

## IV. Bewertung ertragsschwacher Unternehmen (Sanierung)

### 1. Einleitung

Nach Erhebungen des statistischen Bundesamts (www.destatis.de) hat die Zahl der Unternehmensinsolvenzen im vergangenen Jahr mit 39.320 ein Rekordniveau in der Geschichte Deutschlands erreicht. Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen hat sich damit im Vergleich zum Vorjahr nochmals um rund 4,6 % erhöht. Sie betrafen rund 220.000 Arbeitnehmer und hinterließen offene Forderungen in Höhe von 42 Mrd. EUR. Allein diese Zahlen verdeutlichen die Aktualität der Thematik *Ertragsschwäche* und die Notwendigkeit, sich mit ertragsschwachen Unternehmen und deren Bewertung auseinander zu setzen. Dies gilt insbesondere deshalb, weil Ertragsschwäche eine reversible Vorstufe der Unternehmensinsolvenz ist. Daher muss Unternehmen und Vorständen daran gelegen sein, Ertragsschwäche möglichst frühzeitig zu erkennen. Nach § 91 Abs. 2 AktG hat der Vorstand geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden. Nach § 317 Abs. 4 HGB ist bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft im Rahmen der Jahresabschlussprüfung zu beurteilen, ob der Vorstand diese Maßnahmen getroffen hat und das Überwachungssystem seine Aufgaben erfüllen kann. Auch ohne gesetzliche Anforderungen wird jeder rationale Unternehmer von sich aus strategischen und Erfolgskrisen im Unternehmen durch die Entwicklung oder Umsetzung von Sanierungsstrategien rechtzeitig und wirksam entgegensteuern wollen. Schließlich birgt die rechtzeitige Feststellung einer Ertragsschwäche die Chance in sich, eine drohende Insolvenz abzuwenden und das ertragsschwache Unternehmen wieder ohne zeitliche Begrenzung nutzbar zu machen. Dadurch wird nicht nur Shareholder Value für den Eigner geschaffen, sondern auch volkswirtschaftlicher Nutzen: Ein Unternehmen, das zukünftig wettbewerbsfähig bleibt, erhält Arbeitsplätze.

Eine geeignete **Ertragsschwächedefinition** i. S. eines Frühwarnindikators im Unternehmen wäre daher wünschenswert. Im Folgenden wird zunächst herausgearbeitet, wann Ertragsschwäche vorliegt, anhand welcher Kriterien sie festgestellt werden kann und aus wessen Sicht sie gegeben ist. Anschließend werden der Begriff der Sanierung, dessen Zusammenhang mit Ertragsschwäche und die Folgen vorliegender Ertragsschwäche für die Bewertung von Unternehmen und die Entscheidungsfindung des Verkäufers bzw. Käufers des Unternehmens diskutiert. Abschließend wird die Bedeutung von Ertragsverbundenheiten sowie strategischen Unternehmenswerten im Rahmen des Verkaufs bzw. Kaufs eines ertragsschwachen Unternehmens beleuchtet.

### 2. Begriffsbestimmung

#### 2.1 Ertragsschwäche und ihre Abgrenzung von Normalertrag und Ertragsstärke

Die betriebswirtschaftliche Literatur versteht **künftige Unternehmenserhaltung als Substanzerhaltung** (Coenenberg, AG 1975 S. 115). Da der **Normalertrag** als der **Erhaltungsmaßstab der Unternehmung** (Sieben, ZfB 1964 S. 631) angesehen wird, der die leistungswirtschaftliche Nutzung des Unternehmens auf Dauer ohne zeitliche Beschränkungen ermöglicht (Matschke, BFuP 1984 S. 552), ist der **Normalertrag** folglich **auf Basis der Substanzerhaltung** zu definieren.

- 1504 Es wäre jedoch verfehlt, **Substanzerhaltung** nun als identischen Nachbau eines Unternehmens aufzufassen. Dies ist weder möglich noch sinnvoll, denn im Zuge des ständigen Wandels auf der Beschaffungsseite des Unternehmens ändert sich die betriebsnotwendige Substanz ständig. Auf dieser wiederum basiert das unternehmenserhaltende Leistungspotenzial (Dörner, S. 37). Substanzerhaltung mit Unternehmensnachbau gleichzusetzen ist insbesondere bei ertragsschwachen Unternehmen sinnlos (Peemöller/Bömelburg, DStR 1993 S. 1038). Nur in den seltensten Fällen werden dort die bereits vorhandenen Anlagen wieder beschafft, zumal die vorhandene Substanz teilweise wertlos ist. Folglich lässt sich die zukünftige Substanz i.d.R. nur schrittweise durch die jeweiligen, zukünftig zur Unternehmenserhaltung notwendigen künftigen Periodeninvestitionen schaffen (Leuner, S. 93 f. m.w.N.). Diese Investitionen können nicht uniform sein, weil sie sich mit wandelnder Umwelt und Kundenbedürfnissen verändern.
- 1505 Im Umkehrschluss bedeutet dies: Die **gängigen Ertragsschwächedefinitionen**, die den Normalertrag dann unterschritten sehen, wenn der Zukunftserfolg des Unternehmens die Verzinsung des Substanzwerts, des Liquidationswerts oder des eingesetzten Eigenkapitals unterschreitet, sind fehlerbehaftet. Keine Verzinsung dieser Basisgrößen kann zutreffend die jeweiligen zur Unternehmenserhaltung notwendigen künftigen Periodeninvestitionen darstellen. Darüber hinaus ist der **Substanzwert** ertragswertabhängig (Moxter, S. 48). Auch ermittelt er nur einen Finanzierungsbetrag der bisherigen, zum Teil nicht mehr erfolgserhaltenden Unternehmenssubstanz zu Wiederbeschaffungswerten. Seine Verzinsung kann unmöglich die zukünftigen wettbewerbserhaltenden periodisch schwankenden Periodeninvestitionen abbilden. Ebenso repräsentiert der **Liquidationswert** nur die derzeit im Unternehmen vorhandene Nettosubstanz. Eine Verzinsung dieses Betrags kann daher ebenfalls nur zufällig die zukünftigen wettbewerbserhaltenden, periodisch schwankenden Periodeninvestitionen abbilden. Auch das **historisch eingesetzte Kapital** ist kein Betrag, der für Investitionen im Unternehmen zur Verfügung steht. Es wurde in Vermögensgegenstände investiert, und es ist je nach Rendite dieser Investitionen im Unternehmen voll, teilweise oder nicht mehr vorhanden. Eine Verzinsung dieses Betrags kann keine intersubjektiv nachvollziehbare Aussage über die Unternehmenserhaltung treffen. Ertragsschwäche ist unternehmensbezogen, Rendite dagegen kapitaleinsatzbezogen. Aus diesem Grund sind Ertragsschwächedefinitionen, die eine chronische Ertragsschwäche als unabänderliche, zumindest nachhaltige Unterverzinsung des Kapitaleinsatzes definieren (Dörner, S. 117), abzulehnen.
- 1506 Der Normalertrag als der Erhaltungsmaßstab der Unternehmung muss daher ein zukünftiger, sich mit den existenzsichernden Investitionsbedarfen periodisch verändernder Mindesterfolg sein. Zur **Normalertragsdefinition** sind die zukünftigen nichtuniformen Periodeninvestitionen zu ermitteln, die die betriebliche Leistungsfähigkeit unter Berücksichtigung der Entwicklung des technischen Fortschritts und des Wachstumsprozesses in der Volkswirtschaft und der entsprechenden Branche sichern. Diese Periodeninvestitionen sind mit dem der Unternehmung zur Verfügung stehenden Geldmittelbestand der jeweiligen Zukunftsperiode zu vergleichen. Dieser Geldmittelbestand muss zwingend ein Eigenkapitalüberschuss sein, weil in Gesamtkapitalüberschüssen noch Zinsaufwendungen enthalten sind, die an die Gläubiger der Unternehmung abfließen und daher nicht für Investitionen verwendbar sind.
- 1507 Der **künftige Normalertrag** ändert sich folglich periodisch und ist theoretisch ideal gegeben, wenn der jeweilige künftige Periodeneinzahlungsüberschuss des betrach-

teten Unternehmens vor Investitionsmaßnahmen wenigstens das Bündel aller unternehmerhaltenden Periodeninvestitionen zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit abdeckt. Solange der jeweilige zukünftige Periodeneinzahlungsüberschuss nach Vornahme aller unternehmerhaltenden Investitionen wenigstens null ist, ist in dieser Periode die leistungserhaltende Substanz gesichert und damit der Ertrag dieser Periode als normal anzusehen.

**Ertragsschwäche** ist in einer künftigen Periode gegeben, wenn der jeweilige zukünftige Periodeneinzahlungsüberschuss des betrachteten Unternehmens vor Investitionen nicht das Bündel aller unternehmerhaltenden Periodeninvestitionen zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit ausgleicht. Folglich ist der jeweilige zukünftige Periodeneinzahlungsüberschuss nach Vornahme aller unternehmerhaltenden Investitionen negativ. 1508

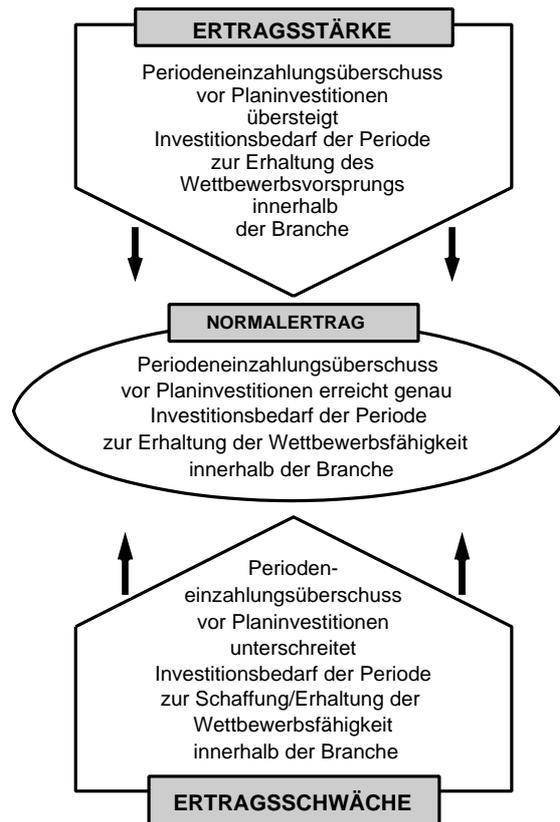
**Ertragsstärke** liegt dagegen nicht bereits dann vor, wenn der jeweilige Periodeneinzahlungsüberschuss vor Investitionen den Bedarf zur Finanzierung des Bündels aller unternehmerhaltenden Periodeninvestitionen übersteigt. Ein Unternehmen bleibt nur dann ertragsstark, wenn es die erreichte ertragsstarke Position auch in Zukunft hält. Bisherige Erfolge sind in einem dynamischen Wettbewerbsumfeld nichts wert. Die zukünftigen Erfolgspotenziale sind durch stete Anpassung an geänderte Rahmenbedingungen immer wieder neu zu erarbeiten. Die ertragsstarke Position kann daher analog zur Unternehmenserhaltung nur durch ständiges zusätzliches Investieren erhalten werden. Nur so wird der Abstand zwischen Normalertrag und Ertragsstärke nicht kleiner. Allein der, der immer wieder den ökonomisch relevanten technischen Fortschritt verwirklicht, erhöht seine künftigen Erfolge (*Sieben*, ZfB 1964 S. 634). Allein Unternehmen, die Produkt- bzw. Prozessinnovationen hervorbringen, profitieren von einer zeitlich begrenzten Monopolstellung in einem an sich mit Konkurrenten zu teilenden Markt. Für diesen Zeitraum kann das Unternehmen die Preise frei setzen und Innovatorenvorteile realisieren (*Bühner/Weinberger*, BFuP 1991 S. 199), die dann zu Ertragsstärke führen. Unterlässt dagegen das bislang ertragsstarke Unternehmen zusätzliche Investitionen, so wird es zukünftig zurückfallen. Sein Vorsprung wird durch wachsende Nachahmung im Zeitablauf diffundieren (*Neumann*, S. 201-203). 1509

Die künftige Ertragsstärke einer Periode ist nur gegeben, wenn der jeweilige Periodeneinzahlungsüberschuss vor Investitionen nicht nur das Bündel aller unternehmerhaltenden Periodeninvestitionen zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit finanzieren kann, sondern darüber hinaus noch die Investitionen, die notwendig sind, die Diffusion des Vorsprungs vor den normal Ertrag bringenden Unternehmen zu kompensieren. Diese **Definition** von Ertragsschwäche, Normalertrag und Ertragsstärke zeigt im Überblick die Übersicht 1. 1510

Diese Definition lässt sich für die Praxis wie folgt operationalisieren: Theoretisch exakte Ausgangsgröße zur Messung des Normalertrags ist der flexible **Zukunftsperiodenfinanzplan** vor Investitionsauszahlungen (*Leuner*, S. 97-100). Nur der daraus resultierende Zahlungsüberschuss kann mit den zukünftigen wettbewerbserhaltenden Periodeninvestitionsauszahlungen verglichen werden. Für die Praxis muss diese zu komplexe Messgröße vereinfacht und praktikabel gemacht werden. Der **Netto-Plan-Cashflow** kann als praktikable Näherungslösung dienen und als Maßgröße mit den zukünftigen wettbewerbserhaltenden Periodeninvestitionsauszahlungen verglichen werden. Jedoch ist er so zu modifizieren, dass er zahlungsstromorientiert, zukunftsbe- 1511

zogen und nichtuniform ist und den Eigenkapitalüberschuss misst. Diese Mindestkriterien folgen aus der flexiblen Finanzplanung als Idealmodell (Peemöller, DStR 1993 S. 410 f.).

Übersicht 1: Unternehmensspezifische Ertragsstärke, Ertragsschwäche und Normalertrag



Der Netto-Plan-Cashflow lässt sich wie folgt ermitteln:

	Betriebsergebnis (EBIT)
-	Steuern
+	Abschreibungen
+/-	Rückstellungsaufwand/Ertrag aus Auflösung der Rückstellung
+	Andere zahlungsunwirksame Aufwendungen
+/-	Veränderung des Net Working Capital
=	<b>Brutto-Plan-Cashflow</b>
-	Rückstellungsinanspruchnahmen (soweit planbar)
-	Fremdkapitalzinsen
=	<b>Netto-Plan-Cashflow</b>

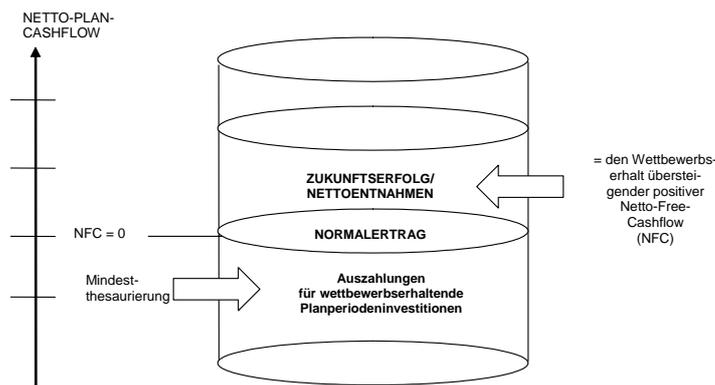
Der Netto-Plan-Cashflow zeigt, im Gegensatz zu dem bei der **Discounted-Cashflow-Methode** (DCF-Methode [vgl. Teil B und Teil C im 3. Kap. dieses Handbuchs]) meist verwendeten Brutto-Free-Cashflow (BFC), keinen Gesamtkapitalüberschuss der Planperiode, sondern den in dieser Periode erzielten Eigenkapitalüberschuss vor geplanten Periodeninvestitionen. Der Netto-Plan-Cashflow wird wie der BFC auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnungen (GuV) der letzten Jahre prognostiziert. Er plant die zukünftigen Unternehmensüberschüsse, deshalb ist er zukunftsbezogen. Da er die wesentlichen Nichtauszahlungen der GuV hinzurechnet und gleichzeitig die damit korrespondierenden, in Höhe und Zeitpunkt versetzten Auszahlungen mit Ausnahme der geplanten Periodeninvestitionen vom Überschuss abzieht, ist der Netto-Plan-Cashflow auch zahlungsstromorientiert. Der Netto-Plan-Cashflow misst daher in praktikabler Weise und gleichzeitig theoretisch vertretbar die zur Substanzerhaltung zukünftig vorhandenen Geldmittel.

Zieht man vom Netto-Plan-Cashflow die wettbewerbserhaltenden Investitionen ab, die sich durch Konkurrenzvergleiche, Benchmarking etc. ermitteln lassen, so resultiert der wettbewerbserhaltende **Netto-Free-Cashflow**:

<b>Netto-Plan-Cashflow</b>	
–	Wettbewerbserhaltende Investitionen
= <b>Wettbewerbserhaltender Netto-Free-Cashflow (NFC)</b>	

Der NFC stellt eine praxisnahe Maßgröße der ohne Existenzgefährdung ausschüttbaren Unternehmensüberschüsse dar, wobei in diesem Beitrag vorausgesetzt wird, dass damit weder gegen handels- noch gegen gesellschaftsrechtliche Restriktionen verstoßen wird (Popp, S. 52-54, 189). Aufgrund seiner Ableitung aus dem Netto-Plan-Cashflow ist der NFC zukunftsbezogen und zahlungsstromorientiert. Als Equity Approach bildet er nur die Eigenmittel ab. Ist der NFC ausgeglichen, gilt also  $NFC = 0$ , so stellt er die in der Praxis **operationalisierte Form des Normalertrags** dar. Das zeigt die nachfolgende Übersicht nochmals im Bild:

Übersicht 2: Ermittlung des maximal periodisch ausschüttbaren Unternehmensüberschusses



Die vorgenannten Definitionen und Abgrenzungen setzen Folgendes voraus: Die **Branche**, in der sich das Unternehmen bewegt, darf keine schrumpfende Branche sein, die aus der Volkswirtschaft verdrängt wird. In solchen Branchen nützt es dem

einzelnen Unternehmen langfristig nichts, seine Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten. Der Schrumpfungsprozess der Branche endet erst, wenn der Absatz der gesamten Branche auf null gesunken und damit auch jeder Unternehmensumsatz auf null gesunken ist. Eine Unternehmenserhaltung ist dann nicht mehr möglich. Für die Anwendung obiger wie auch jeder anderen rationalen Ertragsschwächedefinition muss daher die Branche, zu der das zu bewertende ertragsschwache bzw. -starke Unternehmen gehört, eine volkswirtschaftliche Existenzberechtigung haben. Nur dann ist gesichert, dass für die Produkte der Branche stets Abnehmer vorhanden sind und die Branche überlebensfähig ist. Um dies festzustellen, wäre die obige Definition unternehmensspezifischer Ertragsschwäche analog auf das Verhältnis von Branche zur Volkswirtschaft zu übertragen, vorausgesetzt, es existiert eine Substitutbranche, wie Heizöl- und Erdgasbranche auf dem Wärmemarkt. Eine Branche wäre danach analog zur obigen Definition in Übersicht 1 ertragsschwach, wenn sie unfähig ist, innerhalb der Volkswirtschaft die wettbewerbsfähig erhaltenden Periodeninvestitionen (z.B. Werbung, die die Vorzüge der Branche aufzeigt) durch die künftigen Erfolge ihrer Betriebe erwirtschaften zu können. Bei international vertretenen Branchen wäre anstelle der Volkswirtschaft die Weltwirtschaft zu setzen.

## 2.2 Abgrenzung Ertragsschwäche und Umweltlage

- 1516 Es wurde gezeigt, dass die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit für den Normalertrag eines Betriebs wesentlich ist. Keine Voraussetzung für die Ertragsschwäche oder -stärke eines Betriebs ist dagegen die **Umweltlage**, z.B. Inflation oder Rezession. Das dokumentiert das folgende **Beispiel**:
- 1517 Die Unternehmung „Big Loss“ beschäftigt 100 Mitarbeiter und unterhält 10 Maschinen. Die Unternehmung „Success“ beschäftigt dagegen 10 Mitarbeiter und unterhält 100 Maschinen. Beide vertreiben die gleichen homogenen Produkte. Der Marktpreis ist für „Success“ und „Big Loss“ fix vorgegeben, da sie Mengenanpasser sind. Es herrscht Inflation. Die Gewerkschaften erstreiten eine Lohnerhöhung, die weit über dem Inflationsausgleich liegt. Sie übertrifft die Preissteigerung im Anlagenbereich um ein Vielfaches.
- Als Folge der relativ stärkeren Lohnsteigerung im Vergleich zu der von „Success“ verschlechtert sich die Kostenstruktur des Unternehmens „Big Loss“. Das liegt daran, dass „Big Loss“ mit Produktionsfaktoren produziert, menschliche Arbeit statt Technik, die im Beispiel besonders inflationär sind. Die für „Big Loss“ erforderlichen Preiserhöhungen, um dessen bisherige Gewinnmarge zu erhalten, lassen sich am Markt nicht durchsetzen, da andere Unternehmen in der Branche durch kostengünstigere Produktionsfaktorkombinationen nicht diesem Kostenzuwachs unterliegen und zu niedrigerem Preis anbieten. Die Folge ist Ertragsschwäche für den Betrieb „Big Loss“. Demgegenüber macht „Success“ bei gleichem Outputpreis mehr Gewinn als „Big Loss“ bzw. erleidet im Fall von Inputgrößer Outputpreissteigerung erst später Verluste. Der Betrieb „Success“ ist damit im Zuge der Inflation ertragsstärker, „Big Loss“ dagegen ertragsschwächer geworden.
- 1518 Das Beispiel zeigt: In jeder exogen vorgegebenen Umweltkonstellation liegen für Unternehmen Risiken und Chancen. Inflation kann als beispielhaft gewählter, exogen für die gesamte Branche vorgegebener Umweltfaktor gleichzeitig Auslöser von Ertragsrückgängen bei dem einen und Generator von Ertragssteigerungen bei einem anderen Unternehmen sein. Ertragsschwäche eines Unternehmens ist somit keine zwingende Konsequenz einer Umweltkonstellation. Die Ursachen hierfür liegen im Unternehmen selbst. Im Beispiel verschlechtert sich durch die Nichtüberwälzbarkeit gestiegener Lohnkosten auf die Abnehmer die Ertragslage des lohnintensiven Unternehmens „Big Loss“. Das dauert so lange an, bis es wie „Success“ auf das günstigere Substitut Sachmittel umsteigt. Seine reale Parallele findet das Beispiel in den Rezessionen der

Jahre 1977-1982 bzw. 1988-1993. Damals waren nicht reduzierte Personal- und Materialaufwendungen die Generatoren für Ertragsschwäche (*Deutsche Bundesbank*, S. 65).

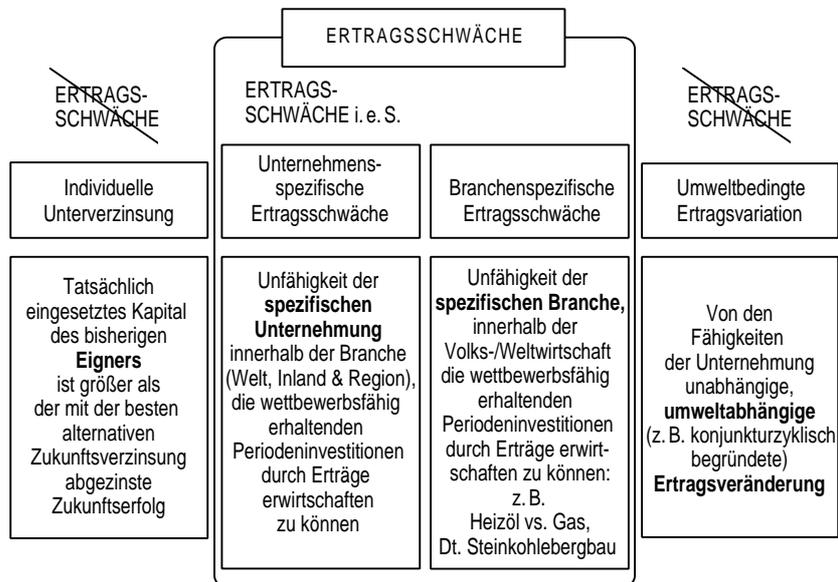
Umgekehrt gilt jedoch, dass **externe Umweltzustände**, wie die Konjunktur, als Katalysator wirken. So kann aufgrund von ertragsschwächebegründenden Fehlaktionen ein zu bewertendes Unternehmen konjunkturanfälliger werden. Erreicht ein Betrieb beispielsweise aufgrund hoher Fixkosten seinen Break even nur bei einer sehr hohen Absatzmenge, die lediglich in Boomzeiten nachgefragt wird, so reduzieren sich seine Erträge bei Rezession viel früher als bei einem Unternehmen mit flexiblerem Kostengefüge. Dennoch liegt auch hier der Grund für die jeweilige Ertragslage wieder rein an internen Faktoren. Zwar sinken regelmäßig die Umsätze sämtlicher Unternehmen der Volkswirtschaft aufgrund einer Rezession. Alle Erträge tendieren absolut nach unten. Es resultiert eine umweltbedingte Ertragsvariation. Trotzdem gelingt es immer wieder etlichen Unternehmen bei sinkenden Umsätzen, ihre Umsatzrentabilität zu verbessern. Diese Aussage wurde in der Praxis bestätigt (*Deutsche Bundesbank*, S. 63-72). Auch ein an die erwartete Umweltsituation gut angepasstes Unternehmen muss zwar in einer Rezession regelmäßig konjunkturell bedingte Ertragsrückgänge hinnehmen. Es hat sich jedoch gezeigt, dass die erfolgreichen Unternehmen trotz Rezession aufgrund ihrer Flexibilität weiterhin so viele Zahlungsüberschüsse erzielen, dass sie die fortlaufende Modernisierung des Kapitalstocks durch die Rezession hindurch aufrechterhalten konnten und sogar noch Fremdkapitalien zurückführen konnten. Umgekehrt war bei Betrieben, die ihre fixen Kosten in der Rezession nicht zurückführen konnten, nur ein so geringer Zahlungssaldo vorrätig, dass nicht einmal die Abschreibungen erwirtschaftet werden konnten. Zudem wuchsen als Folge der sinkenden Innenfinanzierungskraft deren Bankkredite, sodass auch die künftigen Zinskosten anstiegen. Am Ende der Rezession waren die flexiblen, ertragsstabilen, weil angepassten Unternehmen für den Aufschwung und die Investitionssteigerung zur Kapazitätenerhöhung gut gewappnet. Die weniger angepassten, ertragsinstabilen Betriebe waren dagegen noch mehr geschwächt. 1519

Ein externer Umweltfaktor kann daher als Katalysator wirken. Er deckt innerbetriebliche Schwächen schneller auf, die ohne dessen Eintritt zunächst verborgen bleiben. Er führt jedoch entgegen anderer Ansicht im Schrifttum (*Dörner*, S. 117) grundsätzlich nicht zur Ertragsschwäche oder Ertragsstärke eines Unternehmens. Eine Ertragsschwäche wird grundsätzlich nur durch interne, eigene Fehlaktionen verursacht. Ausnahmsweise können externe Faktoren Ertragsschwäche oder Ertragsstärke begründen, wenn sie nicht auf alle Betriebe gleich einwirken und nicht für alle gleichermaßen Chancen und Risiken beinhalten. Das ist meist nur bei Katastrophen wie Blitzschlag, Brand, Sabotage der Fall. Diese Zusammenhänge hinsichtlich der **Abgrenzung von Ertragsschwäche und Umweltlage** zeigt die Grafik auf S. 656 im Bild. 1520

### 2.3 Sanierung

Unter Sanierung werden im Folgenden alle **Maßnahmen zur Beseitigung von Schäden** verstanden, die im Gefüge eines Unternehmens entstanden sind und seine Existenz in Frage stellen (*Groß*, S. 23). Dabei gilt es weiter nach Sanierungseignung und Sanierungswürdigkeit zu unterscheiden. Ein rationales Bewertungsobjekt wird das zu bewertende ertragsschwache Unternehmen nur dann sanieren und fortführen, wenn es subjektiv sowohl sanierungsfähig als auch sanierungswürdig ist. 1521

Übersicht 3: Ertragsschwäche, Ertragsvariation und individuelle Unterverzinsung



## 2.4 Zusammenhang zwischen Ertragsschwäche und Sanierungsfähigkeit

- 1522 Die **Sanierungsfähigkeit** liegt aus Sicht des Subjekts dann vor, wenn es selbst in der Lage ist, die Unternehmung zu sanieren, d.h., dauerhaft überlebens- und wettbewerbsfähig zu machen (*Böckenförde*, S. 44; *Brandstätter*, S. 8). Das ertragsschwache Unternehmen muss sich wieder eigenständig am Markt behaupten können, die Unternehmung muss ohne zeitliche Begrenzungen nutzbar sein. D. h. der Sanierer muss seinem Unternehmen z.B. Eigenkapital und/oder externe Managementkompetenz zuführen und so die internen Krisenursachen abstellen und die bislang mangels flüssiger Mittel zurückgestellten Investitionen finanzieren. Es zeigt sich: Die Anforderungen an die Sanierungsfähigkeit sind mit denen an den Normalertrag identisch. Folglich ist die Sanierungsfähigkeit mit dem dauerhaften Erreichen des oben definierten Normalertrags gleichzusetzen. Sanierungsfähigkeit beinhaltet dagegen nicht, dass sich der Betrieb im Hinblick auf das historische eingesetzte Eigenkapital angemessen rentiert (*Brandstätter*, S. 8). Sanierungsfähigkeit ist wie die Ertragsschwäche unternehmensbezogen, Rendite dagegen kapitaleinsatzbezogen.
- 1523 Ferner ist zu beachten, dass Sanierungsfähigkeit für den potenziellen Käufer trotz der Tatsache gegeben sein kann, dass sie dem potenziellen Verkäufer unmöglich ist. Auf dem Unternehmensmarkt bestehen Marktungleichgewichte, die Käufer wie Verkäufer ausnutzen können und so aus ein und demselben Rechtsgebilde aufgrund ihrer individuellen Fähigkeiten und Kenntnisse unterschiedlichste Erträge erwirtschaften können. Der Ertragswert des potenziellen Käufers und Sanierers der ertragsschwachen Unternehmung kann daher den des potenziellen Verkäufers übersteigen und umgekehrt.

## 2.5 Zusammenhang zwischen Sanierungswürdigkeit und Unternehmensbewertungsmethoden

### 2.5.1 Verkäufersicht

Der potenzielle Verkäufer wird das zu bewertende ertragsschwache Unternehmen nur dann selbst fortführen, wenn es für ihn sowohl sanierungsfähig als auch sanierungs- bzw. fortführungswürdig ist. Fehlt die **Sanierungsfähigkeit**, so ist eine Selbstfortführung des ertragsschwachen Unternehmens nicht möglich. Das Unternehmen ist nicht dauerhaft überlebens- und wettbewerbsfähig zu machen. Im Zeitablauf wird der Betrieb in der Branche immer weiter zurückfallen. Es resultieren fallende Zukunftserfolge bis hin zur Unternehmensaufgabe. Folglich hat der Betrieb bei nicht gegebener Sanierungsfähigkeit aus Sicht des bisherigen Eigners keinen Ertragswert, da der Ertragswert die Fortführung des Unternehmens zwingend voraussetzt. Als Alternative bleibt dem Eigner dann nur, seinen Betrieb entweder im Wege des Verkaufs aller einzelnen Vermögensgegenstände ad hoc oder durch zeitlich begrenzten planvollen Weiterbetrieb zu zerschlagen (*Peemöller/Bömelburg*, DStR 1993 S. 1038; *Dörner*, S. 117), je nachdem, was den größeren Geldrückfluss generiert. Der Liquidationswert ist in diesem Fall die absolute Wertuntergrenze und der alleinige Maßstab des Verkaufserlöses. 1524

Ist dagegen Sanierungsfähigkeit für den Verkäufer gegeben, so muss er weiter prüfen, ob für ihn der Betrieb auch **sanierungswürdig** ist, denn die Sanierungsfähigkeit besagt nicht, ob die Sanierung für ihn lohnend ist. Der Verkäufer muss daher untersuchen, ob ihm die Sanierung, die es ihm ermöglicht den Betrieb fortzuführen, mehr nutzt als eine Verwertung des Betriebs ohne Sanierung. Der Eigner muss daher aus seiner Sicht ermitteln, was ihm an Going-Concern-Zuflüssen aus dem Unternehmen nach erfolgter Sanierung zukünftig zufließt und was ihm eine Unternehmenszerschlagung ohne Sanierung an Einmalserlös erbringt. Andere Möglichkeiten hat der Verkäufer nicht, um aus seinem Unternehmen Nutzen zu erzielen, denn auch wenn er verkauft, muss er den Preis, den er mindestens erzielen muss, um sich nicht schlechter zu stellen, anhand dieser beiden Alternativen Going Concern und Zerschlagung ermitteln. Folglich entscheidet über die Sanierungswürdigkeit im reinen Finanznutzenkalkül eine Unternehmensbewertung, die Zukunftserfolgs- bzw. Ertrags- und Liquidationswert aus Sicht des Bewertungsobjekts ermittelt und einander gegenüberstellt (*Groß*, S. 26; *Brandstätter*, S. 9). Übersteigt der Ertrags- den Liquidationswert, so ist es für den Verkäufer rational, den Betrieb fortzuführen, denn der Ertragswert bringt aus den zukünftig optimierten Periodenzukunftserfolgen ( $ZE_{neu}$  / mit  $ZE_{neu} = (E_x - A_x - SanA_x)$  und  $x = \text{Periode } 1 = 2 = \dots = n$ ) bei Selbstweiterbetrieb aufgrund der werterhöhenden Kombinationseffekte der eingesetzten Vermögensgegenstände (*Moxter*, S. 95) dem Verkäufer einen höheren Nutzen als der von ihm realisierbare Liquidationswert. Für uniforme Zukunftserfolge, die um die periodisch anfallenden laufenden Sanierungskosten zu kürzen sind, muss daher gelten:  $ZE_{neu} / i > LW$ . Ist  $ZE_{neu}$  nicht uniform, so muss gelten: 1525

$$(1) \frac{(E_1 - A_1 - SanA_1)}{q_1} + \frac{(E_2 - A_2 - SanA_2)}{q_2} + \dots + \frac{(E_n - A_n - SanA_n)}{q_n} > LW$$

mit  $LW = \max$  (Sofortliquidation; Liquidation bei planvollem Weiterbetrieb) und  $q = (1 + i)$ . Anfangsinvestitionen fallen beim Verkäufer nicht an, weil er bereits Eigner des zu sanierenden Unternehmens ist.

- 1526 Die **Selbstfortführung** des ertragsschwachen Unternehmens ist aber für den potenziellen Verkäufer nur rational, solange sein erzielbares Nutzenniveau inklusive des ertragsschwachen Betriebs abzüglich der dafür anfallenden laufenden Sanierungskosten ( $ZE_{\text{neu}}$ ) sein Nutzenniveau bei Unternehmenszerschlagung übersteigt (dem folgend vgl. Friß, DStR 15/2004, S. 655). Bei  $ZE_{\text{neu}}/i < LW$  ist daher der Betrieb für den Verkäufer unter der Prämisse der Gewinnmaximierung nicht mehr fortführungswürdig. Bei  $ZE_{\text{neu}}/i = LW$  ist genau der kritische Punkt erreicht, wo beide Varianten Unternehmenserhalt und Liquidation denselben Finanznutzenzufluss erbringen. Der kritische Punkt bei der Prüfung der Sanierungswürdigkeit fällt daher mit der Preisuntergrenze des Verkäufers zusammen, bei der er sich durch den Verkauf nicht schlechter als bisher stellt. Will der Verkäufer verkaufen, so verkauft er bei  $ZE_{\text{neu}}/i > LW$  zum Ertrags-, bei  $ZE_{\text{neu}}/i < LW$  zum Liquidationswert. Andere Zahlungszuflüsse als diese, wie das einmal eingesetzte und durch Investition in Sachvermögen transformierte Kapital, kann der potenzielle Verkäufer nicht mehr aus seinem Unternehmen herausholen. Die Relation  $ZE_{\text{neu}}/i < EK_{\text{alt}}$  ist aus Verkäufersicht daher absolut entscheidungsirrelevant.
- 1527 Deshalb nutzt auch die in der Literatur empfohlene Unterscheidung in chronische und temporäre Ertragsschwäche (Dörner, S. 117 f.) für den Entscheidungsprozess zwischen Fortführung und Liquidation nicht. Unter **chronischer Ertragsschwäche** wird eine nachhaltige Unterverzinsung des Kapitaleinsatzes verstanden. Diese ist nicht nur deshalb wenig aussagekräftig, weil sie von der Definition des Kapitaleinsatzes abhängt. Vor allem erspart die Unterscheidung in chronisch oder temporär dem Sanierer nicht die Ermittlung von Liquidations- und Ertragswert. Eine bestimmte Mindestverzinsung des Altkapitals mit den Fortführungserfolgen des sanierten Betriebs zu erreichen ist für die Entscheidung des derzeitigen Eigners über Selbstfortführung oder Liquidation/Verkauf des ertragsschwachen Unternehmens nicht bedeutsam. Für ihn zählt nur, die ihm aus seinem Betrieb zufließende und damit seine wieder anlegbare Geldsumme zu maximieren, sei es durch Erzielung von Going-Concern-Erträgen oder Zerschlagungserlösen. Nur mit den ihm zufließenden Nettoentnahmen kann er überhaupt eine Mindestverzinsung durch anderweitige Anlage erzielen. Das investierte historische Altkapital bleibt unwiederbringlich versunken und kann daher nicht Basis einer Mindestverzinsung sein.
- 1528 Ferner darf nicht der Fehler begangen werden, die bisherigen Erfolge ( $ZE_{\text{alt}}$ ) in die Zukunft fortzuschreiben und diese dem Liquidationswert gegenüberzustellen ( $ZE_{\text{alt}}/i < LW$ ). Für die Entscheidung über Verkauf oder Liquidation der ertragsschwachen Unternehmung zählt diese Relation nicht, es sei denn  $ZE_{\text{neu}} = ZE_{\text{alt}}$ , weil dem Verkäufer nur  $ZE_{\text{neu}}/i$  bzw.  $LW$  als Nutzen zufließt und seine Bedürfnisse befriedigen kann (Matschke, BFuP 1984 S. 553). Abschließend bleibt nachzutragen, dass der **Substanzwert** für einen Verkäufer niemals entscheidungsrelevant ist. Dieser Wert ist nur ein Reproduktionswert, folglich ein Geldmittelabfluss und damit für den Verkäufer kein realisierbarer Mittelzufluss.

### 2.5.2 Käufersicht

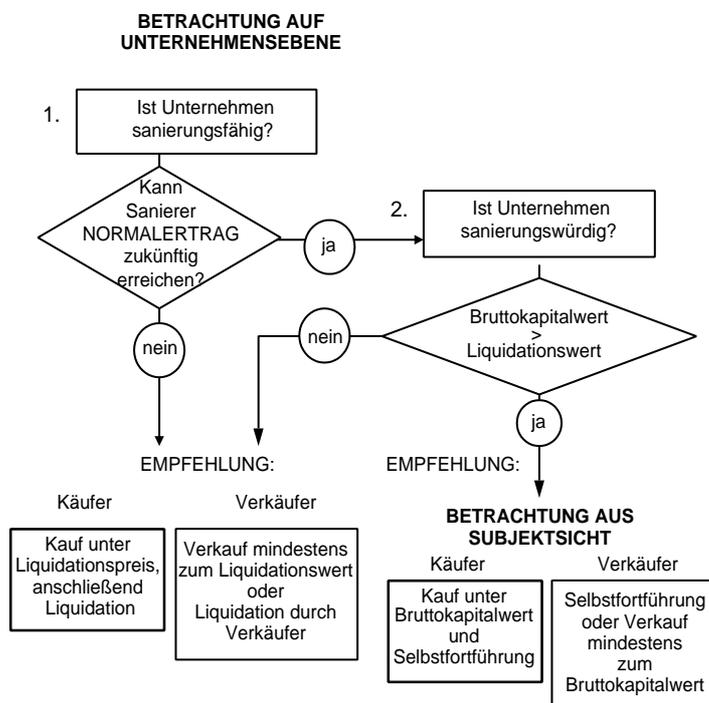
- 1529 Auch der potenzielle Käufer wird das zu bewertende ertragsschwache Unternehmen nach Kauf selbst nur fortführen, wenn es für ihn sowohl sanierungsfähig als auch sanierungs- bzw. fortführungswürdig ist. Ist das ertragsschwache Unternehmen aus seiner Sicht **nicht sanierungsfähig**, so hat es für ihn keinen Fortführungswert. Der Kauf

des Unternehmens lohnt sich für ihn nur, falls die für ihn erzielbaren Zerschlagungserlöse größer sind als der an den Verkäufer zu entrichtende Kaufpreis. Ist das Unternehmen für den Käufer **sanierungsfähig**, muss er die Sanierungswürdigkeit prüfen, denn nur dann macht die Fortführung des ertragsschwachen Unternehmens nach Kauf für ihn Sinn. Das ist der Fall, wenn er selbst den für den ertragsschwachen Betrieb geforderten Kaufpreis (KP) durch den Fortführungswert inkl. aller Sanierungskosten, das ist der Zukunftserfolgswert bzw. Ertragswert nach Steuern (ZE/i), wieder erlässt. Unter der Prämisse uniformer Zukunftserfolge muss daher gelten:  $ZE/i > KP$  mit  $ZE = (E_x - A_x - SanA_x) = \text{Konst.}$  und  $x = \text{Perioden von } 1, 2 \dots n$ . Für den Fall, dass  $ZE_1 \neq ZE_2 \neq ZE_3 \neq \dots \neq ZE_n$  ist, muss bei  $q = (1+i)$  gelten:

$$(2) \frac{(E_1 - A_1 - SanA_1)}{q_1} + \frac{(E_2 - A_2 - SanA_2)}{q_2} + \dots + \frac{(E_n - A_n - SanA_n)}{q_n} > KP$$

Auch hier spielt wiederum der **Substanzwert** keine Rolle für das Entscheidungskalkül des Käufers. Dies liegt darin begründet, dass der Substanzwert ein ertragswertabhängiger Wert ist. Er kann daher kein Bewertungsmaßstab, keine Kontrollgröße und kein Ersatz des Ertragswerts sein (Moxter, S. 48). Für den Käufer bestimmt allein das Maximum aus Liquidations- und Ertragswert die Sanierungswürdigkeit, die Preisobergrenze und den Grenzpreis beim Erwerb ertragsschwacher Unternehmen. Die Quintessenz dieses Abschnitts zeigt das folgende Bild:

Übersicht 4: Entscheidungskalkül von Käufer/Verkäufer bei Ertragsschwäche



- 1531 Es zeigt sich, dass sich die Sanierungswürdigkeit sowohl für Käufer als auch Verkäufer allein aus dem Maximum von Ertrags- und Liquidationswert ergibt. Der Substanzwert ist für beide ohne Bedeutung. Im Folgenden wird daher nur auf den Ertragswert und den Liquidationswert bei der Bewertung ertragsschwacher Unternehmen eingegangen.

### 3. Ertrags- und Liquidationswertermittlung ertragsschwacher Unternehmen

#### 3.1 Tauglichkeit der Liquidationswertermittlung als Wertuntergrenze ertragsschwacher Unternehmen

- 1532 Im Schrifttum wird teilweise die Meinung vertreten, dass der Liquidationswert mit dem Ertragswert korreliert (Dörner, S. 117). Das hieße letztlich, dass der Liquidationswert nicht mehr die absolute Wertuntergrenze eines ertragsschwachen Betriebs sein könnte. Dass dem nicht so ist, zeigt folgende Überlegung: Der **Liquidationswert** ergibt sich aus den Zerschlagungsbruttoerlösen der einzeln veräußerbaren Gegenstände des Unternehmens am Markt abzüglich der Liquidationsschulden. Diese Einzelveräußerungspreise ergeben sich aus Angebot und Nachfrage nach den Gegenständen des Unternehmens am Markt. Beide Größen sind unabhängig von der spezifischen Ertragslage des Betriebs. Sie werden beeinflusst von Faktoren wie dem Preis, der Güte und Qualität des veräußerten Vermögensgegenstands, der volkswirtschaftlichen Lage etc. Negative ertragswertmindernde Effekte aus der suboptimalen Kombination der Produktionsfaktoren im ertragsschwachen Unternehmen spielen damit für Angebot und Nachfrage auf dem Gütermarkt keine Rolle. Sie finden im Liquidationswert keinen Niederschlag, denn die Zerschlagung löst die Verknüpfung der Produktionsfaktoren im Betrieb endgültig auf. Folglich korreliert der Liquidationswert nicht mit einer Ertragsschwäche, wie sie oben definiert wurde. Eine Korrelation wäre nur denkbar, wenn man Ertragsschwäche mit der Strukturkrise einer ganzen Branche oder einer Rezession gleichsetzte, die zum Nachfragerückgang führt. Dass diese Gleichsetzung nicht richtig sein kann, wurde oben gezeigt: Eine Strukturkrise betrifft alle Unternehmen einer Branche gleichermaßen, während Ertragsschwäche selbst verursacht ist. Folglich bleibt der Liquidationswert als Status zum Zerschlagungszeitpunkt auch für ertragsschwache Betriebe die absolute Wertuntergrenze.

#### 3.2 Zusammenhang zwischen dem Bewertungsrahmen bei der Zukunftserfolgswertermittlung und der Ertragsschwäche

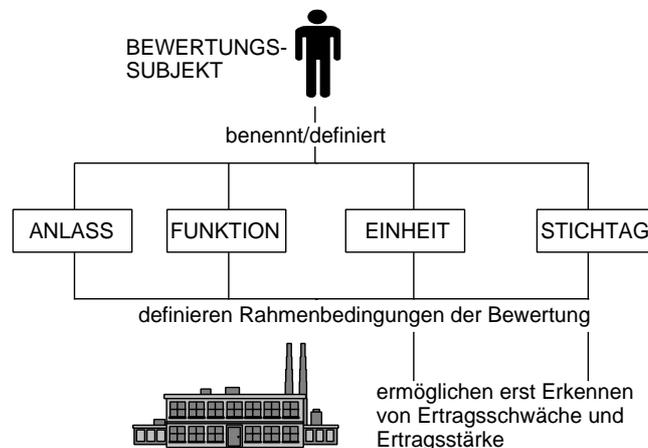
- 1533 Jede Zukunftserfolgswertmethode, sei es das Ertragswertverfahren oder die Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode), ist dadurch gekennzeichnet, dass ein in seiner Komplexität reduzierter **Nutzenvergleich** zwischen dem Bewertungsobjekt und einem Vergleichsobjekt angestellt wird. Beide Verfahren, als Nettomethode verstanden, ermitteln zunächst die Zukunftserfolge und differieren lediglich im Hinblick auf die Bestimmung des Kapitalisierungszinsfußes im Rahmen der Diskontierung dieser Erfolge (Ballwieser, 1995, WPg 1995 S. 123; zur Ablehnung der Bruttomethode Leuner, S. 153-159). Deshalb werden sie hier gemeinsam behandelt. Beiden Methoden liegt das Nutzenkalkül zugrunde. Jeder Nutzenvergleich stellt immer nur auf das Bewertungsobjekt, seine ökonomische Rationalität und auf sein subjektives Präferenzsystem ab. Er ist damit stets subjektbestimmt, folglich zwingend unabhängig vom Be-

wertungsobjekt und deshalb nicht durch eine Ertragsschwäche des betrachteten Unternehmens beeinflussbar. Daher kann auch bei ertragsschwachen Betrieben die Zukunftserfolgswertmethode angewandt werden, die zunächst die Erträge ermittelt und dann diese mit einem Kalkulationszinsfuß abzinst.

Ebenso wie die Bewertungsmethodik sind auch Bewertungsanlass, -funktion, -zeitpunkt, -einheit und -stichtag unabhängig von einer Ertragsschwäche des Bewertungsobjekts (Leuner, S. 134-141). Unter dem **Bewertungsanlass** wird die beabsichtigte Tathandlung des Bewertungsobjekts verstanden, für die es sich eine Entscheidungshilfe wünscht bzw. für die es Informationen braucht. Diese Anlässe sind zwangsläufig subjektiv, weil sie von den Zielen des Bewerbers, wie Kauf oder Verkauf, bestimmt sind. Die Ertragsschwäche selbst kann somit nicht Anlass sein. Analoges gilt für die **Bewertungsfunktion**. Sie ist die Rolle, die der Auftraggeber dem Bewerter zuweist. Auch diese ist nur von den Zielen abhängig, die der Auftraggeber mit der Bewertung verfolgt, und hängt umgekehrt nicht von der Ertragsschwäche des Unternehmens ab. 1534

Gleiches gilt auch für den **Bewertungszeitpunkt** und den Umfang dessen, was bewertet werden soll (**Bewertungseinheit**). Ohne deren vorherige Festlegung lassen sich weder die Zukunftserfolge des Bewertungsobjekts ermitteln, noch kann festgestellt werden, ob es ertragsschwach ist. Ertragsschwäche ist daher ohne Einfluss auf Bewertungszeitpunkt und Bewertungsobjekt. Diese Aussagen verdeutlicht die folgende Grafik. 1535

Übersicht 5: Bewertungssubjekt und Rahmenbedingungen bei der Bewertung ertragsschwacher bzw. ertragsstarker Betriebe



Der Umfang der zu bewertenden Vermögensmasse, der Bewertungsstichtag, der Bewertungsanlass sowie die Funktion des Bewerbers sind unabhängig von einer **Ertragsschwäche** des betrachteten Betriebs. Umgekehrt gilt aber: Ertragsschwäche lässt sich nur erkennen, wenn die o. g. Rahmenbedingungen der Unternehmensbewertung zuvor sachgerecht festgelegt wurden. 1536

### 3.3 Notwendigkeit zur Veränderung der Vollausschüttungsprämisse

- 1537 **Ausgangspunkt** der Bewertung sind bei der Ertragswertmethode wie beim Nettoansatz der DCF-Methode die Zukunftserfolge in Form von Nettoentnahmen bzw. Ausschüttungen an den Eigner (*Peemöller*, DStR 1993 S. 410 f.). Die Zukunftserfolge sind ausschüttungsabhängig. Um die Ausschüttungen bzw. Entnahmen nicht frei greifen zu müssen, ist der **künftige Einzahlungs-Auszahlungs-Strom** zwischen Unternehmen und Umwelt zu schätzen (*Moxter*, S. 82).
- 1538 Die **Verbindung** zwischen den Zukunftserfolgen des Eigners und den Einzahlungsüberschüssen des Unternehmens mit der Umwelt wird in praxi durch die **Vollausschüttungsprämisse nach IDW S 1** hergestellt. Diese nimmt vereinfachend an, dass die betrieblichen Nettoeinnahmen voll ausgeschüttet werden und sich die Ausschüttungen an den Eigner bzw. die Entnahmen des Eigentümers nach einem modifizierten Plan-GuV-Saldo nach Abschreibungen auf Wiederbeschaffungsbasis bemessen (*Dörner*, S. 47, 65).
- 1539 Die Vollausschüttungsprämisse nach IDW S 1 ist **bei ertragsschwachen Betrieben** aber nicht haltbar. Die Vollausschüttung sämtlicher Plan-GuV-Salden ermöglicht nur die Wiederbeschaffung der bisherigen veralteten Substanz und verhindert so die Beschaffung der wettbewerbsnotwendigen Produktionsfaktoren für den ertragsschwachen Betrieb. **Voll ausschüttbar** sind daher **nur** die **Netto-Free-Cashflows** der jeweiligen Zukunftsperioden. Dementsprechend ist die Vollausschüttungsprämisse zu modifizieren. Nur dann ist sie weiter anwendbar.

### 3.4 Besonderheiten bei der Ertragsermittlung

- 1540 Die folgenden Betrachtungen erfolgen ausschließlich aus der Sicht der Beratungsfunktion. Es werden nur Grenzpreisbetrachtungen für Käufer und Verkäufer angestellt, also Entscheidungswerte ermittelt. **Ziel jeder Ertragsermittlung** ist es, die zukünftigen Erfolge des zu bewertenden Unternehmens in den einzelnen Perioden möglichst exakt zu planen und zu prognostizieren. Dabei sind alle wesentlichen Instrumentvariablen und unbeeinflussbaren Faktoren zu erfassen und funktional miteinander zu verbinden (*Ballwieser*, 1990, S. 23). Im Hinblick auf das Thema dieses Beitrags stellt sich die Frage, ob die Ertragsermittlung bei Ertragsschwäche eine andere sein kann als bei Ertragsstärke oder Normalertrag.
- 1541 Da jeden Investor nur der **zukünftige Unternehmensfortbestand** interessiert, sind für die Unternehmensbewertung auch nur die zukünftige Ertragsschwäche oder -stärke und ausschließlich die zukünftigen Nettoentnahmen relevant, die dem Investor noch nutzen können. Oben wurde dargestellt, dass sich der Zukunftserfolg als ausschüttbarer Einzahlungsüberschuss nach Vollzug aller wettbewerbserhaltenden Periodeninvestitionen nur dann zuverlässig und sicher ermitteln lässt, wenn bekannt ist, ob der Betrieb zukünftig ertragsschwach, normal Ertrag bringend oder ertragsstark ist. Dies ist aus heutiger Sicht jedoch nicht sicher bekannt, weil der Eintritt jedes zukünftigen Ereignisses ungewiss ist und somit auch das Vorhandensein zukünftiger Ertragsschwäche. Dies gilt umso mehr, je weiter die betrachtete Zukunftsperiode von der Gegenwart entfernt ist, weil die Unsicherheit mehr und mehr zunimmt.
- 1542 Es kann daher weder die zukünftige Ertragsschwäche noch der normalertragsabhängige Zukunftserfolg als sicher gegeben vorausgesetzt werden. Beide Größen sind nicht statisch und unveränderlich, sondern **dynamisch** und durch **zukünftige Ereignisse**

**nisse und Aktionen** beeinflussbar. Sie müssen erst noch prognostiziert werden. Dazu gilt es, bekannte Vergangenheitsdaten in Hypothesen über zukünftige Sachverhalte zu transformieren (Moxter, S. 97-101).

Genau dies ist Aufgabe der Ertragsermittlung. Wie bei den Ausführungen zu den Rahmenbedingungen der Bewertung gilt auch hier, dass eine mutmaßliche künftige Ertragsschwäche des Unternehmens erst erkannt werden kann, wenn die Ertragsermittlung durchgeführt worden ist. Eine bislang vorhandene Ertragsschwäche und die damit zusammenhängenden Erfolge ändern an dieser Aussage nichts. Ertragsschwäche wie Zukunftserfolge sind nicht fix. Eine bislang vorhandene Ertragsschwäche dient nur als Planungsunterbau für die Prognose der zukünftigen Ertragserwartungen. Diese Basis ist dann entsprechend den für möglich erachteten Umweltentwicklungen in der Zukunft i. V. mit den geplanten Strategien und Dispositionen des Unternehmens in der Planungsrechnung zu korrigieren (Moxter, S. 112, 114). Folglich ist es die **Aufgabe der Ertragsermittlung**, die Mittel und Analyseinstrumente zu finden und anzuwenden, die die künftigen Einzahlungsüberschüsse optimal prognostizieren helfen. Dementsprechend ist auch für derzeit oder mutmaßlich in der Zukunft ertragsschwache Unternehmen mit der Vergangenheits- und Gegenwartsanalyse zum Zwecke der Datensammlung und Letztjahresgewinnermittlung zu starten. Daran schließen sich die Trägheitsprojektion, die Ertragsfaktorenplanung und die Strategieentwicklung und -prüfung samt Schätzung der künftig erwarteten Entnahmen an. Erst so lassen sich Ertragsschwäche oder Normalertrag voneinander abgrenzen, die Zukunftserfolge korrekt abschätzen und der Unternehmenswert ermitteln. Eine gegenwärtige oder zukünftig vermutete Ertragsschwäche ändert den Ablauf der Ertragsermittlung nicht. 1543

Im Hinblick auf die o. g. Mittel und Analyseinstrumente, die die Prognose künftiger Einzahlungsüberschüsse optimieren helfen sollen, bieten sich gerade bei ertragsschwachen Unternehmen, bei denen für eine erfolgreiche Sanierung die wahren Ursachen von Erfolgsfaktoren herauszufinden sind und bei denen die darauf aufbauenden Strategien auf ihre Realisierbarkeit zu überprüfen sind, die nachfolgend beschriebenen Methoden an. Soweit ersichtlich, wurden sie im Rahmen der Unternehmensbewertung bislang nicht angewandt.

### 3.4.1 Five-Why-Methode

Besteht im Rahmen der Vergangenheits- und Gegenwartsanalyse Unsicherheit darüber, ob die strategischen Quellen von lokalisierten Schwachstellen tatsächlich aufgedeckt wurden, so besteht die Gefahr, dass bloße Liquiditäts- oder Ertragsursachen für Primärursachen gehalten werden und dass Strategien, die auf diesen vermeintlichen Tiefenursachen aufbauen, scheitern. Um dem entgegenzuwirken, sollte eine **Tiefenanalyse** in Gestalt der 5-Why-Methode durchgeführt werden. Diese ist eine qualitative Methode und kommt mit reinen Nichtzahleninformationen aus. Sie kann daher auch dann noch auf Primärursachen von Erfolgen und Misserfolgen eines Betriebs hinweisen, wenn quantitatives Material extrem knapp ist. Ursprünglich wurde sie entwickelt, um Produktionsfehler zu ergründen (Pfeiffer/Weiß, S. 113-116). Sie kann jedoch auch bei der Primärursachenanalyse gute Dienste leisten, weil sie einfach gestaltet und zugleich effektiv ist. Durch fünfmaliges Erfragen der jeweiligen Ursachen („Warum ...?“) gelangt man meist zur Primärursache einer aufgetretenen Schwachstelle; das zeigt das folgende **Beispiel**: 1544

#### 4. Kapitel: Sonderaspekte der Unternehmensbewertung

---

In der Jahresabschlussanalyse wurde festgestellt, dass die Materialkosten für ein fertiges Produkt enorm hoch sind. Das Frageschema für diesen Fall könnte lauten:

- (1) Warum sind die Materialkosten so hoch? Im Beispielfall ist die Menge der eingesetzten Rohstoffe übergroß.
- (2) Warum ist die Menge der eingesetzten Rohstoffe übergroß? Hier zeigt sich, dass die eingesetzten Maschinen zu viel Verschnitt produzieren.
- (3) Warum ist der Verschnitt der eingesetzten Maschinen zu groß? Die Maschinen können die Toleranzen nicht einhalten.
- (4) Warum können die Maschinen die Toleranzen nicht einhalten? Hier zeigt sich, dass es nicht an der Maschine selbst liegt, sondern an dem die Maschinen bedienenden Personal.
- (5) Warum kann das eingesetzte Personal die Maschinen nicht ordnungsgemäß bedienen? Als Tiefenursache zeigt sich, dass aus Kostengründen ungelernetes Personal statt Facharbeiter an die Maschine gestellt wurde.

Das Beispiel zeigt, das Ausgangsproblem wurde gänzlich anders verursacht als vermutet. Die Zusammenhänge der tieferen Verlustquellen wurden erst durch das mehrmalige Hinterfragen im Rahmen der 5-Why-Methode aufgedeckt. Erst jetzt, aufgrund der bekannten Primärursachen, lässt sich die Sanierungsstrategie sinnvoll konzipieren und lassen sich die finanziellen Auswirkungen der Neustrukturierung bei der ertragschwachen Unternehmung abschätzen.

#### 3.4.2 Five-How-Methode

- 1545 Ist eine solche **Sanierungsstrategie** neu konzipiert worden, so ist noch nicht gesichert, ob sie **durchführbar** ist. Fehlende Akzeptanz bei Mitarbeitern, Sabotage, vertragliche Bindungen etc. können Strategien zum Scheitern bringen. Mehr Sicherheit kann mit der 5-How-Methode gewonnen werden, die analog zur 5-Why-Methode vorgeht. Statt „Warum“ wird hier fünfmal gefragt „Wie“ ein bestimmtes Ziel erreicht werden soll. Die Richtung ist dabei retrograd. Begonnen wird beim Hauptziel. Den Ablauf der 5-How-Methode verdeutlicht folgendes **Beispiel**:

Hauptziel sei die Gewinnmaximierung. Die Fragen könnten wie folgt lauten:

- (1) Wie soll der Gewinn vergrößert werden? Durch Kostensenkungen.
- (2) Wie sollen Kosten eingespart werden? Durch Personalabbau.
- (3) Wie soll das Personal abgebaut werden? Durch Fluktuation, Frührente und Kündigungen.
- (4) Wie sollen die Kündigungen bewerkstelligt werden? Hier zeigt sich, dass die Kündigungen sehr problematisch sind, da der Unternehmenskäufer bei Erwerb des Betriebs, er sei im Beispiel von der Treuhandanstalt erworben, Arbeitsplätze vertraglich garantiert hat und im Kaufvertrag eine Vertragsstrafe für die Missachtung der Garantie enthalten ist.

Die im Beispiel vorgetragene Strategie ist somit nicht durchführbar. Die Personalentlassungen führen zu Strafzahlungen und damit zu erheblichen Zusatzkosten.

- 1546 Anders wäre dies bei der folgenden Strategie. Sie ist auch bei einer tieferen Prüfung Erfolg versprechend und plausibel. Hauptziel sei auch hier die Gewinnmaximierung. Die Fragen können wie folgt lauten:

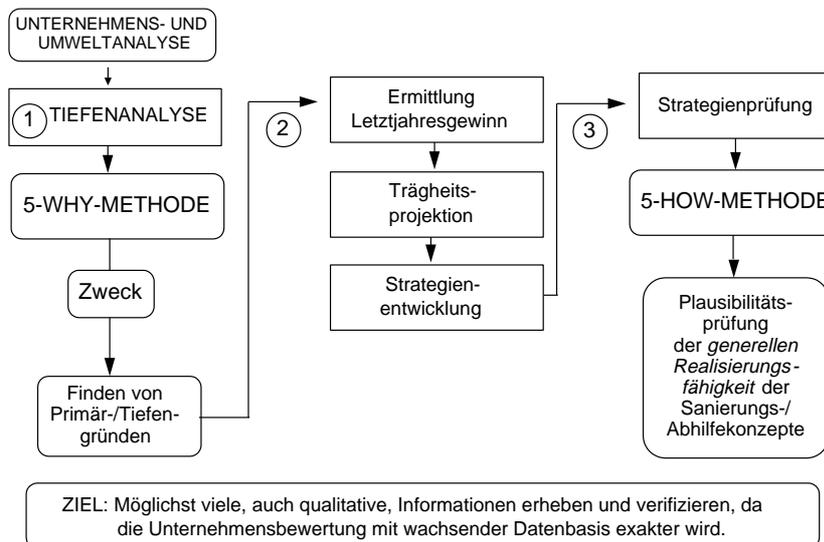
- (1) Wie soll der Gewinn vergrößert werden? Durch Produktivitätssteigerung bei gleichzeitiger Kostensenkung.
- (2) Wie sollen gleichzeitig Kosten eingespart und die Produktivität gesteigert werden? Durch Outputerhöhung bei gleichem bzw. geringerem Input.
- (3) Wie soll der Output erhöht werden, ohne auch den Input anzuheben? Mehr Material soll in gleicher Zeit mit weniger Ausschuss zu Output verarbeitet werden.

- (4) Wie soll der geringere Ausschuss bei gleichzeitig höherer Materialverarbeitung erreicht werden? Es wurden bereits mehrere hoch qualifizierte Facharbeiter von der Konkurrenz abgeworben und eingestellt. Dafür wurde eine größere Zahl von ungelerten Mitarbeitern freigestellt. Zudem wurden die veralteten, nicht mehr exakt arbeitenden Maschinen durch neue, exakt arbeitende Maschinen ersetzt. Die eingestellten Facharbeiter haben bereits mit den neu beschafften Maschinen gearbeitet und können mit diesen sehr gut umgehen. Sie warten sie selbst und können zudem kleine Reparaturen ebenfalls selbst ausführen. Die erhöhten Abschreibungen für die neuen Maschinen und die höheren Gehälter der Facharbeiter werden durch die geringere Köpfezahl von Lohnempfängern und die geringere Reparaturanfälligkeit der neuen Maschinen überkompensiert. Durch die höhere Qualität sowohl der Maschinen- als auch der menschlichen Arbeit wird weniger Material für den gleichen Ausstoß an Endprodukten verbraucht bzw. bei gleichem Materialeinsatz das 1,5fache des bisherigen Outputs aufgrund eines geringeren Ausschusses produziert.

Bei dieser Strategie zeigt sich, dass sie durch den betrachteten Betrieb bereits durchdacht und zum großen Teil bereits vollzogen wurde, sodass die Strategie faktisch bereits implementiert ist.

Wie die Beispiele zeigen, erlaubt die 5-How-Methode sowohl den Nachvollzug von 1547 Kostensenkungs-, Wertsteigerungsstrategien wie auch die generelle kostenunabhängige Tiefendurchdringung von Strategien im Hinblick auf ihre Machbarkeit. Für die 5-How-Methode spricht vor allem eines: Sie trägt der Tatsache Rechnung, dass sich Kriterien und Fragen der Strategieüberprüfung nicht zu einem formalisierten Bewertungsverfahren ausformen lassen, weil sich die Alternativen weder in dem erforderlichen Maße präzisieren lassen noch die Umweltzustände nach Zahl und nach Wahrscheinlichkeit bekannt und die Wirkungen der Alternativen quantitativ exakt prognostizierbar sind. Die **Bedeutung von Five-Why- und Five-How-Methode** fasst die folgende Grafik im Überblick zusammen:

Übersicht 6: Stellung von 5-Why- und 5-How-Methode in der Ertragsermittlung



### 3.5 Bewertung der ermittelten Erträge

- 1548 Wie in Abschn. 3.2 bereits dargestellt, heißt bewerten vergleichen (*Moxter*, S. 123-130). Ein Unternehmen trägt seinen Wert nicht als Absolutum in sich selbst. Darum ist dem Bewertungsobjekt zur Wertfindung ein in seinem Preis bekanntes **Vergleichsobjekt** gegenüberzustellen, das mindestens „gleichwertige“ Ertragsersparungen verkörpert. Außerdem muss für den **Käufer** das Vergleichsobjekt in einem streng individualistisch ausgerichteten Bewertungskalkül die Mittelanlage repräsentieren, die er bei Nichtrealisierung des Bewertungsobjekts wählen würde, oder die Mittelaufnahme, die bei Realisierung des Bewertungsobjekts erforderlich wäre. Für den **Verkäufer** ist das Vergleichsobjekt hingegen die Mittelanlage, die durch die Veräußerung des Bewertungsobjekts ermöglicht wird, bzw. die Mitteltilgung, die durch die Veräußerung des Bewertungsobjekts möglich ist und Zinszahlungen in Höhe des Ertrags des Bewertungsobjekts erspart. Aus dem bekannten Preis des Vergleichsobjekts wird auf den unbekanntem Preis des Bewertungsobjekts geschlossen.
- 1549 Folglich ist zur Bewertung eines bisher ertragsschwachen Unternehmens theoretisch ideal ein bisher ebenfalls **ertragsschwacher Vergleichsbetrieb** mit bekanntem Preis heranzuziehen, der gleiche zukünftige Erträge erwarten lässt wie das Bewertungsobjekt und für den Käufer diejenige Mittelanlage darstellt, die er bei Nichtrealisierung des Bewertungsobjekts wählen würde. Für den Verkäufer würde es sich umgekehrt um einen heute ertragsschwachen Betrieb handeln, der gleiche bzw. gleichwertige künftige Ertragsersparungen aufweist und dessen Kauf durch die Veräußerung des Bewertungsobjekts ermöglicht wird. Wäre dagegen ein normal Ertrag bringender Betrieb zu bewerten, wäre dieser nur mit einem normal Ertrag bringenden vergleichbar. Daher resultiert für die Bewertung eines ertragsschwachen Unternehmens theoretisch ideal ein anderes Vergleichsobjekt als für die eines normal Ertrag bringenden Betriebs. Das System des Vergleichs und die Vergleichskriterien selbst bleiben aber dieselben. Sie entspringen der Logik des Vergleichs und machen diesen erst sinnvoll, denn Vergleichspreise gibt es so viele, wie sich Vergleichsobjekte finden lassen. Sinnvoll lässt sich der Grenzpreis jedoch nur ermitteln, wenn ein äquivalentes Vergleichsobjekt vorliegt.
- 1550 In praxi wird nun die Komplexität dieses Nutzenvergleichs reduziert. Anstelle des simultanen Vergleichs alternativer Investitions- und Finanzierungsmöglichkeiten mit ihren spezifischen Eigenschaften hinsichtlich Zahlungszeitpunkt, Zahlungshöhe, Unsicherheitsdimension und Verbundwirkungen untereinander (*Coenenberg/Sieben*, Sp. 4068-4070) tritt ein modifizierter, quasi sicherer **Kalkulationszinsfuß** als bestmögliche Alternativverzinsung. Mit diesem werden die oben bestimmten Zukunftserfolge abgezinst (*Ballwieser*, 1995, WPg 1995 S. 123). Der Kalkulationszinsfuß wird regelmäßig aus der Umlaufrendite langfristig rentierlicher mündelsicherer festverzinslicher Wertpapiere gewonnen. Er ist damit weder bewertungsobjekt- noch bewertungsobjektabhängig. Um Zähler und Nenner ökonomisch äquivalent und damit vergleichbar zu halten und ein willkürbehaftetes Greifen von Kapitalisierungszinsfüßen zu vermeiden, muss dieser synthetische Kalkulationszinsfuß entsprechend den Äquivalenzprinzipien modifiziert werden. In der Literatur wurden die Planungshorizont-, Arbeitseinsatz-, Verfügbarkeits-, Kaufkraft- und Unsicherheitsäquivalenz entwickelt (*Moxter*, S. 155 ff.). Weil der ihnen allen gemeinsame Zweck, die **ökonomische Äquivalenz** zwischen Zukunftserfolgen im Zähler und Kalkulationszinsfuß im

Nenner herzustellen, allein auf den Regeln des sinnvollen Vergleichs beruht und damit weder vom Bewertungssubjekt noch vom Bewertungsobjekt (ertragsschwacher Betrieb) abhängt, ist die Sinnhaftigkeit und Durchführung der Äquivalenzprinzipien zwingend unabhängig von der Ertragslage des Bewertungsobjekts. Folglich sind sie uneingeschränkt anwendbar.

Hinsichtlich des einzigen **Unterschieds zwischen Ertragswertverfahren und DCF-Methode** ist Folgendes anzumerken: Theoretisch ideal sind entweder auf Sicherheitsäquivalente umgerechnete Zukunftserfolge mit dem risikolosen Zinssatz oder aber Erwartungswerte der Zukunftserfolge mit einem risikoangepassten Zinssatz zu diskontieren (Moxter, S. 147). Nur so wird dem Prinzip der Unsicherheitsäquivalenz genügt. Weil sowohl die Methode nach IDW S 1 (Dörner, S. 98-100) als auch das CAPM Risikozuschlagsmethoden sind, daher bei ihrer Anwendung nicht die Sicherheitsäquivalenzmethode verwendet wird und somit beide Methoden den Zuschlag lediglich auf andere Weise ermitteln (Ballwieser, 1995, WPg 1995 S. 123), sind sie beide nur Komplexitätsreduktionen. Beide müssen mittels der Sicherheitsäquivalenzmethode verifiziert werden (zur Frage, ob IDW S 1-Methode oder das CAPM die willkürfreiere Methode ist, vgl. Leuner, S. 212-219). 1551

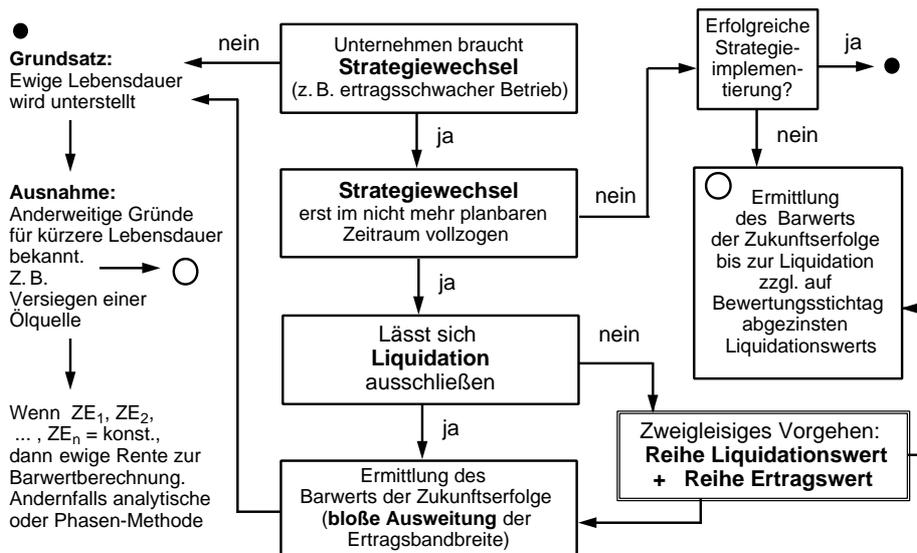
### 3.6 Berechnung des Unternehmenswerts eines ertragsschwachen Betriebs

Wie oben bereits verdeutlicht, ist Ertragsschwäche grundsätzlich reversibel. Dementsprechend ist für die Wertfindung ertragsschwacher Betriebe nicht nur der Liquidationswert, sondern der Zukunftserfolgswert bei geglückter oder möglicher Sanierung maßgeblich. Andererseits kann der Bewerter im Rahmen der Ertragsprognose nicht ungeprüft eine unendliche Lebensdauer des ertragsschwachen Betriebs unterstellen. Stattdessen muss er mindestens zwei Szenarien durchdenken. Im ungünstigsten Fall wird der **ertragsschwache Betrieb** nur noch für eine eng begrenzte Zeit Fortführungserfolge erwirtschaften. Anschließend ist das Unternehmen zerschlagungsreif und zu liquidieren. Ein letzter, einmaliger Zerschlagungssaldo fließt dem Eigner dann noch zu. Danach ist der Betrieb stillgelegt. Bewertungstechnisch hat der Bewerter zur **Ermittlung des Unternehmenswerts** somit die wenigen künftigen Periodenzukunftserfolge entsprechend der analytischen Methode auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen und den auf den Bewertungsstichtag diskontierten Liquidationsüberschuss hinzuzuaddieren. Für diesen Unternehmenswert muss er anschließend noch eine Eintrittswahrscheinlichkeit benennen. 1552

Im Falle der **erfolgreichen Strategierealisierung** ist eine unendliche Lebensdauer des Unternehmens wieder denkbar. Für uniforme zukünftige Fortführungserfolge wäre dann der Unternehmenswert mittels der Formel der ewigen Rente zu ermitteln. Für nichtuniforme Zukunftserfolge hingegen wäre das **Phasen- oder Stufenmodell** zu verwenden. Anschließend muss der Bewerter für diesen Unternehmenswert die Eintrittswahrscheinlichkeit benennen. Voraussetzung für dieses Vorgehen ist jedoch, dass der Bewerter wie bei jeder sorgfältigen Unternehmensbewertung die Lebensdauer des Bewertungsobjekts nicht vorab als unendlich unterstellt, sondern prüft. Schließlich kann selbst die Lebensdauer eines erfolgreichen Unternehmens aufgrund gesetzlicher, natürlicher und anderer Limitationen begrenzt sein. Das Forschen nach der Existenzdauer des Unternehmens und damit nach seiner Ertragskraft in der fernen Zukunft wird dem Bewerter nie abgenommen. 1553

- 1554 Die Folge wird bei zurzeit ertragsschwachen Betrieben mit lang andauernder Sanierung eine deutliche **Ausweitung der Bandbreite des Unternehmenswerts** aufgrund der unterschiedlichen Lebenserwartungen sein. Die folgende Grafik fasst die gefundenen Ergebnisse nochmals zusammen:

Übersicht 7: Lang andauernde Strategiewechsel und Unternehmenswerte



### 3.7 Isolierte Bewertung, Verbundberücksichtigung und strategische Unternehmenswerte ertragsschwacher Unternehmen

- 1555 Der obige isoliert ermittelte Fortführungswert ist nicht immer der maßgebliche Unternehmens- und Entscheidungswert. Dies gilt, weil auch bei ertragsschwachen Betrieben erweiterte Ertragswerte aufgrund von **Ertragsverbundenheiten** und **strategischen Folgeakquisitionen** in das Bewertungskalkül einzubeziehen sind. So handelt ein Käufer noch ökonomisch rational, wenn er ein ertragsschwaches Unternehmen über dem isoliert ermittelten Preis einkauft, dieses in seinen Firmenverbund eingliedert und es ihm aufgrund von **Verbundeffekten** größere Zukunftserfolge als zuvor bringt. Hierzu ein **Beispiel**: Ein Betrieb ist aufgrund schlechter Kostenstruktur ertragsschwach. Er verfügt aber über einen großen Kundenstamm. Der Käufer ist Kostenführer im selben Markt. Durch die Akquisition wird der Marktanteil des Käuferbetriebs insgesamt deutlich erhöht. Der Käufer bringt seine äußerst kostensparende Produktionstechnologie, über die er als Kostenführer der Branche verfügt, in das ertragsschwache Unternehmen ein. Dieses wird so wieder wettbewerbsfähig. Der Käufer realisiert zudem durch den Zukauf des ertragsschwachen Betriebs und den damit korrespondierenden Umsatzzuwachs durch Ausweitung seines Marktanteils zusätzliche economies of scale. Folglich werden nicht nur die Gesamtkosten des ertragsschwachen Betriebs absinken, sondern die des gesamten neuen Firmenverbunds. In diesem Fall ist es nachvollziehbar, dass die ökonomisch sinnvolle Preisobergrenze

des potenziellen Erwerbers trotz Ertragsschwäche über dem isoliert ermittelten Ertragswert des Betriebs liegt. Der Ertragswert des ertragsschwachen Kaufobjekts ist für einen solchen Fall nicht mehr der isoliert ermittelte Ertragswert, sondern der **Eingliederungsgrenzpreis** als verbundabhängiger, den Verbund berücksichtigender Grenzpreis (Moxter, S. 95). Bewertungseinheit ist nicht mehr das isoliert betrachtete Unternehmen, sondern der gesamte neue Ertragsverbund des Käufers.

Hinsichtlich des strategischen Werts zu bewertender ertragsschwacher Betriebe gilt oben Gesagtes nur eingeschränkt. Der **strategische Wert** ist ein den klassisch ermittelten Ertragswert übersteigender Unternehmenswert aus Sicht eines potenziellen Käufers. Dieser zahlt ihn, um eine die Akquisition des Betriebs übergreifende Gesamtstrategie erreichen zu können, für deren Gelingen der Erwerb des Akquisitionsobjekts Schlüsselfunktion besitzt (Sieben/Diedrich, ZfbF 1990 S. 803). Ein Verkäufer kann diesen folglich ohnehin nicht realisieren, weil er sich gerade vom ertragsschwachen Unternehmen trennen will und mit diesem eben nicht in neue Märkte vordringen, einen Brückenkopf errichten (Peemöller/Keller/Rödl, DStR 1996 S. 78) oder seinen Marktanteil durch Zukauf ausweiten will. Der Verkäufer kann daher keine strategischen Motive haben. Anders ist dies beim Käufer. Jedoch wird auch er regelmäßig keinen strategischen Wert für ein ertragsschwaches Unternehmen bezahlen, da der Betriebskauf die erfolgreiche Realisierung von Gesamtstrategien mit diesem Betrieb voraussetzt. Jeder ertragsschwache Betrieb unterliegt jedoch einem erhöhten Ausfallrisiko. Daraus folgt zwingend der Gesamtausfall der Strategie. Deshalb wird der Kauf eines ertragsschwachen Betriebs dem strategischen Käufer regelmäßig zu risikoreich sein. 1556

#### 4. Zusammenfassung

Der Beitrag entwickelt ein neues zukunftsorientiertes, marktbezogenes Verständnis des Begriffs Ertragsschwäche. Nachdem Ertragsschwäche reversibel ist und so früher erkannt wird, reduziert sich die Bewertung ertragsschwacher Unternehmen nicht mehr auf die Ermittlung des Liquidationswerts, sondern insbesondere auf die des Zukunftserfolgs werts. Hierbei ist insbesondere auf die Modifikation der Vollausschüttungsprämisse, auf die sorgfältige Schätzung der Lebensdauer des ertragsschwachen Betriebs und die daraus resultierende größere Bandbreite des Unternehmenswerts zu achten. Welcher Wert letztendlich den Unternehmensgrenzpreis für Käufer oder Verkäufer markiert, darüber entscheidet allein die Sanierungswürdigkeit und Sanierungsfähigkeit aus der individuellen Käufer- bzw. Verkäufer-Sicht. 1557

#### Literaturangaben:

Ballwieser (1990), Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Aufl., Wiesbaden 1990; ders. (1995), Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung, WPg 1995 S. 119-129; Böckenförde, Unternehmenssanierung, Stuttgart 1991; Brandstätter, Die Prüfung der Sanierungsfähigkeit notleidender Unternehmen, München 1993; Bühner/Weinberger, Cash-Flow und Shareholder Value, BFuP 1991 S. 187-207; Coenenberg, Inflationsbereinigte Rechnungslegung – Diskussionsstand in Deutschland, AG 1975 S. 113-120; Coenenberg/Sieben, Unternehmensbewertung, in: Grochla/Wittmann (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Bd. 3, 4. Aufl., Stuttgart 1976 Sp. 4062-4079; Deutsche Bundesbank, Konjunkturelle Abschwungphasen im Spiegel der Jahresabschlüsse von Unternehmen, Monatsbericht Oktober 1995 S. 61-76; Dörner, Die Unternehmensbewertung, in: IDW (Hrsg.), WP-Handbuch 1992, Bd. II, 10. Aufl., Düsseldorf 1992, Abschn. A S. 1-136; Friß, Die Sanierungsentscheidung im Insolvenzfall – eine Frage der Unternehmensbewertung, DStR 2004, S. 654-660; Groß, Sanierung durch Fortführungsgesellschaften: Der Weg von der Sanierungsprüfung bis zur Konstituierung und finanziellen Entlastung der Fortführungsgesellschaft in betriebswirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Sicht, Köln 1988; IDW

#### *4. Kapitel: Sonderaspekte der Unternehmensbewertung*

---

Standard S 1, Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, WPg 2000 S. 825-842; *Leuner*, Ertragsschwache und ertragsstarke Unternehmen in der Unternehmensbewertung, München 1998; *Matschke*, Die Bewertung ertragsschwacher Unternehmungen bei der Fusion, BFuP 1984 S. 544-565; *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983; *Neumann*, Theoretische Volkswirtschaftslehre, Bd. III, München 1982; *Peemöller*, Stand und Entwicklung der Unternehmensbewertung, DStR 1993 S. 409-416; *Peemöller/Bömelburg*, Unternehmensbewertung ertragsschwacher Unternehmen, DStR 1993 S. 1036-1043; *Peemöller/Keller/Rödl*, Verfahren strategischer Unternehmensbewertung, DStR 1996 S. 74-79; *Pfeiffer/Weiss*, Lean Management Grundlagen der Führung und Organisation industrieller Unternehmen, Berlin 1992; *Popp*, Bewertung ertragsteuerlicher Verlustvorträge, München 1997; *Sieben*, Prospektive Erfolgserhaltung: Ein Beitrag zur Lehre von der Unternehmenserhaltung, ZfB 1964 S. 629-641; *Sieben/Diedrich*, Aspekte der Wertermittlung bei strategisch motivierten Unternehmensakquisitionen, ZfbF 1990 S. 794-809.