

Lucerne University of  
Applied Sciences and Arts

**HOCHSCHULE  
LUZERN**

Wirtschaft  
Institut für Finanzdienstleistungen Zug  
IFZ

## **Fachkreis Unternehmensbewertung**

### **Die Geschichte der Unternehmensbewertung**

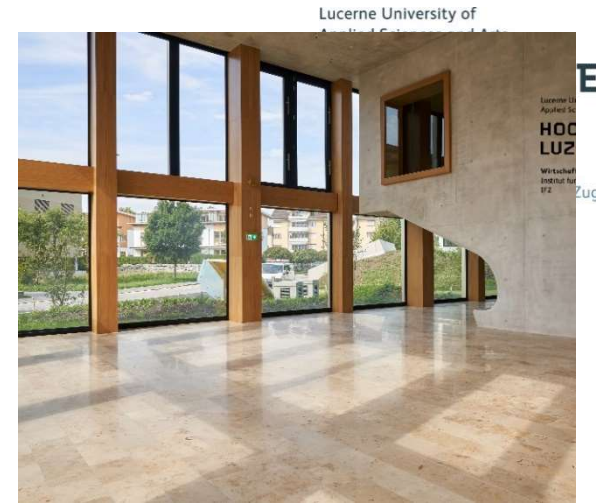
**Prof. Dr. Stefan Behringer**

Institut für Finanzdienstleistungen Zug – IFZ  
Competence Center Controlling



## Prof. Dr. Stefan Behringer

- Studium der Betriebswirtschaftslehre in Köln und Kopenhagen
- Promotion zur Unternehmensbewertung in Flensburg
- Head of Controlling Olympus Europa Gruppe
- General Manager Corporate Governance/ Chief Compliance Officer der Olympus Europa Holding GmbH (bis 31.1.2009)
- Professor für Betriebswirtschaftslehre und Rechnungswesen an der EBC Hochschule Campus Hamburg (2009 bis 2013)
- 2013 bis 2019 Professor für Controlling und Corporate Governance sowie Präsident der NORDAKADEMIE, Elmshorn und Hamburg
- Seit 2020 Leiter des Kompetenzzentrums Controlling am IFZ Institut für Finanzdienstleistungen an der Hochschule Luzern
- Chefredakteur der ZRFC (Zeitschrift Risk, Fraud, Compliance) seit Januar 2012
- Autor von mehr als 120 Aufsätzen und 10 Büchern auf den Gebieten Controlling, Compliance, Risikomanagement und Unternehmensbewertung/ Mergers & Acquisitions



Folie  
Rotkreuz-Zug, 16.4.2021

Lucerne University of  
Applied Sciences and Arts

**HOCHSCHULE  
LUZERN**

FH Zentralschweiz

## Literaturhinweis



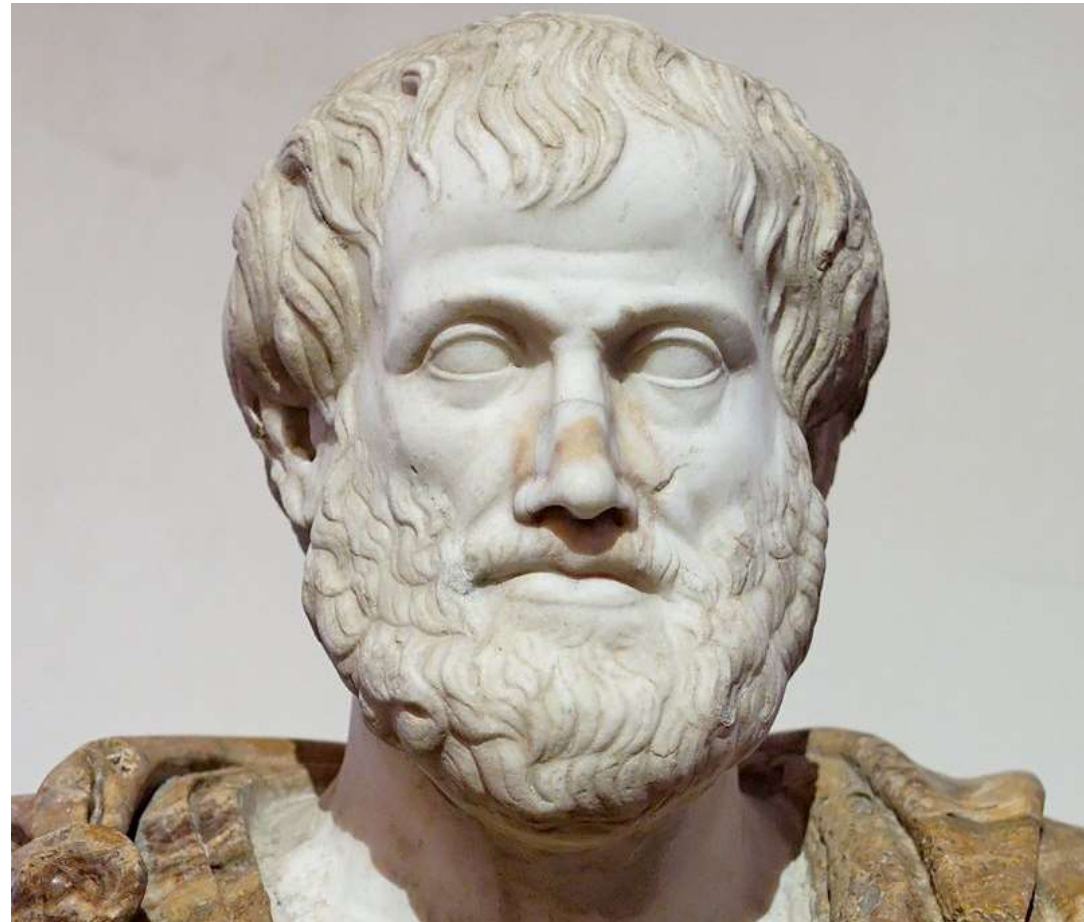
## Entstehung der Unternehmensbewertung

Unterscheidung von Nutzwert und Tauschwert geht auf Aristoteles zurück

Diskussion um subjektive und objektive Werte prägt die Diskussion sehr lange (Karl Marx, Adam Smith etc.)

Individuell am Nutzen orientiert (Ertragswertverfahren, Entscheidungsgrundlage für Investitionen)

Objektiv am Kapitalmarkt und den Grundlagen des Kapitalmarkts orientiert (Discounted Cashflow Verfahren)



## Entstehung der Unternehmensbewertung



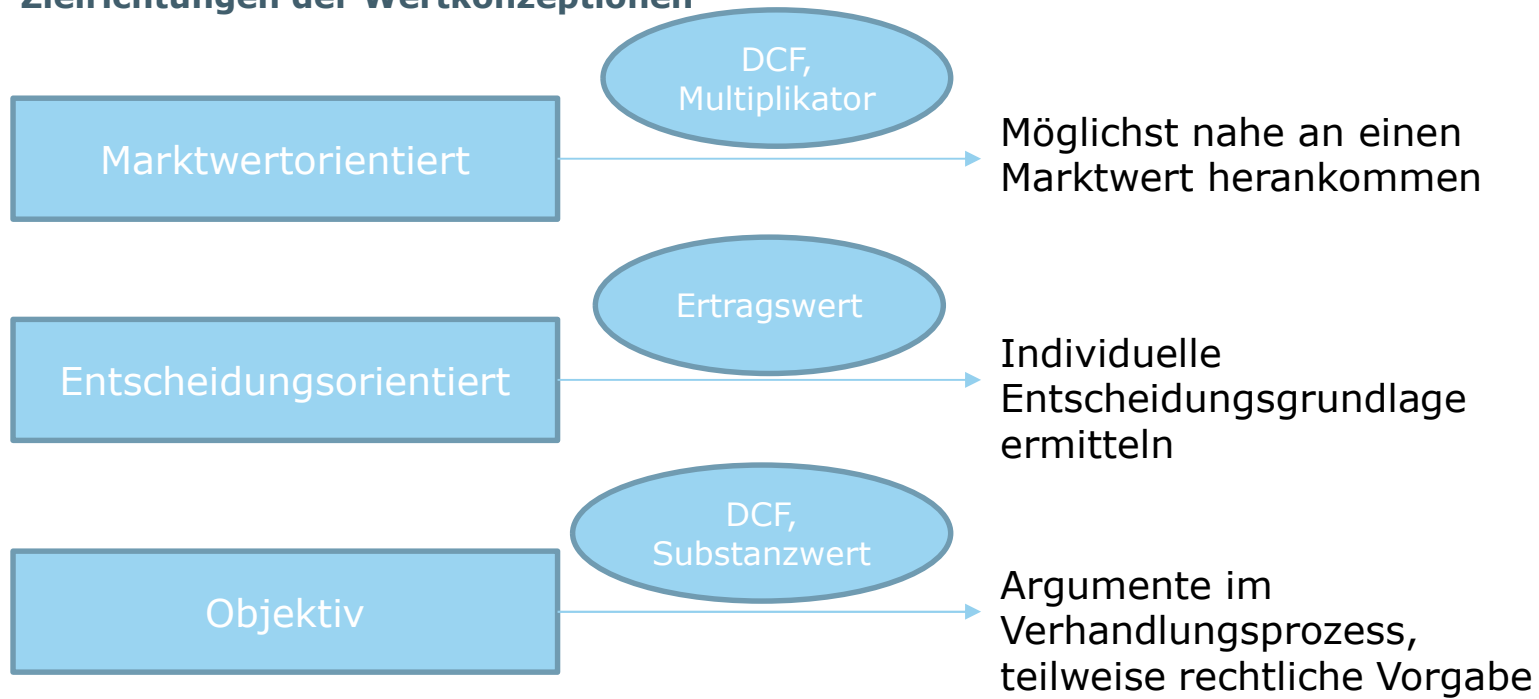
Eugen  
Schmalenbach:  
Wert ist eine  
allgemeine  
Eigenschaft eines  
Unternehmens



Günter Sieben:  
Kölner  
Funktionenlehre  
als  
«salomonischer  
Ausweg»

Subjektive  
Bewertung

## Zielrichtungen der Wertkonzeptionen





## Unternehmensbewertung in der Antike

Athen und  
klassisches  
Griechenland

Komplexe  
Finanztrans-  
aktionen waren  
üblich; Geschäfte  
waren aber strikt  
personenge-  
bunden



Im klassischen  
Rom

Gemeinsame  
Gesellschaften  
üblich; Sklaven  
führten die  
Geschäfte von  
Gesellschaften,  
dadurch  
Veräußerbarkeit;  
und Anteile an  
societas  
publicanorum



## Leibniz und die Überwindung des Zinsverbots

Gottfried Wilhelm Leibniz: Meditatio Juridico Mathematica de Interusurio simplice, 1680-1683:

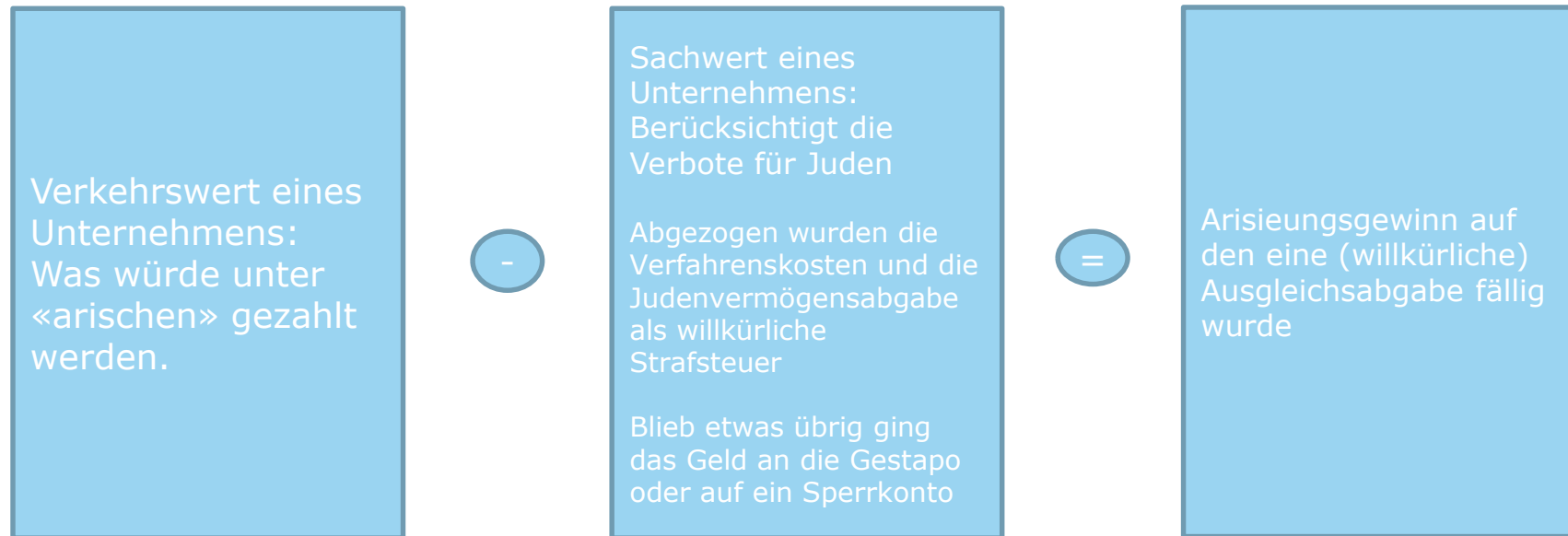
1. Jeder, der einen Geldbetrag früher als vertraglich erforderlich zurückzahlt, kann dafür einen angemessenen Zinsbetrag verlangen.
2. Zahlungen sind nicht erforderlich. Eine Verrechnung von Forderungen und Verbindlichkeiten ist ebenfalls zulässig.
3. Über frühere Zahlungen und/oder Verrechnungen können sich beide Parteien jederzeit einigen.



Führt automatisch zum Kapitalwert mit Zinseszins!



## Die Unternehmensbewertung wird zum verbrecherischen Instrument: Die Arisierungen



## Die deutsche Methode der Unternehmensbewertung

- Unterschied zwischen Wert und Preis wird betont
- Die Methoden sind präferenzbezogen, d.h. subjektiv
- Die Methoden entstammen der Investitionstheorie
- Berücksichtigt werden unterschiedliche Erwartungen der Entscheidungsträger
- Berücksichtigt werden unterschiedliche Möglichkeiten der Entscheidungsträger
- Ziel ist es, Grundlagen für rationale Entscheidungen zu ermitteln
- Es wird angenommen, dass der Zweck der Bewertung eine wertentscheidende Rolle spielt

## Die deutsche Methode der Unternehmensbewertung

- Idee des Barwerts bei Alfred Marshall oder Eugen von Böhm-Bawerk zu Beginn des 20. Jahrhunderts
- Irving Fisher entwickelte die Theorie um den Kapitalwert in den 30er Jahren
- Ältere Quellen gibt es in der forst- und landwirtschaftlichen Literatur und in der ingenieurwissenschaftlichen Disziplin
- Popularisiert wurde der Kapitalwert von dem Unternehmensberater Joel Dean



Alfred Marshall



Eugen von  
Böhm-Bawerk

## Durchsetzung des Ertragswertverfahrens als Standard

Das Substanzwertverfahren galt als deutlich genauer:

«Der Substanzwert lässt sich mit einem hohen Maß an Genauigkeit ermitteln, wodurch der Schätzung eine sichere Basis geschaffen wird. Dagegen spielen beim Ertragswert subjektive Einflüsse, spekulative Momente und unsichere Schätzungsgrundlagen eine so große Rolle, dass man i. d. R. die Ergebnisse dieser Rechnung ohne eine zuverlässige Kontrolle nicht verwerten kann.» (UEC 1961)

Aber erst in den 60er Jahren setzte sich das Ertragswertverfahren durch:

„It will benefit the owner of an enterprise nothing to possess a company with costly assets. What the owner wants is profitableness, not expensiveness.“ (Bonbright 1937) oder „... die Sicherheit der Ermittlung wird vielmehr mit der Sicherheit über die Aussage über die Höhe des Ertragswertes verwechselt; die Unsicherheit der Zukunft läßt sich auf diese Weise nicht ausschalten, sondern allenfalls verschweigen.“ (Gmelin 1970)

## Durchsetzung des Ertragswertverfahrens als Standard

-1983: IDW HFA 2/1983:  
„Grundsätze zur Durchführung von  
Unternehmensbewertungen“

-Weitgehende Übernahme der  
Bewertungskonzeption der Kölner  
Funktionenlehre

-Seit Ende der 70er Jahre hat auch  
die Rechtsprechung weitgehend auf  
das Ertragswertverfahren verwiesen



## Der angelsächsische Ansatz

### Entstammt der Kapitalmarkttheorie

Basis sind die Annahmen des **vollkommenen Kapitalmarkts**, der **Portfolio Selection** und insbesondere das **Capital Asset Pricing Model**.

**Portfolio Selection**, Harry Markowitz:

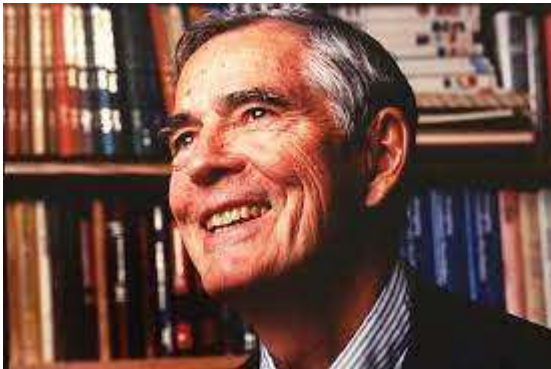
«Glaubt mir, das nicht; ich dank es meinem Glück: Mein Vorschuß ist nicht einem Schiff vertraut,  
Noch einem Ort; noch hängt mein ganz Vermögen Am Glücke dieses gegenwärtigen Jahrs; Deswegen macht mein Handel mich nicht traurig.» (Shakespeare, Der Kaufmann von Venedig, 1. Akt, Szene 1)





## Der angelsächsische Ansatz

Treynor, Sharpe, Lintner und Mossin entwickeln einen sehr ähnlichen Ansatz fast zeitgleich Mitte der 60er Jahre



Jack Treynor



William Sharpe



Jan Mossin

## Der angelsächsische Ansatz

Kernaussage des CAPM:

- die risikoadjustierten Erträge jeder risikobehafteten Anlage müssen gleich sein
- Wenn dies nicht so wäre würde sich durch Arbitrage (Wertpapiere mit zu hohen Erträgen würden gekauft, was den Kurs erhöhen würde; Aktiva mit zu niedrigen Erträgen würden verkauft, was den Kurs vermindern würde – beides führt zur Anpassung der relativen Erträge) die Kurse angleichen.
- Dadurch ergibt sich auf dem Kapitalmarkt immer ein Gleichgewicht
- Das Gleichgewicht eines Marktes beschreibt eine Situation, in der es keine weiteren Transaktionen mehr gibt.

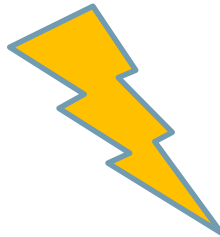
## Der angelsächsische Ansatz

Durchsetzung durch:

- Amerikanisch geprägte Beratungsgesellschaften/ Investmentbanken
- Trend zur Internationalisierung in der akademischen Betriebswirtschaftslehre
- Prinzip Shareholder Value für die Unternehmensführung
- Das Fair Value Prinzip in der internationalen Rechnungslegung
- Verstärkte Globalisierung des M&A Marktes
  
- Aufnahme in den IDW S 1 2008 gemeinsam mit dem Ertragswertverfahren

## Der neue Objektivismusstreit

Wunsch nach  
möglichst objektiven  
Werten;  
marktpreisnah



Theoretische  
Limitierungen: Preise  
sind nicht analytisch  
zu ermitteln

Eignet sich für die  
Beratungspraxis eher –  
und auch akademisch  
besser

Theoretisch fundierter,  
aber «sperriger»

## Ihre Fragen

