüberschüsse zu erwirt-schaften“.³⁸⁾ Der Hauptfachausschuß (HFA) des Deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) stellte Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen³⁹⁾ auf, die sich am Ertragswert orientieren.

Auch die Empfehlung der Union Euro-péenne des Experts Comptables Economiques et Financiers (UEC) anerkennt die Er-tragswertmethode als die richtige Bewer-tungsmethode.

Das 1989 erstellte österreichische *Fachgut-achten Nr 74* des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder schloß sich diesen Vorbil-dern an. Das Fachgutachten Nr 74 spricht sich primär für die Ertragswertmethode als Unterneh-mensbewertungsmethode aus (hält allerdings die ältere, ebenfalls am Ertragswert orientierte Übergewinnmethode für weiterhin zulässig). Wenn das Gesetz⁴⁰⁾ eine „angemessene“ Un-ternehmensbewertung fordert, kommt nur eine betriebswirtschaftlich anerkannte Be-wertungsmethode in Frage;⁴¹⁾ anerkannt ist nur die Ertragswertmethode.

Die (heute herrschende) Ertragswertme-thode nach dem Fachgutachten Nr 74 be-rechnet

- die (auf den Barwert = Heute-Wert abge-zinste) Differenz der zukünftig nachhaltig erwarteten Einnahmen und Ausgaben (Kapitalisierung der Zukunftsgewinne), er-hält dadurch den Ertragswert E und

- addiert dazu den Liquidationswert des all-fälligen nicht betriebsnotwendigen Ver-mögens W.⁴²⁾

- Daraus ergibt sich der Unternehmens-wert U.

Die Formel lautet also $U = E + W$

Das Ergebnis der Zukunftsgewinnkapitali-sierung hängt einerseits von einer möglichst realistischen Einschätzung der Zukunftsgewinne und deren Nachhaltigkeit⁴³⁾ und an-dererseits von einer möglichst korrekten, an Alternativenanlagen (Vergleichsinvestitionen) orientierten Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes ab (je geringer der Zinsfuß, umso hö-her wird E). Der Kapitalisierungszinssatz ist aus-gehend vom Kapitalmarktzinssatz durch Zu- und Abschläge abzuleiten; zu berücksichti-gen sind die zu erwartende Geldentwertung, das Unternehmerrisiko, die unterschiedliche Mobilität der Investitionen und die persönli-che Haftung.⁴⁴⁾

Der reine Substanzwert des Unterneh-mens ist bei einem lebenden Unternehmen („Going Concern“) keine Grundlage zur Un-ternehmensbewertung; er hat nur Hilfswert-funktion insoweit, als die Vermögenssubstanz Grundlage für die künftige Ertragsfähigkeit (die Nachhaltigkeit der Zukunftserträge) ist.⁴⁵⁾ Die zukünftigen Erträge hängen von der Beschaffenheit der Substanz, nicht aber schlechthin von ihrem Wert ab.⁴⁶⁾

Innerhalb der Ertragswertmethode gibt es mehrere Varianten, die vom Fachgutachten Nr 74 anerkannt sind:

a) „Mehrphasenmethode“

Zunächst wird aufgrund der Unterneh-mensplanungen für einen überschaubaren Zeitraum der erwartete Erfolg kapitalisiert. Dann werden für alle folgenden Perioden Prognosewerte mit gleichbleibenden Erfol-gen angesetzt, die als ewige Rente kapitali-siert und abgezinst werden. Diese Methode

36) *Briem*, Going Public für Wachstumsunternehmen² (1989)
39. Allgemein zur ÖVFA-Ergebnisschätzformel: *Spandl*, Die neuen ÖVFA-Ergebnisschätzformeln, SWK 20. 10. 1993, C 11.
37) Vgl *Hügel*, Verschmelzung und Einbringung (1993), 191.
38) *Hackmann*, Unternehmensbewertung und Rechtsprechung, 1987.
39) HFA 2/1983.
40) zB § 220b Abs 4 Z 2 AktG; § 2 Abs 2 Z 3 UmwG; Art 7 Nr 15 EVHG; § 9 Abs 1 SpaltG.
41) *Hügel*, Verschmelzung und Einbringung (1993), 195.
42) Vgl *Koppensteiner* in Straube 1² Rh 10 zu Art 7 Nr 15 EVHG.
43) Bei einem objektiv bedingten Firmenwert nimmt man 5 bis 8 Jahre, bei einem subjektiv bedingten Firmenwert 3 bis 5 Jahre an. Bei sehr von einer Person abhängigen Firmenwerten ist unter Umständen gar keine Nachhaltigkeit anzunehmen.
44) Punkt VII des Fachgutachtens Nr 74. Allgemein zu den Auswir-kungen vgl *Röhrenbacher*, Kapitalisierungszinssatz und Risiko-zuschläge, SWK 15. 11. 1991, C 21.
45) Vgl *Pointner-Exinger/Hofians* in *ecolex* 1990, 225.
46) *Hügel*, Verschmelzung und Einbringung (1993), 199.

ist die bevorzugte Methode. Manche hingegen nehmen drei Phasen an.⁴⁷⁾

b) „ewige Rente“

Wenn in Sonderfällen für die Zukunft gleichbleibende Periodenerfolge unterstellt werden können, ergibt sich der Ertragswert als Barwert einer ewigen Rente.

c) „Übergewinnmethode“

Sie wird teilweise als Sonderform der Mehrphasenmethode (s.o) bezeichnet und war die herrschende Methode zur Zeit der Geltung des alten Fachgutachtens Nr 45, das durch das nun geltende Fachgutachten Nr 74 ersetzt wurde; die Übergewinnmethode⁴⁸⁾ ist aber weiterhin „toleriert“.⁴⁹⁾ Dabei wird zunächst der Substanzwert und dessen Verzinsung ermittelt. Wenn die Zukunftsgewinne über die Substanzwertverzinsung zusätzlich Risikozuschlag hinausgehen, liegt ein „Übergewinn“ vor, der Ausfluß besonderer Unternehmerleistung oder Konjunkturlage oder Monopolstellung sein mag und daher nur zeitlich begrenzt wirksam sein kann. Daher wird der Übergewinn als zeitlich begrenzt angesehen.

Er wird entweder undiskontiert oder befristet diskontiert oder unbefristet diskontiert abgezinst, während die Substanzwertverzinsung jedenfalls als ewige Rente angesehen wird. Der Unternehmenswert ist hier die Summe aus Substanzwert und kapitalisiertem Übergewinn (Goodwill).⁵⁰⁾

Manche bezeichnen die Übergewinnmethode aber richtigerweise als Mittelwertmethode (dazu weiter unten Punkt 3), weil sie neben dem Ertragswert sehr stark den Substanzwert berücksichtigt.

Es gibt noch weitere international anerkannte Methoden:

d) Modifizierte Ertragswertmethode

Hier werden entsprechend dem deutschen Fachgutachten Modifikationen nach der Ermittlung des Zukunftsgewinnes vorgenommen, um eine Ergebnisverzerrung zu vermeiden, die sich im langfristigen Bereich durch Auseinanderfallen von Ausgaben und Aufwand sowie Einnahmen und Ertrag ergeben können.⁵¹⁾

e) Discounted Cash Flow Methode (DCF-Methode, „Shareholder Value“), Zahlungsstromverfahren

Aus dem traditionell errechneten Cash Flow wird aufgrund der Zukunftsplanungen der Free Cash Flow errechnet und auf den Barwert (Heute-Wert) abgezinst. Der Barwert

des Free Cash Flow (Discounted Cash Flow, DCF) wird um die zu übernehmenden Schulden (Finanzierungsbereich) des Unternehmens vermindert, woraus sich der Unternehmenswert (als Shareholder Value) ergibt.⁵²⁾ Man kann auch sagen, daß vom Unternehmenswert der Marktwert des Fremdkapitals (Capital Asset Pricing Modell⁵³⁾ abgezogen wird.⁵⁴⁾ Kritisch angemerkt wird, daß die Ermittlung des Shareholder Value eigentlich *keine Unternehmenswertermittlung* aufgrund betriebswirtschaftlicher Daten ist. Beispielsweise werden bei dieser Methode – im Gegensatz zu sonstigen Unternehmensbewertungen – auch künftige zusätzliche Ertragspotentiale (künftige Synergien), die sich erst nach der Verschmelzung oder Akquisition ergeben, mit berücksichtigt (schon bei der Verschmelzung oder Akquisition erfolgende Antizipation künftiger Maßnahmen des Erwerbers). Diese „Bewertungsmethode“ eignet sich vor allem für die Ermittlung des *Preises* von Aktienpaketen, wenn keine 100%ige Unternehmensakquisition stattfindet,⁵⁵⁾ für die Management-Strategie-Beurteilung oder für die Bemessung von Managerbezügen.⁵⁶⁾ Man könnte daher die Ermittlung des Shareholder Value, der in letzter Zeit in aller Munde ist, auch zu den Praktikerformeln (Marktwertermittlung, Bewertung aufgrund von Unternehmenskennzahlen, dazu unten Punkt 4/a) zählen.

3. Mittelwertmethoden

Diese Methoden suchen einen Kompromiß zwischen Substanz- und Ertragswert und sind heute allgemein nicht mehr als taugliche Bewertungsmethoden anerkannt:

a) „Schmalenbach-Formel“

Der Unternehmenswert wird berechnet⁵⁷⁾ als die Hälfte aus der Summe von Ertragswert und (zu Verkehrswerten ermitteltem) Sub-

47) *Elsner*, Untergrenzen der Unternehmensbewertung, *ecolex* 1996, 920 (922) zur „3-Phasen-Methode“.
 48) Eine beispielhafte Unternehmenswertberechnung nach der Übergewinnmethode siehe in *Brugger*, *Unternehmenserwerb* (1990), 123ff.
 49) *Hügel*, *Verschmelzung und Einbringung* (1993), 197.
 50) *G. E. Tichy*, Kritische Anmerkungen, in *Albeseder* ua (Hg), *Aktuelle Beiträge* (FS Wundsam 1988), 512.
 51) *Schwarzecker/Spandl* in *Nemec/Reicheneder*, *Der Unternehmenskauf* (1994) 82.
 52) *Mandl/Rabel* in *Bertl/Mandl/ Mandl/Ruppe*, *Kauf und Verkauf von Unternehmungen* (1993), 42 - 45; *Schwarzecker/Spandl* in *Nemec/Reicheneder*, *Der Unternehmenskauf* (1994) 84ff.
 53) *Habermayer*, Das Shareholder-Value-Prinzip zur Unternehmenssteuerung, in *ÖBA* 1997, 497.
 54) *G. E. Tichy*, *Shareholder Value und Unternehmensbewertung*, in *FS-Hempel* (1997), 151.
 55) *G. E. Tichy*, *Shareholder Value und Unternehmensbewertung*, in *FS-Hempel* (1997), 158.
 56) *G. E. Tichy*, *Shareholder Value und Unternehmensbewertung*, in *FS-Hempel* (1997), 151.
 57) Eine beispielhafte Unternehmenswertberechnung nach der Schmalenbach-Formel siehe in *Brugger*, *Unternehmenserwerb* (1990), 123ff (125).

stanzwert. Diese auf Eugen Schmalenbach zurückgehende Methode wurde von der älteren Praxis und Judikatur⁵⁸⁾ bevorzugt und als „Praktikermethode“ bezeichnet.

b) „Schweizer Verfahren“

Hier addiert man zum doppelten Ertragswert den Substanzwert und dividiert die Summe durch drei.⁵⁹⁾

c) „Wiener Verfahren“

Die Bewertung für steuerliche Zwecke nach dem BewG erfolgt nach dem Kurswert⁶⁰⁾ (Vergleichswertmethode, siehe unten Punkt 4/b); liegt kein solcher vor, ist nach der (für Steuerzwecke vom VwGH⁶¹⁾ ausdrücklich anerkannten) Schätzungsrichtlinie „Wiener Verfahren“⁶²⁾ vorzugehen. Dabei ist von der Handelsbilanz⁶³⁾ ausgehend durch Korrekturen eine für steuerliche Zwecke zutreffende Größe des Vermögens zu ermitteln.⁶⁴⁾ Der Unternehmenswert ist dann das arithmetische Mittel aus dem so ermittelten Substanzwert und dem nach bestimmten Regeln berechneten Ertragswert.

d) „Stuttgarter Verfahren“

Auch das in Deutschland für steuerliche Zwecke (ähnlich dem Wiener Verfahren) angewandte, aber der Übergewinnmethode ähnliche Stuttgarter Verfahren⁶⁵⁾ liefert eine von den Vermögenswerten ausgehende Bewertung; dieses Verfahren orientiert sich stark an der Substanz,⁶⁶⁾ weshalb es ebenfalls nicht für eine Unternehmensbewertung tauglich ist.⁶⁷⁾

e) „Übergewinnmethode“

Diese gehört zwar zu den Mittelwertmethoden, wurde aber schon oben (Punkt 2/c) behandelt, weil sie oft, wie auch vom Fachgutachten Nr 74 fälschlich als Sonderform der Ertragswertmethode bezeichnet wird.

4. Faustformeln und Praktikerformeln

Hier handelt es sich um keine „echten“ Bewertungsmethoden,⁶⁸⁾ sondern um vereinfachte Orientierungshilfen (rules of thumb) oder um von Unternehmensmaklern oder Brancheninsidern angewandte marktorientierte Maßstäbe zur Preisfindung⁶⁹⁾ (nicht: Wertfindung).

a) „Bewertung aufgrund von Unternehmenskennzahlen“

Auch als Multiplikatormethode bezeichnet; zB Bewertung mit 100% oder 200% (market multiples) des Jahresumsatzes oder Cash-

flow; oder Bewertung nach dem KGV (Kurs-/ Gewinn-Verhältnis börsennotierter Gesellschaften), nach der Dividendenrendite oder nach dem Marktanteil. Bewertung nach ROI (Return on Investment), EPS (Earnings per Share), etc. Dazu im weitesten Sinn gehören auch die Methoden zur Bewertung von Aktienoptionen oder Indexoptionen (Option Pricing).⁷⁰⁾

b) „Vergleichswertmethode“, „Marktwertmethode“

Hier wird der potentielle Marktpreis (nicht Marktwert, sondern „subjektiver Wert“ = Preis) durch Vergleich mit tatsächlich erzielten Kaufpreisen vergleichbarer Sachen ermittelt; diese Methode ist bei der Bewertung einzelner Gegenstände oder Liegenschaften nach § 4 LBG zulässig. Bei der Bewertung ganzer Unternehmen ist diese Methode nicht anerkannt, da es idR (anders ist dies in den USA⁷¹⁾ keinen Markt für Unternehmenskäufe oder Verschmelzungen und keine diesbezüglichen Datenbanken gibt. Insbesondere werden in der Praxis manchmal über dem Unternehmenswert liegende Preise gezahlt⁷²⁾ (zB in Erwartung künftiger Synergien oder Marktberreinigungseffekte).

c) „Kurswert“

Der Kurs von Aktien schwankt bekanntlich sehr stark. Bereits aus dieser Bandbreite erhellt, daß der Aktienkurs an der Börse von Angebot und Nachfrage abhängig, äußerst spekulativ und wenig aussagekräftig über den tatsächlichen (keineswegs täglich stark schwankenden) Wert des Unternehmens ist.

58) OGH HS 7150/39.
 59) *Leiter* in FS-Jakobijevich (1996) 56.
 60) § 13 BewG.
 61) ÖJZ VwGH-F 1991/258; SWK R 1991, 115; 92/15/0103; GesRZ 1994, 236; GesRZ 1997, 114; dennoch betont der VwGH gleichzeitig den mangelnden normativen Gehalt und die Unverbindlichkeit dieses BMF-Erlasses (zB ÖJZ VwGH-F 1991/258 mwN; ÖJZ VwGH-F 1992/39 mwN).
 62) Erlaß des BMF vom 15. 12. 1989, AÖF 1990/4, „Wiener Verfahren 1989“; nun neu geregelt in Erlaß des BMF vom 13. 11. 1996, AÖF 1996/189, „Wiener Verfahren 1996“ mit Wirksamkeit ab 1. 1. 1994. Dazu s a SWK 1997 S 22.
 63) Nach dem Wiener Verfahren 1990 ging man vom Einheitswert des Betriebsvermögens aus. Nun geht man vom Gesellschaftsvermögen aus, das aus der letzten Handelsbilanz abgeleitet wird, weil die Einheitswerte vom Betriebsvermögen (wegen Aufhebung der Vermögenssteuer und Änderung der §§ 13–14 BewG) nicht mehr festgestellt werden.
 64) Vgl *Bichler* in RdW 1992, 127.
 65) Deutsche Vermögenssteuerrichtlinie 1995, Abschnitt 4ff.
 66) Vgl *Beisel/Klump*, Der Unternehmenskauf (1996) Rn 129.
 67) Ebenso *Tremml/Schiffer*, Firmenkäufe (1987) 39.
 68) Vgl *Leiter* in FS-Jakobijevich (1996) 158.
 69) Als Beispiel für solche Methoden sei verwiesen auf *Englert*, Die Bewertung von WP- und StB-Praxen (1996).
 70) *Grünbichler* in ÖBA 1990, 447 (451); *Nießen* in ÖBA 1993, 17 (20) je mwN.
 71) Man spricht vom Comparative Company Approach und von der Recent Acquisition Method.
 72) Vgl den (laut Medienberichten angeblich) von der Bank Austria AG gezahlten Preis für Aktien an der GiroCredit und an der Creditanstalt-Bankverein.

Das Kauf- und Verkaufsvolumen an der Wiener Börse ist außerdem im internationalen Vergleich äußerst gering; bereits ein Verkauf geringer Stückzahlen von Aktien bewirkt einen Kursverfall, der durch überhaupt keinen Unternehmenswertverfall verursacht ist. Der Kurswert (nicht zu verwechseln mit dem oben erläuterten Shareholder Value) hat mit dem betriebswirtschaftlich ermittelten Unternehmenswert (oder dem anteiligen Unternehmenswert pro Aktie) überhaupt nichts zu tun.

Für größere Aktienpakete, die über die Börse oft nicht zu erlangen sind, ist ein Paketzuschlag zu leisten; auch dies ist eine Frage des Preises, nicht des Wertes. Auch der EuGH⁷³⁾ hält den Börsenkurs außer bei besonderer Begründung nicht für überzeugend.

III. Die Judikatur

Die ältere OGH-Judikatur⁷⁴⁾ befürwortete die in der Betriebswirtschaftslehre damals noch teilweise bevorzugte (inzwischen aber längst aufgegebene) „Schmalenbach-Formel“ für jene Fälle, in denen der Ertragswert unter dem Substanzwert liegt (doch hält man heute auch für diese Fälle die Ertragswertmethode für richtiger, solange der Ertragswert nicht unter dem Liquidationswert liegt.⁷⁵⁾

Die neuere Judikatur⁷⁶⁾ verweist hingegen auf die Betriebswirtschaftslehre und befürwortet die Ertragswertmethode.

Auch die deutsche Judikatur hatte zunächst die Verbindung von Substanz- und Ertragswert als Bewertungsgrundlage herangezogen.⁷⁷⁾ Die neuere Judikatur aber wendet die Ertragswertmethode an.⁷⁸⁾

IV. Schlußfolgerungen für den Vertragsverfasser

Angesichts der Vielfalt an Methoden sollte in Verträgen, die eine Unternehmensbewertung vorsehen, definiert werden, welche Methode (und Submethode) der Sachverständige im konkreten Fall sinnvollerweise anwenden soll. Außerdem sollte man schon vorweg überlegen, ob man den Unternehmensbewerter an gewisse Vorgaben binden soll, etwa was den Kapitalisierungszinsfuß, die Zurechnung von künftigen Synergien oder die Zukunftsprognosen bei Markt- und Preisentwicklungen (zur Vermeidung sogenannter „Golfschlägerprognosen“⁷⁹⁾ bei Ermittlung des künftigen Gewinnes) betrifft.

Als angemessene Unternehmensbewertungsmethode kommt heutzutage nur die Ertragswertmethode (Mehrphasenmethode) in Frage, nicht aber eine substanzwertorientierte Methode oder Mittelwertmethode.

Walter Brugger

73) EuGH 24. 10. 1996 C-329/63, C-62/95 und C-63/95 (n.v.).

74) 6 Ob 100, 101/70 HS 7150/39.

75) Koppenssteiner in Straube 1² Rn 12 zu Art 7 Nr 15 EVHGB mwN. Ebenso Jabornegg, HGB Rn 26 zu § 138.

76) 5 Ob 649/80, SZ 53/172 = GesRZ 1981, 44 = JBI 1981, 545 = EvBl 1981/72 = SWK 1984 C 40 = HS 10.120.

77) BGH NJW 1978, 1319; WM 1982, 17.

78) BGH WM 1979, 432; BB 1984, 2082.

79) Ausgehend von flach ansteigenden vergangenen Unternehmenserfolgen nimmt das Management oft stark steigende Erfolge in der Zukunft an, so daß bei grafischer Darstellung die zunächst flache, dann steile Kurve an einen Golfschläger erinnert.