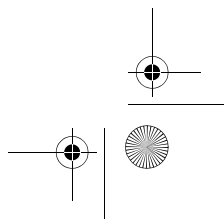
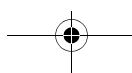
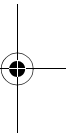
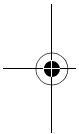


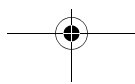
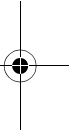
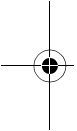
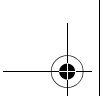
Unternehmensbewertung: Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition

Lutz Kruschwitz/Andreas Löffler/Peter F. E. Sloane

Inhaltsübersicht

1. Fragestellung
 2. Zum Begriff der Intuition
 - 2.1 Intuition als „Begreifen“
 - 2.2 Intuition als „Spontan erfassen“
 - 2.3 Intuition als „Gesunder Menschenverstand“
 3. Fazit
- Literaturverzeichnis







1. Fragestellung

Gerwald Mandl ist einer der wenigen Betriebswirte, die von sich behaupten können, dass sie ihre Aufmerksamkeit dem Thema Unternehmensbewertung seit mehr als 20 Jahren kontinuierlich widmen.¹ Das hat sich in einer beeindruckenden Fülle von Publikationen niedergeschlagen.² Als Gutachter in streitigen Bewertungsfällen ist er ein anerkannter und allseits geschätzter Experte. Oft geht es in den Werken von Mandl um die Frage, wie sich Ertragsteuern auf die Ermittlung des Unternehmenswerts auswirken.³ Und nicht minder häufig beschäftigt ihn die Frage, wie im Detail vorzugehen ist, wenn bei der Bewertung von Unternehmen gesetzliche Vorschriften beziehungsweise vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer verabschiedete Regelungen zu beachten sind und gleichzeitig wissenschaftliche Maßstäbe hochgehalten werden sollen.⁴ Das ist stets eine Gratwanderung, die nicht leicht zu bewältigen ist. Charakteristisch für den Jubilar ist, dass er nicht zu den Einzelkämpfern zählt, sondern sich eher als Team-Arbeiter auszeichnet, der den wissenschaftlichen Disput schätzt und den Rat von Kollegen sucht, ohne allerdings darauf zu verzichten, sich nach sorgfältiger Abwägung am Ende ein eigenes Urteil zu bilden.

Was ist an dem Thema Unternehmensbewertung so interessant? Diese Frage kann man aus sehr unterschiedlichem Blickwinkel beantworten. Die folgende Aufzählung ist subjektiv gefärbt und mit Sicherheit nicht vollständig:

- An der Diskussion um Fragen der Unternehmensbewertung beteiligen sich Wissenschaftler und Praktiker.
Wissenschaftler pflegen anders zu argumentieren als Praktiker. Wenn beide den gleichen Gegenstand betrachten, so geschieht das aus unterschiedlichen Blickwinkeln. So meint Wissenschaft und Praxis „in ihrer Zielrichtung, in ihrem Vorgehen, in ihrem Adäquatheitsanspruch und Qualifikationskriterien und ihren Möglichkeiten etwas verschiedenes“.⁵ Wissenschaftler pflegen daher andere Dinge als problematisch oder interessant anzusehen als Praktiker. Wissenschaftler sprechen eine andere Sprache als Praktiker. Wenn Wissenschaftler und Praktiker miteinander über Unternehmensbewertungsfragen diskutieren, resultieren daraus Probleme und Missverständnisse, die nicht leicht zu lösen sind. Mitunter ist es nicht einmal einfach, die Missverständnisse zu identifizieren.
- Soweit Wissenschaftler an der Diskussion über Fragen der Unternehmensbewertung beteiligt sind, stammen sie aus unterschiedlichen Disziplinen. Insbesondere sind Ju-

¹ Als früheste Arbeit lässt sich *Mandl* (1989) identifizieren. Der derzeit jüngste uns bekannte Beitrag ist *Mandl und Rabel* (2009).

² Das Lehrbuch *Mandl und Rabel* (1997) ist inzwischen ein unbestrittener Klassiker. Eine Neuauflage soll sich in Vorbereitung befinden. Deutschsprachige Alternativen sind der Menge nach leicht abzählbar. Zu nennen sind hier vor allem *Ballwieser* und *Drukarczyk und Schüler*.

³ Hier sind besonders die Aufsätze *Mandl* (1989), *Mandl und Rabel* (1991), *Mandl* (1994), *Mandl* (1995), *Mandl und Jung* (2003) und *Bertl und Mandl* (2004) zu nennen.

⁴ Vgl. dazu etwa *Mandl* (1999), *Mandl* (2000), *Mandl und Rabel* (2001), *Mandl und Rabel* (2003), *Mandl und Rabel* (2006a), *Mandl und Rabel* (2006b), *Egger et al.* (2006) und *Egger et al.* (2007).

⁵ *Soeffner* (1989a), S. 15, und *Soeffner* (1989b), S. 53.

risten⁶ und Wirtschaftswissenschaftler zu nennen. Hiermit sind ganz unterschiedliche Paradigmen⁷ verbunden: Juristen und Wirtschaftswissenschaftler gehören verschiedenen Denkstilgemeinschaften an. Sie verfolgen unterschiedliche Erkenntnisinteressen, präferieren unterschiedliche methodologische Zugänge und haben ganz unterschiedliche Vorstellungen von der Verwertbarkeit ihrer Ergebnisse. Während Juristen Texte auslegen und allgemeine Regeln (Normen) auf Fälle anwenden, auf diese Weise den Einzelfall als Anwendungsmöglichkeit eines allgemeinen Prinzips betrachten und somit letztlich hermeneutisch-auslegend vorgehen,⁸ besteht in den Wirtschaftswissenschaften eher der Ansatz, nomologische Aussagen entweder mit empirischen oder mit mathematisch-modelltheoretischen Verfahren zu gewinnen.

Ökonomen rechnen gerne, während man Juristen oft das Gegenteil nachsagt.⁹ Wer ein Unternehmen zu bewerten hat, muss rechnen. Ob man tatsächlich alles, worauf es ankommt, rechnerisch erfassen kann, steht auf einem anderen Blatt.¹⁰

Ökonomen lieben die Modellbildung. Sie konstruieren Wirklichkeit als vereinfachtes (mathematisches) Abbild. Für den Ökonomen gibt es eine klare Trennung zwischen dem Abbild und dem Abgebildeten. Realität und Theorie (respektive Modell) sind zwei klar zu trennende Dinge. Der Ökonom verbleibt bei seiner Argumentation im Modell und überträgt die dort gewonnenen Ergebnisse auf die Realität. Für den Juristen ist die Trennung von (modellhafter) Theorie und Praxis nicht relevant. Juristische Denkfiguren sind Bestandteil sowohl der wissenschaftlichen als auch der praktischen Diskussion. Richter und Anwälte argumentieren nicht anders als Rechtswissenschaftler.

Für Ökonomen ist beispielsweise charakteristisch, dass sie ein Problem mitunter drastisch vereinfachen, bevor sie es zu lösen versuchen. So würde es einem Wirtschaftswissenschaftler, der sich theoretisch mit Unternehmensbewertung beschäftigt, überhaupt nicht schwer fallen, mit der Annahme zu arbeiten, dass ein verschuldetes Unternehmen, das ewig existieren wird, seinen Kreditbestand niemals ändert.¹¹ Juristen können es sich nicht leisten, die Zusammenhänge aus Gründen der Bequemlichkeit derart stark zu vereinfachen. Täten sie das, würde man ihnen vorwerfen, dass sie den Sachverhalt nicht zutreffend würdigten.

- Konzentriert man sich auf jene Wissenschaftler, die Ökonomen sind, so bietet sich ebenfalls ein differenziertes Bild. Die Arbeitsbereiche beziehungsweise Forschungsfelder der beteiligten Personen lassen sich im Regelfall entweder dem Rechnungswesen¹² oder der Betrieblichen Finanzwirtschaft¹³ zuordnen.

⁶ In Deutschland sind vor allem *Großfeld* und *Hüttemann* unübersehbar.

⁷ Vgl. *Kuhn*.

⁸ Vgl. *Gadamer*s Prinzip des *modus applicandi* in *Gadamer*, S. 291, 312 ff. und insbesondere 316.

⁹ Kritisch zu der Wendung „iudex non calculat“ *Heintzen*.

¹⁰ Mit diesen Hinweisen wird die unterschiedliche Vorgehensweise von Ökonomen und Juristen nur teilweise und wohl auch nur oberflächlich erfasst.

¹¹ Siehe beispielsweise *Modigliani und Miller*, S. 435.

¹² Markante Persönlichkeiten aus dem Rechnungswesen sind neben dem Jubilar beispielsweise die Kollegen *Baetge*, *Ballwieser*, *Busse von Colbe*, *Coenenberg*, *Kuhner*, *Matschke*, *Mellerowicz*, *Moxter*, *Münstermann*, *Peemöller*, *Schildbach*, *Schultze*, *Sieben* und *Wagner*.

¹³ Diesem Gebiet sind *Drukarczyk*, *Kruschwitz*, *Kürsten*, *Löffler*, *Richter*, *Schwetzler*, *Spremann*, *Wallmeier* und *Wilhelm* zuzuordnen, wenn man sich auf deutschsprachige Autoren beschränkt.

Unternehmensbewertung: Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition

In beiden Forschungsfeldern wird sehr unterschiedlich gearbeitet. Die Kollegen aus dem Rechnungswesen besitzen oft eine gewisse Nähe zum juristischen Denken, insbesondere dann, wenn sie sich der externen Rechnungslegung beziehungsweise dem Wirtschaftsprüfungswesen zuwenden oder steuerliche Themen behandeln. Bei den Finanzierungstheoretikern beobachtet man dagegen eher eine Nähe zur volkswirtschaftlichen Mikroökonomie, zur Statistik, Ökonometrie und Mathematik. Bei finanzwirtschaftlich arbeitenden Ökonomen geht es gern formal und rigoros zu. Summenzeichen oder sogar Integrale findet man in ihren Ausarbeitungen jedenfalls viel häufiger als bei den Vertretern des Rechnungswesens. Juristen, aber eben auch juristisch geprägte Betriebswirte, denen solche Texte begegnen, wenden sich häufig genug mit Unverständnis oder Grausen ab. Mitunter geraten sie sogar in Zorn und vertreten die Ansicht, dass sich die Essenz wirtschaftlicher Zusammenhänge doch nicht wirklich in mathematische Formeln pressen lässt.

- Die Praktiker, welche an Fragen der Unternehmensbewertung interessiert sind, bilden ebenfalls keine homogene Gruppe. Auf der einen Seite gibt es Käufer und Verkäufer von Unternehmen oder von Unternehmensanteilen. Selbstverständlich wollen Käufer immer möglichst wenig bezahlen, während Verkäufer daran interessiert sind, möglichst hohe Preise durchzusetzen. Wenn man sich zum Zwecke einer rationalen Verhandlungsführung darauf einlässt, Bewertungsgutachten in Auftrag zu geben, so geht es keiner Partei darum, einen objektiv richtigen Wert festzustellen. Vielmehr geht es immer nur darum, möglichst eindrucksvolle Argumente zu finden, die die eigene Position unterstützen und die Position des Verhandlungsgegners schwächen.

Neben den Käufern und Verkäufern von Unternehmen gibt es die Verfasser von Bewertungsgutachten. Sehr häufig sind das Wirtschaftsprüfer, oft auch Investmentbanker und mitunter Hochschullehrer der Betriebswirtschaftslehre. Je nachdem, in welcher Funktion der Gutachter tätig wird,¹⁴ kann beziehungsweise wird er sich die Interessen seiner Mandanten zu eigen machen.

Unabhängig davon, dass Sachverständige mit ihrer Tätigkeit Geld verdienen, womit eigene Interessen ins Spiel kommen, bleibt festzustellen, dass Gutachter typischerweise gewissen Grundsätzen verpflichtet sind. Das ist besonders bei Wirtschaftsprüfern selbstverständlich, weil diese ihre Zulassung aufs Spiel setzen, wenn sie mit Vorsatz oder Fahrlässigkeit gegen Berufsgrundsätze verstoßen. Aber auch Hochschullehrer werden sich beim Anfertigen von Gutachten an gewisse Standards halten, und zwar an die Regeln guter und gewissenhafter wissenschaftlicher Arbeit. Es braucht nicht besonders betont zu werden, dass man lange und mit unterschiedlichem Ergebnis darüber streiten kann, welche Regeln im konkreten Einzelfall befolgt werden sollen oder müssen. Universitätsprofessoren besitzen materiell aber jedenfalls deutlich mehr Freiheiten beim Verfassen von Bewertungsgutachten als Wirtschaftsprüfer.

¹⁴ Man unterscheidet Sachverständige als neutrale Gutachter, als Berater und als Schiedsgutachter, vgl. *Ballwieser*, S. 3.

Lutz Kruschwitz/Andreas Löffler/Peter F. E. Sloane

Nach all diesen Vorbereitungen wird es Zeit, die Fragestellung zu entwickeln, mit der wir uns in unserem bescheidenen Beitrag zur Festschrift von Gerwald Mandl auseinandersetzen wollen. Zwei der drei Autoren dieses Beitrags, Lutz Kruschwitz und Andreas Löffler, beschäftigen sich ebenso wie der Jubilar seit längerer Zeit mit Unternehmensbewertung und sind als Hochschullehrer auf dem Gebiet der Finanzierung zu Hause. Sie nehmen für sich in Anspruch, bei ihrer Arbeit einem wissenschaftlichen Ideal zu folgen, das sie als *rational* bezeichnen würden. Das heißt im Einzelnen, dass sie wissentlich keine Behauptungen propagieren möchten,¹⁵ die nicht entweder Definitionen und Annahmen oder logische Schlussfolgerungen daraus darstellen. Der dritte Autor, Peter F. E. Sloane, ist Wirtschaftspädagoge und setzt sich mit der Frage auseinander, wie Ökonomen (Theoretiker) und Wirtschaftssubjekte (Praktiker) handeln und wie ein Austausch zwischen beiden organisiert werden kann. Bei ihrer Arbeit sind die beiden Finanzierungs-Professoren vielen Diskussionspartnern begegnet, die mit Fragen der Unternehmensbewertung anders umgehen als sie selbst, was damit zu tun haben mag, dass die jeweiligen Gesprächspartner keine Wissenschaftler, sondern Praktiker waren, dass sie keine „Finanzierer“, sondern „Accounter“ waren, oder dass sie keine Ökonomen, sondern Juristen waren. Oft ist uns aufgefallen, dass die Arbeitsergebnisse, welche wir als Resultate unserer Forschungsbemühungen vorgestellt haben, bei unseren Diskussionspartnern auf kein oder allenfalls auf ein verhaltenes Echo gestoßen sind. Das hatte natürlich nicht immer dieselben Gründe; aber häufig scheiterte die Akzeptanz auf der Seite unserer Gesprächspartner daran, dass es ihnen an der notwendigen *Intuition* mangelte. Sie waren nur dann von den Resultaten zu überzeugen, wenn diese ihnen *einleuchteten*.

Hier wird ein spezifisches Problem der Theorie und Praxis in der Wirtschaftswissenschaft sichtbar. Die Produzenten ökonomischen Wissens argumentieren in einem klar umrissenen methodologischen Konzept. Die Rezeption des ökonomischen Wissens wird häufig losgelöst von einem Grundverständnis dieses Konzepts und seiner auch klar umrissenen und definierten Grenzen vorgenommen. Damit stellt sich die Frage, welchen Zugang Rezipienten von ökonomischen Theorien und Modellen zu dem so vermittelten ökonomischen Wissen haben. Intuition ist dabei letztlich eine Chiffre für die Art, wie die Rezipienten mit diesem Wissen umgehen, ob sie es einfach glauben, es spontan verstehen oder ob sie es auf ihren Handlungszusammenhang beziehen können. Darauf wollen wir nun genauer eingehen.

2. Zum Begriff der Intuition

Im Folgenden beschreiben wir drei Beispiele, bei denen wir beobachten konnten, dass unsere Gesprächspartner Schwierigkeiten hatten, Tatsachen zu akzeptieren, weil ihnen dafür die (gewünschte) Intuition fehlte.

Wir haben drei Beispiele ausgewählt, mit denen Gesprächspartner aus der Praxis zuweilen Probleme haben, den unseres Erachtens logischen Argumentationsgang nachzuvollziehen. Damit ist immer verbunden, dass die Schlussfolgerung in Frage gestellt wird

¹⁵ Es wäre uns sympathischer, wenn wir das Wort „möchten“ streichen könnten. Jedoch ist es leider so, dass wir uns gelegentlich irren, weswegen Bescheidenheit geboten ist.

Unternehmensbewertung: Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition

oder zumindest Schwierigkeiten macht. Die Gesprächspartner akzeptieren das Ergebnis nicht oder allenfalls widerwillig, da sie den analytisch-rationalen Argumentationsgang nicht oder zumindest nicht vollkommen verstehen. Ihnen fehlt ein intuitiver Zugang. Damit wird auch schon deutlich, dass Intuition etwas mit einer nicht-analytischen respektive nicht-rationalen Betrachtung eines Gegenstandes zu tun hat.

Beispiel 1: *Wer ein (anteilig) verschuldetes Unternehmen zu bewerten hat, das ewig existieren wird, könnte mit einer Bewertungsgleichung vom Typ*

$$V_0^l = \frac{CF}{WACC} \quad (1)$$

arbeiten. Auf der linken Seite der Gleichung repräsentiert V_0^l den Wert eines verschuldeten (levered) Unternehmens. Mit CF sind jährlich gleich bleibende Cashflows gemeint, die das Unternehmen auf Dauer abwerfen wird, und das Symbol WACC (weighted average cost of capital) steht für die durchschnittlichen Kapitalkosten. Wer sich an die Anfangsgründe einer finanzmathematischen Vorlesung erinnert, erkennt, dass es sich hierbei um die Formel zur Berechnung des Barwerts einer ewigen Rente handelt. Aber selbst dann, wenn das Erinnerungsvermögen getrübt ist, oder man eine entsprechende Lehrveranstaltung nie besucht hat, kann man sich mit Hilfe einer einfachen Überlegung klarmachen, dass diese Gleichung korrekt arbeitet.¹⁶ So weit, so gut.

Wenden wir uns dem Nenner der Gleichung (1) zu. Dort finden wir die durchschnittlichen Kapitalkosten eines Unternehmens, das die Fremdkapitalzinsen in voller Höhe von der ertragsteuerlichen Bemessungsgrundlage absetzen darf. Sie belaufen sich auf

$$WACC = k^{E,l} \cdot (1 - \lambda) + k^D \cdot (1 - \tau) \cdot \lambda,$$

wobei $k^{E,l}$ der Eigenkapitalkostensatz des verschuldeten Unternehmens, λ die Fremdkapitalquote und damit $(1 - \lambda)$ die Eigenkapitalquote, k^D der Fremdkapitalkostensatz und τ der Ertragsteuersatz des Unternehmens sind. Die Eigenkapitalkosten werden also mit der Eigenkapitalquote, die Fremdkapitalkosten (nach Steuern) mit der Fremdkapitalquote gewichtet. Auch das leuchtet einem Gesprächspartner zum Thema Unternehmensbewertung, der kein Finanzierungs-Professor ist, in aller Regel rasch ein.

Jetzt allerdings kommt ein Detail, mit dem viele Schwierigkeiten haben. Dazu wenden wir uns dem Zähler von (1) zu. Nicht jeder versteht sofort, warum es richtig sein soll, bei den Cashflows so zu tun, als wenn das verschuldete Unternehmen gar keine Schulden hätte! Tatsächlich ist es aber so. Um das zum Ausdruck zu bringen, sollte man die Bewertungsgleichung daher nicht in der Form (1), sondern präziser in der Form (2)

¹⁶ Zu diesem Zweck stelle man sich vor, dass es ein Bankkonto mit einem Guthaben in Höhe von V_0^l gibt und die Bank jährlich einen Zinssatz in Höhe von WACC vergütet. Dann belaufen sich die jährlichen Erträge, die man dem Konto auf Dauer entnehmen kann, auf $V_0^l \cdot WACC = CF$. Auflösen nach V_0^l liefert die oben angegebene Gleichung.

$$V_0^l = \frac{CF^u}{WACC} \quad (2)$$

notieren. Auf der rechten Seite der Gleichung haben wir also die erwarteten Cashflows eines fiktiv unverschuldeten Unternehmens, auf der linken Seite den Wert eines verschuldeten Unternehmens. Unakademisch formuliert: Links rechnen wir mit Äpfeln, rechts mit Birnen. Das scheint unsinnig, wenn nicht falsch, zu sein, ist aber völlig korrekt. Auf keinen Fall kann man auf intuitives Verständnis setzen.¹⁷

Beispiel 2: Gleichung (2) eignet sich zur Bewertung eines Unternehmens insbesondere dann, wenn es eine Finanzierungspolitik betreibt, die man als wertorientiert bezeichnet. Darunter versteht man eine Politik, bei der die zuständigen Manager des Unternehmens künftig eine bestimmte Fremdkapitalquote realisieren werden.¹⁸ Wenn eine derartige Politik betrieben wird, dann gilt für die durchschnittlichen Kapitalkosten

$$k^{E,l} \cdot (1 - \lambda) + k^D \cdot (1 - \tau) \cdot \lambda = \left(1 + k^{E,u}\right) \left(1 - \frac{\tau r_f \lambda}{1 + r_f}\right) - 1, \quad (3)$$

wobei die Symbole $k^{E,u}$ und r_f für die Eigenkapitalkosten des (fiktiv) unverschuldeten Unternehmens beziehungsweise den risikolosen Zinssatz stehen.

Dass links des Gleichheitszeichens ein Ausdruck steht, den man ökonomisch als durchschnittliche Kapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens interpretieren kann, hatten wir oben bereits ausgeführt. Die Tatsache, dass rechts des Gleichheitszeichens dieselbe Größe steht, leuchtet allerdings wiederum kaum unmittelbar ein.

Beispiel 3: Wenn man ein Unternehmen betrachtet, das sich bereits in der so genannten Rentenphase befindet, und wenn man ferner davon ausgeht, dass die freien Cashflows des zu bewertenden Unternehmens geometrisch mit der Wachstumsrate w zunehmen, so eignet sich zur Ermittlung des Unternehmenswerts die Gleichung

$$V_0 = \frac{CF}{k - w}, \quad (4)$$

wobei CF den Cashflow des ersten Jahres darstellt und k den Kapitalkostensatz repräsentiert.

Mitunter – wenn auch glücklicherweise nicht allzu oft – begegnet man Personen, die mit den Anwendungsvoraussetzungen der Gleichung (4) nicht hinreichend vertraut sind. Stellt man solchen Personen die Aufgabe, den Wert zu berechnen, falls der freie Cashflow sich auf 100 € beläuft, der Kapitalkostensatz 3 % beträgt und die Wachstumsrate sich auf 4 % beläuft, so glauben sie, mit Gleichung (4) rechnen zu dürfen, und enden mit dem Ergebnis

¹⁷ In der Literatur zur Unternehmensbewertung ist an ähnlichen Stellen von Äquivalenzprinzipien die Rede, vgl. beispielsweise *Mandl und Rabel*, S. 75 ff und 236 ff, und *Ballwieser*, S. 82 ff. Von einer abstrakten Äquivalenz zwischen Zähler (hier: unlevered) und Nenner (hier: levered) haben wir allerdings bisher nie etwas gelesen oder gehört.

¹⁸ Am Rande sei bemerkt, dass die Fremdkapitalquote in Markt- und nicht in Buchwerten zu messen ist.

 Unternehmensbewertung: Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition

$$V_0 = \frac{100 \text{ €}}{3\% - 4\%} = -10.000 \text{ €},$$

ohne dabei ein Störgefühl zu entwickeln. Ein negativer Unternehmenswert besagt, dass der Eigentümer des fraglichen Unternehmens gut beraten ist, sich von diesem Unternehmen zu trennen und dafür auch noch so etwas wie eine „Entsorgungsgebühr“ in Höhe von 10.000 € zu zahlen. Sollte das Unternehmen weniger stark wachsen, beispielsweise nur mit einer Rate von $w = 2\%$, so wäre der Unternehmenswert dagegen positiv, denn

$$V_0 = \frac{100 \text{ €}}{3\% - 2\%} = +10.000 \text{ €},$$

Skeptische Zeitgenossen sollten angesichts solcher Resultate nachdenklich werden. Denn „der gesunde Menschenverstand“ legt doch die Vermutung nahe, dass ein Unternehmen um so wertvoller ist, je stärker es in der Zukunft wächst. Wie kann es dann sein, dass ein mit 4 % wachsendes Unternehmen so sehr viel weniger wert ist als ein Unternehmen, das nur mit 2 % wächst? Die Lösung des Rätsels lautet, dass das tatsächlich auch gar nicht so ist. Gleichung (4) ist an die Voraussetzung gebunden, dass die Wachstumsrate kleiner ist als der Kapitalkostensatz, dass also $k > w$ gilt. Sollte diese Bedingung nicht erfüllt sein, ist der Wert des Unternehmens schlicht unendlich hoch. Schreibt man die Bewertungsgleichung ordentlich auf, so hat sie die Form

$$V_0 = \begin{cases} \frac{CF}{k - w}, & \text{wenn } k > w \\ \infty, & \text{sonst.} \end{cases}$$

Es ist nicht allzu schwer, die Richtigkeit der vorstehenden Gleichung rigoros zu beweisen.¹⁹

Was unsere Gesprächspartner meinen, wenn sie sagen, dass sie etwas intuitiv nicht verstehen oder dass ihnen etwas nicht ohne Weiteres einleuchtet, ist uns oft nicht klar gewesen. Das war mit Sicherheit auch häufig der Tatsache geschuldet, dass wir selbst mit dem jeweiligen Sachverhalt keine Verständnisschwierigkeiten hatten. Die sich gegenüber stehenden Parteien ließen sich meist wie folgt charakterisieren: Die eine Seite – das waren wir – hatte sich das Resultat, über das gesprochen wurde, mit logisch-analytischen Techniken erarbeitet und war deswegen von der Richtigkeit überzeugt; die andere Seite – das waren beziehungsweise sind unsere Gesprächspartner – nahm die Resultate zur Kenntnis, ohne die erwähnte logische Analyse selbst durchzuführen oder ohne zu einer solchen Analyse in der Lage zu sein, und war oder ist nur dann dazu bereit, die Ergebnisse zu akzeptieren, wenn sie ihnen intuitiv einleuchten. Diskussionen zwischen Kontrahenten, die so unterschiedlich denken, sind nicht immer einfach und enden natürlich oft auch nicht in einer für alle zufriedenstellenden Weise. Um hier einen Schritt vorwärts zu kommen, haben wir uns einmal darum bemüht, zu klären, was mit dem Begriff des intuitiven Verständnisses gemeint sein kann.

¹⁹ Siehe beispielsweise Kruschwitz, Decker und Röhrs, S. 139 ff.

2.1. Intuition als „Begreifen“

Oft fanden wir uns bei Diskussionen mit Praktikern in einer Situation wieder, in der ein Ergebnis unserer Überlegungen deshalb abgelehnt wurde, weil der Auftraggeber (also der „Kunde“) unsere Ausführungen nicht weiter nachvollziehen können. „Ihre Überlegungen“, so hieß es, „sind nicht intuitiv“. Fehlende Intuition ist hier also zuerst einmal mit fehlendem Verständnis gleichzusetzen. Jemand, der ein solches Argument benutzt, meint nach unserer Auffassung jedoch mehr als nur das fehlende Verständnis.

Es gibt viele Alltagssituationen, in denen Personen miteinander kommunizieren und eigentlich nicht vorausgesetzt werden kann, dass beide Seiten einander in umfassender Weise verstehen. Jeder, der beispielsweise schon einmal ein Auto in einer Werkstatt hatte, weiß, wovon wir sprechen. Nicht selten wird dem Autobesitzer eröffnet, in welchem bejammerten Zustand sein Wagen ist und dass nun umfangreiche und vor allem kostspielige Reparaturarbeiten erforderlich seien. Der typische Autofahrer verfügt nur über rudimentäre Kenntnisse der Transmissionstechnik oder des Verbrennungsmotors und kann eigentlich nicht wirklich „verstehen“, was der Automechaniker meint. Dennoch käme es ihm nicht in den Sinn, die Ausführungen des Mechanikers als nicht intuitiv zu bezeichnen. Was also genau meint man, wenn gesagt wird, dass der Auftraggeber eines Bewertungsgutachtens ein (mehr oder minder wichtiges) Detail für nicht intuitiv hielt?

Wir vermuten, dass es sich hier um eine Besonderheit der Wirtschaftswissenschaften handelt, die sie von anderen Fächern wie den Ingenieurwissenschaften oder den Naturwissenschaften unterscheidet. Zwei Probleme werden sichtbar:

- *Komplexitätsproblem:* Der Kunde hat ein Komplexitätsproblem, welches sich darin zeigt, dass er nicht über den methodischen Sachverstand verfügt, die vom Experten vorgenommene Unternehmensbewertung „nachzuvollziehen“. Nun ist es aber eigentlich genau ein Merkmal der modernen Gesellschaft, dass Expertenwissen generiert wird und Expertise sich wiederum in der Exklusivität des methodischen Know-how niederschlägt. Die Frage ist nur, ob der Rezipient an das vom Experten produzierte Wissen glaubt. Niklas Luhmann hat diesen Sachverhalt thematisiert und spricht von Vertrauen als Mechanismus zur Reduktion von Komplexität.²⁰ Das Beispiel mit der Autoreparatur zeigt diesen Mechanismus auf. Ähnliches würde man sofort im Hinblick auf das Wissen von Ärzten feststellen. Anscheinend hat der Kunde im ökonomischen Kontext das Bedürfnis, die Experten und deren Wissensproduktion zu überprüfen. Die Ökonomen haben damit (im Gegensatz zu den Automechanikern) ein Glaubwürdigkeitsproblem.²¹
- *Transformationsproblem:* Von Transformation sprechen wir, wenn ein Sachverhalt in eine andere Darstellung gebracht wird, etwa von einer realen Form (der Sache selbst) in eine ikonische (Text), schematische (Graphik) oder eine symbolische (mathema-

²⁰ Demnach reduziert ein Individuum für ihn unüberschaubare Komplexität durch Vertrauen. Vertrauen ist dabei gleichsam die Voraussetzung für eine intuitive Entscheidung. Diese Überlegung hat Luhmann vorgestellt.

²¹ Ähnliches kann man im Übrigen auch im Kontext von Pädagogik feststellen. Man misstraut auch der Expertise von Pädagogen, insbesondere dann, wenn man deren methodologische Zugänge nicht nachvollziehen kann.



Unternehmensbewertung: Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition

tisch modelliert) Form.²² Ohne auf komplizierte erkenntnis- und lernpsychologische Hintergründe einzugehen, kann festgehalten werden, dass es Ziel der ökonomischen Theoriebildung ist, komplexe Sachverhalte in eine formale (mathematische) Darstellung zu überführen.

Eine nicht unwichtige Frage ist dabei, ob der Informationsgehalt des transformierten Gegenstands gleich bleibt oder reduziert wird. In ökonomischen Modellen findet letztlich immer eine Transformation und Reduktion statt – das ist die zu Anfang erwähnte „Vereinfachung“. Das wiederum bedeutet, dass Ergebnisse ökonomischer Modellierungen, wenn sie denn intuitiv begriffen werden sollen, vom Rezipienten in *dessen* ökonomische Vorstellung eingebunden werden müssen.²³ Der Nicht-Experte will das, was ihm der Experte vorsetzt, begreifen, und zwar mit den Fähigkeiten und Methoden, die er beherrscht, und nicht mit den Methoden des Experten.

Eine Wissenschaftssprache zeichnet sich dadurch aus, dass sie bestimmten Regeln unterworfen und im Vergleich zur Umgangssprache außerordentlich präzise ist.²⁴ Beispielsweise bezeichnen Renditen und Kapitalkosten verschiedene Objekte, deren Verwechslung in einem Modell schwerwiegende Folgen haben kann.²⁵ Es macht aus der Sicht eines theoretischen Ökonomen einen gewaltigen Unterschied, ob bei einer Unternehmensbewertung Renditen oder Kapitalkosten deterministisch sind. Vor diesem Hintergrund ist also die Verwendung einer nicht alltäglichen, dafür aber präzisen Sprache konstitutives Element einer Wissenschaft. Das muss dann auch für die Theorie der Unternehmensbewertung gelten.

Folgt man diesem Argument, so ist es keine gut begründbare Forderung, wissenschaftliche Erkenntnisse derart „in einfachen Worten“ auszudrücken, dass sie von „Lieschen Müller“ verstanden werden können. Das hieße ja einfach nur, die wissenschaftliche Ebene zu verlassen. Es handelt sich hier allerdings nicht um ein primitives Entweder-Oder. Vielmehr kann sich der Wissenschaftler durchaus mit Erfolg darum bemühen, auch sehr komplizierte Sachverhalte so auszudrücken, dass „interessierte Laien“ folgen können. Und er wird dies genau dann versuchen, wenn er möchte, dass seine Erkenntnisse auch außerhalb der Fachgrenzen Anerkennung finden.

2.2. Intuition als „Spontan erfassen“

Wer den Vorwurf erhebt, ein Resultat sei nicht intuitiv, kann aber auch etwas anderes im Sinn haben. Auch das, was jetzt anzusprechen ist, wollen wir an einem alltäglichen Beispiel erläutern. Jedem, der schon einmal mit seiner Fernbedienung durch das abendliche TV-Programm gezappt ist, wird die Situation, die wir nun beschreiben werden, vertraut vorkommen. Man bleibt wenige Sekunden bei einem Programm hängen und erfasst intuitiv, also spontan und ohne weitere Reflexionen, worum es geht: Man erkennt das Prinzip (Drama, Lustspiel) und antizipiert den Verlauf (die Protagonisten finden nicht zuein-

²² Vgl. umfassend *Jongbloed*.

²³ Vgl. *Sloane* (1992) und *Sloane* (2007).

²⁴ An dieser Stelle gibt es eine deutliche Parallele zur Rechtswissenschaft. Juristen sind dafür bekannt, in ihren Formulierungen Spielräume so weit wie möglich eliminieren zu können.

²⁵ Zum Zusammenhang beider Begriffe siehe beispielsweise *Laitenberger und Löffler*.

ander, der Held bleibt verkannt, die Liebe bleibt verboten). Es sind immer wiederkehrende Muster, die wir intuitiv erkennen, die Sinnkonstrukte sind uns vertraut.

Wer in diesem Zusammenhang von Intuition spricht, meint offensichtlich eine Art „spontanes Erfassen“. Wir haben beobachten können, dass es Intuition in diesem Sinne auch bei Diskussionen über Unternehmensbewertung gibt. Jedoch tritt sie weniger in Situationen auf, in denen ein Theoretiker mit einem Praktiker spricht. Vielmehr beobachten wir solch spontanes Erfassen eher dann, wenn sich Theoretiker miteinander zu verständigen versuchen. Während der eine seine Annahmen vorzustellen beginnt, hat der andere bereits „verstanden“, worauf es hinauslaufen wird und ahnt schon frühzeitig die zentralen Ergebnisse. Er hat intuitiv erfasst, worauf es ankommt. Das Gespräch kann zur Freude aller Beteiligten mit zunehmender Geschwindigkeit geführt werden, weil man sich nicht erst lange der Grundlagen versichern muss.

Das verweist auf eine andere Art von Denktradition, nämlich die der Hermeneutik.²⁶ Der hermeneutische Zugang geht davon aus, dass eine Lebenswelt geteilt wird. In diesem Sinn können bestimmte wissenschaftliche Konzepte und Ergebnisse nur dann intuitiv erfasst werden, wenn sich die Rezipienten auf die Denktradition der Produzenten einlassen. Ist eine Erkenntnis nicht intuitiv, so gibt der Angesprochene zu erkennen, dass es ihm nicht gelingt, die Ausführungen spontan zu erfassen. Das liegt daran, dass er sich auf die Denktradition seines Gegenüber entweder nicht einlassen kann oder aber auch nicht einlassen will. Da oft kaum zu klären ist, ob der erste oder der zweite Fall vorliegt, kann es hier leicht zu unangenehmen Konflikten kommen.

2.3. Intuition als „Gesunder Menschenverstand“

Abschließend wollen wir uns einer Interpretation des Intuitionsbegriffs zuwenden, bei der es um etwas geht, was man im Englischen als *common sense* und im Deutschen als *gesunden Menschenverstand* bezeichnet. Uns ist bei Konferenzen oder Diskussionen mit Kollegen entgegeng gehalten worden, dieses oder jenes Ergebnis sei nicht intuitiv, weil es dem gesunden Menschenverstand widerspreche.

Man könnte meinen, dass der jetzt zu diskutierende Gegenstand oben in den Abschnitt 2.1 gehört. Während es dort aber mehr um die Perspektive des Empfängers einer Information ging, wird jetzt der Überbringer einer Botschaft ins Visier genommen. Wer jemandem mitteilt, dass eine Behauptung dem gesunden Menschenverstand zuwiderlaufe, möchte erreichen, dass der Diskussionspartner sich entweder rechtfertigt oder seine Ansicht revidiert. Wir gehen davon aus, dass der Empfänger die Information für radikal hält. Andernfalls würde wohl darauf verzichtet werden, den gesunden Menschenverstand ins Feld zu führen.

Genau genommen zeigt ein mögliches Abwägen zwischen einem radikalen Gedanken und einem konventionellen Gedanken im Sinne des *common sense* den Spannungsbogen von Wissenschaft auf. So bauen wir auch in dem hier als *rational* bezeichneten Wissenschaftskonzept aufgrund von Konventionen bestimmte Denkgebäude auf, die zu bestimmten Theorien führen, also Wissen produzieren. Die erwähnte Grundposition: Es sollen

²⁶ Vgl. beispielsweise Sloane (2008) und Sloane (2010).



Unternehmensbewertung: Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition

Annahmen getroffen, mathematische oder andere formale Regeln (etwa die Logik) angewandt werden und Schlussfolgerungen gezogen werden, ist eine Common-sense-Konstruktion. All das lässt sich jedoch in Zweifel ziehen und durch Alternativen ersetzen. Was nun als „gesunder Menschenverstand“ bezeichnet wird, kennzeichnet nichts anderes als eine Summe an Konventionen, die in einer bestimmten Kultur, in einer bestimmten Epoche gelten. Wissenschaftlicher Fortschritt hat immer darin bestanden, dass bestimmte Konventionen als solche erkannt und als durch anderes ersetzbare Normen verstanden wurden. Ein sehr produktives Moment von Wissenschaft ist die Relativierung der Konvention und die Erschütterung des common sense. Wir stellen fest: Der gesunde Menschenverstand ist durchaus nichts Absolutes, denn bekanntlich ist das Bessere immer der Feind des Guten.

3. Fazit

Auf den ersten Blick geht es bei unseren Überlegungen um Unternehmensbewertung. Man will den Wert eines Unternehmens bestimmen und ist sich einig, dass es sich dabei um eine Größe handelt, die in Form eines Geldbetrages ausgedrückt werden soll. Dabei gibt es bestimmte Verfahren, die man anwenden kann, um eine solche Bewertung herbeizuführen. Wir haben deutlich gemacht, dass es hier durchaus unterschiedliche Erwartungen, Verfahrensweisen und Zugänge gibt, je nachdem, ob die Bewertung aus einem praktischen oder einem wissenschaftlichen Interesse oder ob sie von einem Ökonomen oder einem Juristen vorgenommen wird. Ebenso sind auch zwischen den jeweiligen Denkstilen und -schulen der Wissenschaft noch Unterschiede festzustellen. Uns geht es um den Zugang jener Wirtschaftswissenschaftler zur Unternehmensbewertung, die sich selbst als rational-analytisch bezeichnen. Deren Denkstil zeichnet sich dadurch aus, dass bestimmte Annahmen getroffen und mit Hilfe formaler Verfahren (Logik, mathematische Modellierung) Schlussfolgerungen gezogen werden.

An dieser Stelle wird ein grundlegendes Problem erkennbar. Es stellt sich die Frage, wie Mitglieder anderer sozialer Gruppen (Juristen, Praktiker, durchaus aber auch Ökonomen aus anderen Schulen und Fachrichtungen) die Ergebnisse rezipieren, die mit Hilfe der genannten rationalen Verfahren gewonnen wurden und in diesem Sinne logisch und richtig sind.²⁷ Diese Ergebnisse sind Wissensangebote, die man rezipieren kann, aber nicht rezipieren muss.

Hier kommt es zu einem interessanten Phänomen: Sowohl einzelne Vertreter der Wissenschaft als auch Praktiker reklamieren etwas, was als ökonomische Intuition bezeichnet wird. Dieser Begriff passt nicht in das rationale Verständnis der Wissenschaft. Intuition wird unterschiedlich interpretiert; sie wird als intuitives Begreifen der Sachverhalte gedeutet, als spontanes Erfassen von Zusammenhängen verstanden und als Ausdruck des so genannten gesunden Menschenverstandes angesehen.

²⁷ Natürlich gibt es auch andere Verfahren der Wissensproduktion, wie etwa die Geisteswissenschaft, die sich der Intuition bedienen. Diese Verfahren haben wir hier aber ausgeblendet.

Lutz Kruschwitz/Andreas Löffler/Peter F. E. Sloane

Eine Intuition kann man innerhalb einer Denkstilgemeinschaft vermitteln. Wer ein bestimmtes theoretisches Ergebnis verstehen will, muss sich auf den Denkstil einlassen und wird so zu einem Experten des Fachs. Darauf kann man verschieden reagieren: Einerseits könnte man fordern, dass sich die Anwender der jeweiligen Ergebnisse auf den Denkstil einlassen, welcher die Ergebnisse trägt. Sie müssten dann die relevanten methodischen Verfahren erlernen und anwenden. Andererseits könnte man die Wissenschaft verpflichten, sich dem Sprach- und Denkstil der Praxis zu unterwerfen, damit sie, die Wissenschaft, sich intuitiv erfassen lässt.

Unserer Ansicht nach würde aber so der eigentliche Anspruch von Wissenschaft verloren gehen. Wir sind uns bewusst, dass wir mit dieser Einstellung eine unmoderne Position einnehmen, denn Wissenschaft ist so auf den ersten Blick tatsächlich unpraktisch. Allerdings relativiert sich diese Haltung, weil die rational-analytische Wissenschaft keine Monopolstellung bei der Produktion von Wissen über Unternehmensbewertung einnimmt. In der modernen Gesellschaft ist Wissenschaft eines von vielen sozialen Systemen, das Angebote unterbreitet, und es ist dann eine Frage des Diskurses und der Diskursfähigkeit der beteiligten Akteure, diese Wissensangebote gegenseitig zu rezipieren.

Wir müssen feststellen, dass Forschung und Praxis zwei inkommensurable Lebenswelten darstellen.²⁸ In jeder Lebenswelt werden besondere Anforderungen an die Person und deren Fähigkeiten gestellt. So konstituieren Praxis und Wissenschaft auch unterschiedliche Arbeitskulturen, institutionelle Ordnungen und Wertmaßstäbe. Der Wechsel von einer Lebenswelt in die andere, also beispielsweise von der Wissenschaft in die Praxis, erfordert immer auch die Bereitschaft, den eigenen institutionell-normativen Kontext zu verlassen und sich auf einen neuen einzulassen. Wissenschaftler machen das gelegentlich und werden so zu Gutachtern oder Beratern von Praktikern. Das kann sinnvoll sein, um die Lebenswelt Praxis zu verstehen. Damit ist aber immer verbunden, dass der Duktus und die Kultur von Wissenschaft aufgegeben wird.²⁹

Das heißt im Übrigen auch, dass man als rationaler Forscher bereit und fähig sein muss, soziale Gegebenheiten zu erfassen und diese – so wie im vorliegenden Konzept – in ein Modell zu überführen, intuitiv versteht sich.

4. Literaturverzeichnis

Baetge, Jörg; Niemeyer, Kai; Kümmel, Jens und Schulz, Roland (2009) „Darstellung der Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel“, in: Volker H. Peemöller (Hg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 4. Aufl., 339–477, Neue Wirtschafts-Briefe, Berlin.

Ballwieser, Wolfgang (2007) *Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme*, 2. Aufl., Stuttgart.

Bertl, Romuald und Mandl, Gerwald (2004) „Steuern in der Unternehmensbewertung“, in: Eva Eberhartinger und Romuald Bertl (Hg.), *Handbuch der österreichischen Steuerlehre*, Band 4: Investition, Finanzierung und Steuern, 221–260, Wien.

²⁸ Vgl. *Kirsch*, S. 45 ff.

²⁹ Allerdings kann man den Weg auch wieder zurückgehen, vgl. *Sloane* (2006).

Unternehmensbewertung: Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition

- Busse von Colbe, Walther* (1957) *Der Zukunftserfolg*, Wiesbaden.
- Canefield, Dominica* (1999) „Some remarks on the valuation of firms“, *The Journal of Valuation*, 4, 23–25.
- Coenenberg, Adolf Gerhard und Schultze, Wolfgang* (2002) „Unternehmensbewertung: Konzeptionen und Perspektiven“, *Die Betriebswirtschaft*, 62, 597–621.
- Drukarczyk, Jochen und Schüler, Andreas* (2007) *Unternehmensbewertung*, 5. Aufl., München.
- Egger, Anton; Klostermann, Margret und Mandl, Gerwald* (2006) „Unternehmensbewertung: Kommentare zum deutschen und österreichischen Fachgutachten n.F.“, in: Institut österreichischer Wirtschaftsprüfer (Hg.), *Wirtschaftsprüfer-Jahrbuch 2006*, 417–470, Wien.
- Egger, Anton; Klostermann, Margret und Mandl, Gerwald* (2007) „Das neue Fachgutachten zur Unternehmensbewertung: Neuerungen und Auslegungsfragen“, in: Institut österreichischer Wirtschaftsprüfer (Hg.), *Wirtschaftsprüfer-Jahrbuch 2007*, 281–297, Wien.
- Gadamer, Hans-Georg* (1972) *Wahrheit und Methode*, 3. Aufl., Tübingen.
- Großfeld, Bernhard* (2002a) „Cross-border mergers: corporate accounting/corporate valuation“, *Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft*, 101, 1–11.
- Großfeld, Bernhard* (2002b) *Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht*, 4. Aufl., Köln.
- Großfeld, Bernhard* (2003) „Globale Unternehmen bewerten“, in: Markus Heintzen und Lutz Kruschwitz (Hg.), *Unternehmen bewerten: Ringvorlesung der Fachbereiche Rechts- und Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin im Sommersemester 2002*, 101–117, Berlin.
- Heintzen, Markus* (2008) „Judex non calculat!“, in: Jörg Laitenberger und Andreas Löffler (Hg.), *Finanzierungstheorie auf vollkommenen und unvollkommenen Kapitalmärkten: Festschrift für Lutz Kruschwitz zum 65. Geburtstag*, 21–31, München.
- Hüttemann, Rainer* (2003) „Rechtsfragen der Unternehmensbewertung“, in: Markus Heintzen und Lutz Kruschwitz (Hg.), *Unternehmen bewerten: Ringvorlesung der Fachbereiche Rechts- und Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin im Sommersemester 2002*, 151–173, Berlin.
- Jongebloed, Hans-Carl* (1983) „Reduktion und Transformation“, in: Martin Twardy (Hg.), *Kompendium Fachdidaktik Wirtschaftswissenschaft: Wirtschafts-, Berufs-, und Sozialpädagogische Texte*, Band 2, 351–443, Düsseldorf.
- Kirsch, Werner* (1997) *Wegweiser zur Konstruktion einer evolutionären Theorie der strategischen Führung*, *Münchener Schriften zur angewandten Führungslehre*, 2. Aufl., Herrsching.
- Kruschwitz, Lutz* (2001) „Risikoabschläge, Risikozuschläge und Risikoprämien in der Unternehmensbewertung“, *Der Betrieb*, 54, 2409–2413.
- Kruschwitz, Lutz; Decker, Rolf O.A. und Röhrs, Michael* (2007) *Übungsbuch zur Betrieblichen Finanzwirtschaft*, 7. Aufl., München, Wien.
- Kruschwitz, Lutz und Löffler, Andreas* (2006) *Discounted Cash Flow: A Theory of the Valuation of Firms*, Chichester.

Lutz Kruschwitz/Andreas Löffler/Peter F. E. Sloane

- Kuhn, Thomas S.* (1977) *Die Entstehung des Neuen: Studien zur Struktur der Wissenschaftsgeschichte*, Frankfurt am Main.
- Kuhner, Christoph und Maltry, Helmut* (2006) *Unternehmensbewertung*, Berlin, Heidelberg, New York.
- Kürsten, Wolfgang* (2002) „Unternehmensbewertung unter Unsicherheit“ oder: Theoriedefizit einer künstlichen Diskussion über Sicherheitsäquivalent- und Risikozuschlagsmethode. Anmerkungen (nicht nur) zu dem Beitrag von Bernhard Schwetzler in der zbf⁶, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 54, 128–144.
- Laitenberger, Jörg und Löffler, Andreas* (2006) „The structure of the distributions of cash flows and discount rates in multiperiod valuation problems“, *OR Spectrum*, 28, 289–299.
- Löffler, Andreas* (2007) „Was kann die Wirtschaftswissenschaft für die Unternehmensbewertung (nicht) leisten?“, *Die Wirtschaftsprüfung*, 60, 808–811.
- Luhmann, Niklas* (1968) *Vertrauen: Ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität*, Stuttgart.
- Mandl, Gerwald* (1989) „Der Einfluß der Steuerreform auf den Unternehmenswert von Kapitalgesellschaften“, in: Romuald Bertl; Dieter Mandl und Hans G. Ruppe (Hg.), *Die Kapitalgesellschaft nach der Steuerreform 1988*, 99–112, Wien.
- Mandl, Gerwald* (1994) „Steuerreform und Unternehmensbewertung“, in: Romuald Bertl; Dieter Mandl; Gerwald Mandl und Hans G. Ruppe (Hg.), *Steuerreform 1993*, 87–102, Wien.
- Mandl, Gerwald* (1995) „Steuersystem und Unternehmensbewertung“, in: Romuald Bertl (Hg.), *Praxis und Zukunft der Unternehmensbesteuerung: Festschrift für Gerald Heindinger*, 295–306, Wien.
- Mandl, Gerwald* (1999) „Können die DCF-Verfahren die an die Unternehmensbewertung gestellten Anforderungen besser erfüllen als das Ertragswertverfahren?“, in: Anton Egger (Hg.), *Unternehmensbewertung – quo vadis? Beiträge zur Entwicklung der Unternehmensbewertung*, 41–64, Wien.
- Mandl, Gerwald* (2000) „Zum Stand der Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis“, *RWZ – Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen*, 182–187.
- Mandl, Gerwald und Jung, Maximilian* (2003) „Unternehmensbewertung bei wertorientierter Finanzierungspolitik und steuerlichen Verlustvorträgen“, in: Gerhard Seicht (Hg.), *Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2003*, 41–52, Wien.
- Mandl, Gerwald und Rabel, Klaus* (1991) „Unternehmensbewertung und Pflichtteilsbemessung: Zur Relevanz von Finanzierungs- und Ertragsteuerwirkungen“, in: Dieter Rückle (Hg.), *Aktuelle Fragen der Finanzwirtschaft und der Unternehmensbesteuerung: Festschrift für Erich Loitlsberger zum 70. Geburtstag*, 447–472, Wien.
- Mandl, Gerwald und Rabel, Klaus* (1997) *Unternehmensbewertung: Eine praxisorientierte Einführung*, Wien, Frankfurt am Main.
- Mandl, Gerwald und Rabel, Klaus* (2001) „Zur Abfindung von Minderheitsaktionären: Die Auswahl des Bewertungsverfahrens“, in: Udo Wagner (Hg.), *Zum Erkenntnisstand der Betriebswirtschaftslehre am Beginn des 21. Jahrhunderts: Festschrift für Erich Loitlsberger zum 80. Geburtstag*, 205–222, Berlin.

Unternehmensbewertung: Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition

- Mandl, Gerwald und Rabel, Klaus* (2003) „Objektivierter Unternehmenswert und Verkehrswert bei Umgründungen“, in: Romuald Bertl; Dieter Mandl; Gerwald Mandl und Hans G. Ruppe (Hg.), *Von der Gründung bis zur Liquidation: Unternehmensplanung aus steuerrechtlicher, zivilrechtlicher und betriebswirtschaftlicher Sicht*, 99–114, Wien.
- Mandl, Gerwald und Rabel, Klaus* (2006a) „Der objektivierte Unternehmenswert im Lichte einer normorientierten Bewertung“, in: Theodor Siegel; Andreas Klein; Dieter Schneider und Hans-Peter Schwintowski (Hg.), *Unternehmungen, Versicherungen und Rechnungswesen: Festschrift zur Vollendung des 65. Lebensjahres von Dieter Rückle*, 45–66, Berlin.
- Mandl, Gerwald und Rabel, Klaus* (2006b) „Gegenüberstellung der neuen Fachgutachten IDW S1 und KFS BW 1“, *RWZ – Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen*, 102–107.
- Mandl, Gerwald und Rabel, Klaus* (2009) „Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick)“, in: Volker H. Peemöller (Hg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 4. Aufl., 49–90, Herne, Berlin.
- Matschke, Manfred Jürgen und Brösel, Gerrit* (2007) *Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze*, 3. Aufl., Wiesbaden.
- Mellerowicz, Konrad* (1952) *Der Wert der Unternehmung als Ganzes*, Essen.
- Modigliani, Franco und Miller, Merton H.* (1963) „Corporate income taxes and the cost of capital: a correction“, *American Economic Review*, 53, 433–443.
- Moxter, Adolf* (1983) *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Münstermann, Hans* (1970) *Wert und Bewertung der Unternehmung*, 3. Aufl., Wiesbaden.
- Peemöller, Volker H.* (Hg.) (2009) *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 4. Aufl., Herne, Berlin.
- Richter, Frank* (1997) „DCF-Methoden und Unternehmensbewertung: Analyse der systematischen Abweichungen der Bewertungsergebnisse“, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 9, 226–237.
- Richter, Frank* (2005) *Mergers & Acquisitions: Investmentanalyse, Finanzierung und Prozessmanagement*, München.
- Schildbach, Thomas* (1998) „Ist die Kölner Funktionenlehre der Unternehmensbewertung durch die Discounted Cash-flow-Verfahren überholt?“, in: Manfred Jürgen Matschke und Thomas Schildbach (Hg.), *Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung: Festschrift für Günter Sieben zum 65. Geburtstag*, 301–322, Stuttgart.
- Schultze, Wolfgang* (2003) *Methoden der Unternehmensbewertung: Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven*, 2. Aufl., Düsseldorf.
- Schwetzler, Bernhard* (2000) „Unternehmensbewertung unter Unsicherheit: Sicherheitsäquivalent- oder Risikozuschlagsmethode?“, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 52, 469–486.
- Sieben, Günter* (1995) „Unternehmensbewertung: Discounted Cash Flow-Verfahren und Ertragswertverfahren: zwei völlig unterschiedliche Ansätze?“, in: Josef Lanfermann (Hg.), *Internationale Wirtschaftsprüfung: Festschrift zum 65. Geburtstag von Hans Havermann*, 713–737, Düsseldorf.

Lutz Kruschwitz/Andreas Löffler/Peter F. E. Sloane

- Sloane, Peter F. E.* (1992) *Modellversuchsforschung: Überlegungen zu einem wirtschaftspädagogischen Forschungsansatz*, Köln.
- Sloane, Peter F. E.* (2006) „Berufsbildungsforschung“, in: Rolf Arnold und Antonius Lipsmeier (Hg.), *Handbuch der Berufsbildung*, 2. Aufl., 610–627, Wiesbaden.
- Sloane, Peter F. E.* (2007) „Berufsbildungsforschung im Kontext von Modellversuchen und ihre Orientierungsleistung für die Praxis – Versuch einer Bilanzierung und Perspektiven“, in: Reinhold Nickolaus und Arnulf Zöllner (Hg.), *Perspektiven der Berufsbildungsforschung: Orientierungsleistungen in der Forschung für die Praxis*, 11–60, Bundesinstitut für Berufsbildung, Bonn.
- Sloane, Peter F. E.* (2008) „Experimental Research Designs (ERD) in Vocational Education“, in: Felix Rauner und Rupert MacLean (Hg.), *Handbook of Technical and Vocational Education and Training Research*, 800–807, Heidelberg.
- Sloane, Peter F. E.* (2010) „Geisteswissenschaft“, in: Reinhold Nickolaus; Günter Pätzold; Holger Reinisch und Tade Tramm (Hg.), *Handbuch der Berufs- und Wirtschaftspädagogik*, Bad Heilbrunn (im Druck).
- Soeffner, Hans-Georg* (1989a) „Alltagsverstand und Wissenschaft. Anmerkungen zu einem alltäglichen Missverständnis von Wissenschaft“, in: Hans-Georg Soeffner (Hg.), *Auslegung des Alltags – Alltag der Auslegung: Zur wissenssoziologischen Konzeption einer sozialwissenschaftlichen Hermeneutik*, 10–50, Frankfurt am Main.
- Soeffner, Hans-Georg* (1989b) „Anmerkungen zu gemeinsamen Standards standardisierter und nicht-standardisierter Forschung“, in: Hans-Georg Soeffner (Hg.), *Auslegung des Alltags – Alltag der Auslegung: Zur wissenssoziologischen Konzeption einer sozialwissenschaftlichen Hermeneutik*, 51–65, Frankfurt am Main.
- Spremann, Klaus* (2004) *Valuation: Grundlagen moderner Unternehmensbewertung*, München, Wien.
- Wagner, Franz W.* (1994) „Unternehmensbewertung und vertragliche Abfindungsbemessung“, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 46, 477–498.
- Wallmeier, Martin* (1999) „Kapitalkosten und Finanzierungsprämissen“, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 69, 1473–1490.
- Wilhelm, Jochen* (2005) „Unternehmensbewertung: eine finanzmarkttheoretische Untersuchung“, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 75, 631–6.