

Zahlungsverpflichtungen, bilanzielle Schulden und DCF-Theorie

Von Prof. Dr. Dr. h. c. Lutz Kruschwitz, Prof. Dr. Dr. Andreas Löffler und Dr. Andreas Scholze

In diesem Aufsatz geht es um die Frage, ob und wie eine Bewertungstheorie in der Tradition des Discounted Cashflow auf Unternehmen mit Pensionsrückstellungen, Lieferantenverbindlichkeiten und andere bilanziellen Schulden angewendet werden kann. Es wird diskutiert, welche Eigenschaften bilanzrechtliche Verbindlichkeiten aufweisen müssen, damit sie auch in einer Modigliani-Miller-Welt als Fremdkapital aufgefasst werden können.

I. Problemstellung

Wer ein Unternehmen mit Hilfe von Verfahren des Discounted Cashflow bewertet, folgt einem Paradigma, das sich auf den Beitrag von *Modigliani/Miller*¹ zurückführen lässt: Die Analyse des Marktwerts von verschuldeten bzw. unverschuldeten Unternehmen wird mit Hilfe einer Modellbetrachtung vorgenommen, bei der die Zahlungsansprüche der Kapitalgeber an arbitragefreien Märkten gehandelt werden.

Fremdfinanzierte Unternehmen haben gegenüber eigenfinanzierten Unternehmen den Vorteil, dass sie weniger Ertragsteuern zahlen müssen, weil Fremdkapitalzinsen von den Bemessungsgrundlagen ganz oder mindestens teilweise abgezogen werden können. Der Wertunterschied zwischen fremdfinanzierten und eigenfinanzierten Unternehmen wird als tax shield bezeichnet. Das Ausmaß dieses Steuervorteils ist von verschiedenen Faktoren abhängig: dem Zinssatz, dem Steuersatz und der zukünftigen Höhe des Fremdkapitals (Finanzierungspolitik). Daher spielt es eine Rolle, welche Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens überhaupt als Fremdkapital angesehen werden können und somit Steuervorteile auslösen.

Hat man es mit einem Unternehmen zu tun, das mit Aktien und Anleihen finanziert ist, so fällt die Identifikation der Fremdkapitalbestände des Unternehmens leicht. Und wendet man ein Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) an, um ein derartiges Unter-

nehmen zu bewerten, so gibt es keine nennenswerten Gründe, die dieser Bewertungsmethode entgegen stehen könnten. Wird das Unternehmen dagegen in der Rechtsform einer offenen Handelsgesellschaft betrieben, die mit den Einlagen der Gesellschafter und Kundenanzahlungen finanziert ist, so sollte man mit der Anwendung von DCF-Verfahren wohl etwas vorsichtiger sein, denn die Argumentationslinien in der Tradition von *Modigliani/Miller* lassen sich auf ein so finanziertes Unternehmen nicht ohne Weiteres übertragen.

Aber auch Aktiengesellschaften weisen in ihren Bilanzen Positionen aus, bei denen nicht unmittelbar klar ist, ob sie den Bedingungen genügen, die man im Rahmen der DCF-Theorie mit dem Fremdkapitalbegriff zu verbinden hat. Wir denken beispielsweise an Pensionsrückstellungen, die mitunter eine erhebliche Bedeutung haben. Es gibt eine Reihe von Arbeiten prominenter Autoren, die sich mit der Bewertung von Unternehmen mit Rückstellungen auseinandergesetzt haben.² Die Frage, ob Rückstellungen jedoch überhaupt als Fremdkapital im Sinne einer DCF-Theorie angesehen werden dürfen, wurde

² Siehe beispielsweise *Drukarczyk/Schwetzer*, Mitarbeiterbeteiligung und Unternehmensfinanzierung, DB 1990, S. 1777–1783; *Schwetzer*, Die Kapitalkosten von kurzfristigen Rückstellungen, BFuP 1996, S. 442–466; *Canefield*, Some remarks on the valuation of firms, *The Journal of Valuation*, 4 (1999), S. 23–25; *Drukarczyk/Schüler*, Rückstellungen und Unternehmensbewertung, in: Arnold (Hrsg.), FS Maul, Wiesbaden 2000, S. 5–37; *Schwetzer*, Unternehmensbewertung bei Rückstellungen, Mittelverwendungsannahme und APV-Bewertungsmodell, BFuP 2006, S. 109–127.

¹ *Modigliani/Miller*, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, *American Economic Review*, 48 (1958), S. 261–297.



Prof. Dr. Dr. h.c. Lutz Kruschwitz
Freie Universität Berlin, Institut für Bank- und Finanzwirtschaft



Prof. Dr. Dr. Andreas Löffler
Universität Paderborn, Lehrstuhl für Finanzierung und Investition



Dr. Andreas Scholze
Leibniz-Universität Hannover, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Institut für Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung

in diesen Arbeiten gar nicht gestellt und infolgedessen auch nicht beantwortet. Dabei wirft eine positive Antwort weitere Fragen auf: Wenn Pensionsrückstellungen Fremdkapital im DCF-Sinne darstellen sollten, gilt dies auch für andere Positionen der Passivseite wie Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Kundenanzahlungen, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Wechselverbindlichkeiten, passiver Rechnungsabgrenzungsposten und andere Rückstellungen? Die Frage, ob und auf welche Weise eine Bewertungstheorie in der Tradition des Discounted Cashflow auf Unternehmen mit solchen Verbindlichkeiten angewendet werden kann, wurde in der Literatur nach unserer Meinung bisher nicht hinreichend diskutiert. Ziel des vorliegenden Aufsatzes ist es, einen Beitrag zur Schließung dieser Lücke zu leisten.

Die hier interessierenden Probleme haben nichts mit der Diskussion über den zweckmäßigen Ansatz oder die angemessene Bewertung von Bilanzpositionen zu tun, die von Autoren geführt wird, welche sich mit Fragen der Rechnungslegung auseinandersetzen.³ Wir wollen also nicht klären, ob sämtliche oder einige Rückstellungspositionen mit Marktwerten angesetzt werden sollen, die man gegebenenfalls mit Barwertkalkülen zu berechnen hätte. Die Bewertung einzelner Bilanzpositionen ist nicht Gegenstand dieses Beitrags. Vielmehr wollen wir untersuchen, welche bilanziellen Schulden Zahlungsverpflichtungen repräsentieren, die im Rahmen des DCF-Kalküls als Fremdkapital anzusehen sind. Immer dann, wenn eine solche Zuordnung nicht vorgenommen werden darf, müsste im Rahmen des DCF-Ansatzes von Zahlungsverpflichtungen eines eigenfinanzierten Unternehmens gesprochen werden.

Wir gehen davon aus, dass ein Unternehmen unter der Voraussetzung einer gegebenen Finanzierungspolitik zu bewerten ist. Wie diese konkret beschaffen ist, ob es sich also um eine autonome, wertorientierte oder eine noch

anders zu charakterisierende Politik handelt,⁴ mag offen bleiben.

Im Einzelnen stellen wir folgende Fragen: Was unterscheidet Zahlungsverpflichtungen eines Unternehmens, wenn man sie aus finanzierungstheoretischer Perspektive bzw. aus der Sicht der Rechnungslegung betrachtet? Ist es zweckmäßig, unter bilanziellen Schulden dasselbe zu verstehen wie unter Fremdkapital im Rahmen eines DCF-Kalküls zum Zwecke der Unternehmensbewertung? Schließlich wollen wir wissen, wie bei der Unternehmensbewertung mit bilanziellen Schulden umzugehen ist, wenn und soweit sich herausstellen sollte, dass diese aus DCF-theoretischer Sicht nicht als Fremdkapital angesehen werden dürfen.

II. Zahlungsverpflichtungen unterschiedlichen Typs

Ein Unternehmen, das investieren will, muss Kapital beschaffen. Daraus resultieren Zahlungsverpflichtungen gegenüber den Financiers, die sich in unterschiedlichster Weise charakterisieren lassen.

II.1. Finanzwirtschaftliche Perspektive

Wir fassen die zu bewertende Unternehmung als Institution auf, die im Rahmen ihrer leistungswirtschaftlichen Aktivitäten sowohl auf Beschaffungsmärkten als auch auf Absatzmärkten tätig ist. Darunter verstehen wir Aktivitäten wie Investitionen, die Beschaffung von Produktionsfaktoren sowie die Produktion und den Absatz von Gütern und Dienstleistungen. Das Gesamtpaket aller leistungswirtschaftlichen Aktivitäten nennen wir Investitionsprogramm. Entscheidungen, die im Rahmen dieser Aktivitäten getroffen werden, bezeichnen wir entsprechend als Investitionsentscheidungen.

Die für die Finanzierung des Investitionsprogramms benötigten Zahlungsmittel werden auf dem Kapitalmarkt gegen Einräumung künftiger Auszahlungsansprüche beschafft. Dabei wird grundsätzlich zwischen kontraktbestimmten (fremdfinanzierten) und re-

sidualbestimmten (eigenfinanzierten) Ansprüchen unterschieden. Entscheidungen, die im Zusammenhang mit der Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital sowie mit der Verteilung des freien Cashflows an die Kapitalgeber stehen, werden als Kapitalstrukturentscheidungen bezeichnet. Die Kapitalstrukturentscheidung setzt gedanklich die Planung des Investitionsprogramms voraus. Ein Unternehmen ist eigenfinanziert oder unverschuldet, wenn es die Finanzierungsmittel für sein Investitionsprogramm ausschließlich bei Kapitalgebern einwirbt, die sich in der Rechtsstellung von Eigentümern befinden. Ein eigenfinanziertes Unternehmen trifft keine Kapitalstrukturentscheidung, da es den freien Cashflow in jeder Periode an die Eigentümer auszahlt.

II.2. Rechnungslegungsperspektive

Das bilanzielle Eigenkapital eines Unternehmens (das Reinvermögen) erhält man, indem man die Summe der Schulden von der Summe der Vermögensgegenstände subtrahiert.⁵ Dabei verkörpern Vermögensgegenstände künftige Zahlungs- oder Sachleistungsansprüche, Schulden hingegen künftige Zahlungs- oder Sachleistungspflichten.⁶

Interessiert man sich für den Buchwert des Eigenkapitals eines unverschuldeten Unternehmens, so setzt dieser sich zwangsläufig aus Posten zusammen, die ausschließlich ein Ergebnis der Planung des Investitionsprogramms sind. Das ist offensichtlich, wenn man die Aktivseite der Bilanz genauer betrachtet: Dort finden sich aktivierte Investitionsauszahlungen, wie etwa Maschinen, Vorräte oder Patente, weil sie der künftigen Umsatzerzielung dienen. Allerdings stehen dort auch Positionen, die deshalb Einzahlungen erwarten lassen, weil in der Vergangenheit Leistungen erbracht wurden, wie etwa Forderungen aus Liefere-

³ Siehe dazu beispielsweise *Ballwieser*, Grundsätze der Aktivierung und Passivierung, in: Castan u. a. (Hrsg.), *Becksches Handbuch der Rechnungslegung*, Kap. B 131, München 2002.

⁴ Siehe *Kruschwitz/Löffler*, *Discounted Cash Flow – A Theory of the Valuation of Firms*, Chichester 2006, und *Lobe*, *Unternehmensbewertung und Terminal Value*, Frankfurt am Main 2006, mit geeigneten Hinweisen.

⁵ Gemäß § 246 Abs. 1 HGB enthält eine nach deutschem Handelsrecht aufgestellte Bilanz nicht nur sämtliche Vermögensgegenstände und Schulden, sondern auch so genannte „Rechnungsabgrenzungsposten“. Aktive (passive) Rechnungsabgrenzungsposten werden im Folgenden vereinfachend den Vermögensgegenständen (Schulden) subsumiert.

⁶ Siehe hierzu ausführlich *Moxter*, *Bilanzrechtssprechung*, 6. Aufl., Tübingen 2007, S. 6 ff. und S. 84 ff., und *Baetge/Kirsch/Thiele*, *Bilanzen*, 8. Aufl., Düsseldorf 2005, S. 154 ff. und S. 391 ff.

rungen und Leistungen. Aktive Rechnungsabgrenzungsposten verkörpern überhaupt keine Einzahlungsansprüche, sondern vielmehr den Anspruch auf eine künftig vom Vertragspartner noch zu erbringende Sachleistung, wie etwa die Zurverfügungstellung von Geschäftsräumen.

Im Fall einer anteilig fremdfinanzierten Unternehmung sind in der Bilanz neben dem Eigenkapitalbuchwert auch noch Schulden ausgewiesen. Es ist offensichtlich, dass sich die aus der Planung des Investitionsprogramms ergebenden Zahlungs- oder Leistungsverpflichtungen in bilanziellen Schulden niederschlagen können. Nicht offensichtlich aber ist, ob alle derartigen Verpflichtungen bilanzielle Schulden darstellen müssen. Um diese Frage zu beantworten, empfiehlt es sich, genauer zu klären, welche Typen von Zahlungsverpflichtungen es gibt.

II.2.1. Tatsächliche Zahlungsverpflichtungen

Die weitaus meisten Auszahlungen ergeben sich aus Verträgen, die das Unternehmen freiwillig abschließt. Darüber hinaus fallen Auszahlungen aufgrund gesetzlicher Vorschriften an, wobei insbesondere an öffentliche Abgaben zu denken ist. Schließlich gibt es Auszahlungen, die von einem Unternehmen ohne das Vorliegen von Rechtsverpflichtungen nur deshalb geleistet werden, weil es sonst wirtschaftliche Nachteile erleiden müsste. Hier sind Kulanzleistungen für fehlerhafte Produkte über den Gewährleistungszeitraum hinaus oder auch freiwillige soziale Leistungen zu nennen. Immer dann, wenn Auszahlungen wegen rechtlicher Vorschriften oder aus wirtschaftlichen Gründen unvermeidbar sind, können wir von Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens sprechen. Aus der Perspektive des Empfängers der Geldleistung handelt es sich um (nicht unbedingt sichere) Zahlungsansprüche. Uns interessieren in diesem Zusammenhang nur Zahlungsverpflichtungen gegenüber Außenstehenden (Außenverpflichtungen), die in der Zukunft aufgrund eines in der Vergangenheit liegenden Ereignisses erfüllt werden müssen.

Will man die Zahlungsverpflichtungen eines Unternehmens präzise beschreiben, so muss man Angaben über den Betrag und den Fälligkeitszeitpunkt machen. Man braucht darüber hinaus

Informationen, ob die Zahlungsverpflichtung an die Erbringung von Gegenleistungen oder das Eintreten irgendwelcher Bedingungen gekoppelt ist. Um Missverständnisse zu vermeiden, sei betont, dass diejenigen, welche wirtschaftlichen Anspruch auf Zahlungen des Unternehmens haben, sich entweder in der Rechtsstellung eines Eigentümers befinden oder nicht. Im ersten Fall ist an Gesellschafter zu denken, im zweiten an Kreditgeber. Die anspruchsberechtigten Zahlungsempfänger sind zumeist nicht gleichberechtigt. Typischerweise genießen die Fremdkapitalgeber Vorrang vor den Eigentümern.

Betrachtet man die Summe aller insoweit absehbaren Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens, könnte man von den tatsächlichen Zahlungsverpflichtungen sprechen.

II.2.2. Passivierte Zahlungsverpflichtungen

Konzentrieren wir uns nun auf eine Bilanz, die nach gesetzlich kodifizierten Vorschriften zu einem bestimmten Stichtag aufgestellt wird. Gleichgültig, ob es sich um eine Bilanz nach deutschem Handelsrecht oder um eine Bilanz nach internationalen Rechnungslegungsnormen handelt, ist davon auszugehen, dass sie nicht sämtliche Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens im zuvor erörterten Sinne ausweist.

Diese Behauptung kann man für den Fall der Verbindlichkeiten so begründen: Zwar schreibt § 246 Abs. 1 HGB vor, dass alle am Stichtag bestehenden Schulden zu passivieren sind. Ob im Einzelfall tatsächlich eine passivierungspflichtige Schuld vorliegt, wird jedoch aus den Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung (GoB) abgeleitet, die durch so genannte Passivierungsgrundsätze näher konkretisiert werden.⁷ Zum einen muss der Grundsatz wirtschaftlicher Vermögensbelastung erfüllt sein; es muss also eine tatsächliche Zahlungsverpflichtung des Unternehmens im oben genannten Sinne vorliegen.

Eine tatsächliche Zahlungsverpflichtung wird jedoch erst dann zu einer passivierungspflichtigen Schuld führen,

wenn diese zusätzlich im Bilanzierungszeitpunkt auch hinreichend greifbar, das heißt quantifizierbar und wahrscheinlich, ist. Insoweit wird an einem Stichtag nur ein Teil der tatsächlichen Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens ausgewiesen. Beispielsweise führen schwebende Geschäfte, wie ungekündigte Arbeits- und Mietverträge, zu tatsächlichen Zahlungsverpflichtungen. Diese werden jedoch grundsätzlich nicht passiviert, da sie durch die ihnen zuordenbaren Leistungsansprüche aus dem schwebenden Vertrag wirtschaftlich kompensiert werden (Ausgeglichenheitsvermutung).⁸ Ebenso stellen Zahlungsverpflichtungen aus Rechtsverbindlichkeiten, die wirtschaftlich (noch) nicht vermögensbelastend sind, keine passivierungspflichtigen Schulden dar.⁹

Neben Geboten und Verboten existieren bei den Passivierungsgrundsätzen auch Wahlrechte.¹⁰ Werden solche Wahlrechte in geeigneter Weise genutzt, können bestehende Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens in den Bilanzen nicht vollständig erkannt werden.

Zusammenfassend wird man davon ausgehen können, dass die Summe der bilanziell ausgewiesenen Zahlungsverpflichtungen deutlich kleiner ist als die Summe der tatsächlichen Zahlungsverpflichtungen.

II.2.3. Gehandelte Zahlungsverpflichtungen

Für sehr viele Zahlungsverpflichtungen eines Unternehmens gilt, dass sie in schriftlicher Form fixiert werden. Dabei handelt es sich zunächst um nicht mehr als um Beweisurkunden, um Papiere also, mit denen die Zahlungsempfänger

⁸ Siehe Böcking, a.a.O. (Fn. 7), S. 135 ff. Erst bei einer objektiv greifbar gewordenen Unausgeglichenheit ist ein drohender Aufwandsüberschuss aus dem schwebenden Geschäft aufgrund des Imparitätsprinzips gem. § 249 Abs. 1 Satz 1 HGB als Drohverlustrückstellung zu passivieren.

⁹ Reaktivierungsaufwendungen oder Entfernungsverpflichtungen bei Kernkraftwerken können hier als Beispiele genannt werden, da sie aufgrund des Realisationsprinzips nicht sofort im rechtlichen Entstehungszeitpunkt in voller Höhe passiviert werden dürfen; siehe Moxter, Rückstellungskriterien im Streit, ZfbF 1995, S. 311–326.

¹⁰ Artikel 28 Abs. 1 EGHGB gestattet ausdrücklich die Nichtansetzung von Rückstellungen für Pensionsansprüche, die vor dem 01.01.1987 erworben worden sind.

⁷ Siehe hierzu ausführlich Böcking, Verbindlichkeitsbilanzierung – Wirtschaftliche versus formalrechtliche Betrachtungsweise, Wiesbaden 1994, S. 33 ff.

ihre Ansprüche in Streitfällen vor Gericht glaubhaft machen können. Von Verbriefung der Zahlungsverpflichtung wird dann gesprochen, wenn Wertpapiere ausgestellt werden, mit denen sich die Ansprüche geltend machen lassen. Eine Urkunde ist dann ein Wertpapier, wenn für sie die Regel gilt, dass dem jeweiligen Eigentümer des Papiers auch das darin verbriefte Recht zusteht.¹¹ Mit anderen Worten: Ein Unternehmen verpflichtet sich dazu, bestimmte Zahlungen nicht notwendigerweise an den ursprünglichen Vertragspartner zu leisten, sondern an denjenigen, der das Wertpapier bei Fälligkeit präsentiert. Der ursprüngliche Vertragspartner des Unternehmens gewinnt dadurch, dass er seine Zahlungsansprüche gegenüber dem Unternehmen auf einfache Art und Weise an Dritte übertragen kann, ein hohes Maß an Flexibilität. Typischerweise finden wir diese Art der Verbriefung bei den Zahlungsansprüchen der Eigentümer von Aktiengesellschaften in Form von Aktien und Genussscheinen, bei den Zahlungsansprüchen von langfristigen Kreditgebern in Form von Schuldverschreibungen und den Zahlungsansprüchen von kurzfristigen Kreditgebern in Form von Wechseln und Schecks. Pensionsverpflichtungen gegenüber Mitarbeitern, Zahlungsverpflichtungen gegenüber Lieferanten aufgrund von Lieferungen und Leistungen oder Kulanzrückstellungen pflegt man nicht zu verbrieft.¹² Aufgrund ihrer Ausgestaltung erfüllen verbrieft Zahlungsverpflichtungen aus der Pers-

pektive des Unternehmens immer die Verbindlichkeitskriterien einer passivierungspflichtigen Schuld, da Betrag und Fälligkeitszeitpunkt der Auszahlungen vertraglich fixiert sind.

Wenn Zahlungsverpflichtungen verbrieft sind, haben es die Zahlungsempfänger leicht, ihre Ansprüche an Dritte zu übertragen. Falls die Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind und der entsprechende Markt hinreichend liquide ist, finden die Inhaber der Titel rasch Marktteilnehmer, die dazu bereit sind, ihnen ihre Ansprüche zu ökonomisch vernünftigen Bedingungen abzukufen. In diesem Fall sprechen wir davon, dass die Zahlungsverpflichtungen nicht nur verbrieft sind, sondern sogar gehandelt werden.

Zwar kann davon ausgegangen werden, dass verbrieft Verpflichtungen im Allgemeinen gehandelt werden können,¹³ jedoch muss betont werden, dass Verbriefung nur eine hinreichende Bedingung für die Handelbarkeit von Zahlungsverpflichtungen ist. Sie ist nicht unbedingt notwendig, wie man sich am Beispiel von Zahlungsverpflichtungen gegenüber Kreditinstituten klar machen kann.¹⁴ Einzelne Bankkredite werden üblicherweise nicht verbrieft. Sofern solche Kredite jederzeit aufgenommen und auch wieder getilgt werden können, lässt sich trotzdem davon sprechen, dass sich die mit ihnen verbundenen Zahlungsverpflichtungen handeln lassen. Der Verkauf einer Anleihe unterscheidet sich insoweit ebenso wenig von der Aufnahme eines Bankkredits wie sich der Rückkauf der Anleihe von der Tilgung eines Bankkredits unterscheidet. Im ersten Fall nehmen die Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens zu, im zweiten Fall nehmen sie ab.

III. Fremdkapital in der DCF-Theorie

Wer ein Unternehmen mit Hilfe eines DCF-Verfahrens bewerten muss, hat die Wahl zwischen verschiedenen Konzepten. Entscheidet er sich für ein Entity-Verfahren, so ist in einem ersten Schritt der Marktwert des Gesamtkapitals zu ermitteln. Davon ist in einem zweiten Schritt der Marktwert des Fremdkapitals zu subtrahieren. Wer entsprechend vorgeht, muss Fremdkapital zwangsläufig so definieren, dass sich sein Marktwert feststellen lässt. Jede Fremdkapitaldefinition, die das verhindert, ist im Rahmen der DCF-Theorie unzweckmäßig.

Zieht man vor, mit einem Equity-Verfahren zu arbeiten, so benötigt man die Eigenkapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens. Wenn das zu bewertende Unternehmen selbst nicht börsennotiert ist, muss man auf die Eigenkapitalkosten vergleichbarer Unternehmen zurückgreifen und berücksichtigen, dass das zu bewertende Unternehmen womöglich eine andere Verschuldungspolitik betreibt als die verfügbaren Vergleichsunternehmen. Diese Tatsache erfordert ein Unlevering und Relevering der beobachtbaren Eigenkapitalkosten. Benutzt man dabei die üblichen Anpassungsformeln von Modigliani/Miller oder Miles/Ezzell¹⁵, so benötigt man Fremdkapitalquoten oder Verschuldungsgrade, die in Marktwerten zu messen sind. Daher muss auch bei dieser Vorgehensweise der Begriff des Fremdkapitals so gewählt werden, dass sich sein Marktwert feststellen lässt. Alles andere wäre erneut unzweckmäßig. Alles in allem geben die DCF-Verfahren damit eine klare Leitlinie vor, die man strikt beachten muss, wenn man wissenschaftlich rigoros arbeiten will. Fremdkapital muss im Rahmen der DCF-Theorie so definiert werden, dass sich sein Marktwert ermitteln lässt.

11 Man spricht in einem solchen Fall davon, dass „das Recht aus dem Papier dem Recht am Papier folgt“.

12 Betriebliche Pensionszusagen, die schriftlich erteilt wurden, werden nach § 6a EStG steuerlich anerkannt und können die Bildung einer Pensionsrückstellung auslösen. Allerdings handelt es sich bei dieser schriftlichen Zusage keinesfalls um ein Wertpapier, das der Inhaber des Zahlungsanspruchs (in diesem Fall der Arbeitnehmer) veräußern könnte.

Insbesondere dort, wo es sich um Zahlungsverpflichtungen mit langen Laufzeiten handelt, gibt es bei den Anspruchsberechtigten zweifellos stets ein Interesse an der Verbriefung. Hätten sie nämlich Wertpapiere in der Hand, mit denen sich die Forderungen durchsetzen lassen, so wäre eine gute Grundlage vorhanden, die Ansprüche im Bedarfsfall durch den Verkauf dieser Titel kurzfristig zu liquidieren. Die Gründe dafür, warum es nicht üblich ist, die hier genannten Forderungen zu verbrieft, verdienen zweifellos Interesse, können an dieser Stelle aber dennoch nicht diskutiert werden.

13 Hier gibt es seltene Ausnahmen, beispielsweise vinkulierte Aktien oder Belegschaftsaktien mit Sperrfrist.

14 Der Verbriefungsmarkt für Forderungen der Kreditinstitute hat im Zusammenhang mit der aktuellen Finanzmarktkrise eine bedeutende Rolle gespielt. Wir diskutieren hier aber nicht die Gläubigersseite, sondern richten unser Augenmerk strikt auf den Schuldner. Es geht also einzig und allein um die Frage, ob dessen Zahlungsverpflichtungen gegenüber einer Bank als handelbare Position angesehen werden können.

15 Modigliani/Miller, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital – A Correction, American Economic Review, 53 (1963), S. 433–443, und Miles/Ezzell, The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 15 (1980), S. 719–730.

III.1. Duplikation von Zahlungsansprüchen und -verpflichtungen

Die DCF-Theorie beruht auf finanzierungstheoretischen Grundlagen, die sich sehr präzise beschreiben lassen. Diese Tatsache erlaubt es, Annahmen, Sätze und Beweise der Theorie mathematisch stringent zu formulieren. Das hat Vor- und Nachteile. Ein nennenswerter Vorteil besteht darin, dass man bei der Entwicklung von Bewertungsgleichungen ein Instrumentarium benutzen kann, mit dem sich logisch prüfen lässt, ob die Bewertungsgleichung korrekt ist oder nicht. Ein nicht zu unterschätzender Nachteil besteht darin, dass der Formalismus nicht immer leicht zu durchschauen ist und daher die Kommunikation mit dem einen oder anderen Anwender mitunter schwierig wird.

Um die finanzierungstheoretischen Grundlagen der DCF-Verfahren im Kern zu erfassen, muss man strikt zwischen so genannten Finanztiteln und einem Bewertungsobjekt (zum Beispiel dem Fremdkapital eines zu bewertenden Unternehmens) unterscheiden.¹⁶ Obwohl wir nicht auf Details eingehen wollen, müssen zumindest wichtige Elemente des Modells beschrieben werden. Die Theorie beschreibt den Kapitalmarkt, an dem ein Investor agieren kann, genauer. Für einen Investor stellt der Kapitalmarkt nichts anderes als eine Menge handelbarer Assets dar, die zukünftige Zahlungen versprechen. Diese Assets werden Finanztitel genannt.¹⁷ Wer solche Titel kauft, erwirbt Ansprüche auf künftige Zahlungen; wer Finanztitel verkauft, übernimmt die Verpflichtung, später Zahlungen leisten zu müssen. Die wichtigsten Annahmen, welche in Bezug auf Finanztitel getroffen werden, sind Folgende:

1. Finanztitel sind beliebig teilbar und können vervielfacht werden.
2. Finanztitel können beliebig zu Portfolios zusammengelegt werden; dabei sind auch Leerverkäufe möglich.
3. Finanztitel haben einen eindeutigen Preis.

Damit die DCF-Theorie zu eindeutigen Ergebnissen führt, müssen zwei weitere

Eigenschaften erfüllt sein: Der Kapitalmarkt darf nicht redundant sein,¹⁸ und er muss arbitragefrei sein.¹⁹ Diese zweite Bedingung ist von erheblicher Bedeutung. Sie besagt, dass man durch bloßes Umschichten der Finanztitel deren Wert nicht verändern kann.

Nach diesen Vorbereitungen können wir daran gehen, ein Unternehmen zu bewerten. Aus Gründen der Zweckmäßigkeit werden wir zunächst unterstellen, dass dieses Unternehmen kein Fremdkapital aufgenommen hat und auch in Zukunft kein Fremdkapital aufnehmen wird.²⁰ Wir konzentrieren uns also auf ein vollkommen unverschuldetes Unternehmen. Bei dem Unternehmen handelt es sich nicht um einen Finanztitel, sondern um einen weiteren „Vermögensgegenstand“, der seinen Eigentümern unsichere künftige Einzahlungen verspricht. Die Bewertung dieses Vermögensgegenstandes gelingt nun genau dann, wenn es möglich ist, die für das unverschuldete Unternehmen charakteristischen künftigen unsicheren Einzahlungen exakt durch Finanztitel zu rekonstruieren. Ein Portfolio aus Finanztiteln, das dies leistet, bezeichnet man als Duplikationsportfolio. Mit Hilfe eines leicht nachvollziehbaren Vergleichs lässt sich das Konzept der Duplikation auch wie folgt veranschaulichen: Jemand möge die Absicht haben, seine Familienangehörigen vor den finanziellen Risiken zu schützen, mit denen sie im Fall seines vorzeitigen Ablebens zu kämpfen hätten, und darüber hinaus über ein nennenswertes Kapital zu verfügen, wenn er eine bestimmte Altersgrenze erreicht. Wer diese beiden Ziele verfolgt, besitzt grundsätzlich zwei Möglichkeiten: Entweder entscheidet er sich für eine Kapital-Lebensversicherung und erreicht beide Ziele mit einem „fertigen Paket“; oder er kombiniert einen Sparplan mit einer reinen Risiko-Lebensversicherung, erwirbt also sozusagen die Ein-

zelteile und baut die Kapital-Lebensversicherung im „Do-it-yourself-Verfahren“ nach.²¹ Kennt man die Struktur dieses Portfolios, so lässt sich annahmegemäß berechnen, welchen Preis man für Ansprüche auf äquivalente künftige unsichere Zahlungen zahlen müsste, wenn man das nicht durch Kauf des unverschuldeten Unternehmens erreichen will. Anders gesagt: Kennt man den Preis der Einzelteile der Kapital-Lebensversicherung, so weiß man auch, was ein vernünftiger Investor höchstens für den Preis der bereits „fertig montierten“ Lebensversicherung bezahlen würde, nämlich genau den Preis des Duplikationsportfolios. Um zu dieser Schlussfolgerung zu gelangen, müssen wir allerdings noch eine wichtige Voraussetzung nennen, die bisher verschwiegen wurde. Das zu bewertende Unternehmen (die Kapital-Lebensversicherung) muss ebenso wie das Duplikationsportfolio (die „Einzelteile“) gekauft bzw. verkauft werden können. Nur dann nämlich, wenn sich sowohl die financial assets als auch das real asset handeln lassen, kann eine eventuell vorhandene Preisdifferenz in einen Arbitragegewinn umgemünzt werden. Und nur dann folgt aus der Arbitragefreiheitsbedingung die Identität der Preise. Der Preis des Duplikationsportfolios entspricht unter diesen Voraussetzungen dem Marktwert des zu bewertenden Unternehmens.

Ganz entsprechend kann vorgegangen werden, um den Marktwert des Fremdkapitals einer verschuldeten Unternehmung zu ermitteln. Zunächst sind die mit dieser Fremdkapitalposition verbundenen künftigen Zahlungsverpflichtungen zu identifizieren. Im Anschluss daran ist ein Duplikationsportfolio zusammenzustellen, das in Bezug auf Zeitpunkt, Höhe und Risiko dieselben Zahlungsverpflichtungen generiert wie die zu bewertende Fremdkapitalposition. Unter der Voraussetzung, dass die Zahlungsverpflichtungen des verschuldeten Unternehmens gehandelt werden können, beläuft sich ihr Marktwert auf den Preis des Duplikati-

¹⁸ Diese Bedingung ist eher technischer Natur. Sie bedeutet, dass kein Finanztitel durch andere Finanztitel „nachgebaut“ (dupliziert) werden kann. Diese Annahme ist unkritisch, denn sie impliziert nur, dass der Nachbau eines Portfolios auf eindeutige Art und Weise gelingt.

¹⁹ Aus der Arbitragefreiheit des Kapitalmarktes folgt dann, dass alle Finanztitel einen Kapitalwert (net present value) von null besitzen müssen.

²⁰ Das Unternehmen wird auch als Realinvestition oder real asset bezeichnet.

²¹ Wir gehen von der Annahme aus, dass die Kosten des „Montierens“ der Einzelteile vernachlässigt werden können. Wir sehen im Rahmen dieses Beispiels ferner davon ab, dass beide Alternativen womöglich unterschiedlich besteuert werden.

¹⁶ Vgl. dazu beispielsweise *Irle*, Finanzmathematik – Die Bewertung von Derivaten, 2. Aufl., Stuttgart 2003, Kap. 3. (S. 61 ff.).

¹⁷ Man spricht auch von Finanzinvestitionen, financial assets oder Basistiteln.

onsportfolios. Anderenfalls gäbe es eine Arbitragegelegenheit.

Abschließend wollen wir auf einen wichtigen Sachverhalt aufmerksam machen, der für finanzierungstheoretisch nicht versierte Leser überraschend sein mag. Wenn wir von Finanztiteln sprechen, so werden viele eine klare Vorstellung davon besitzen, um welche Wertpapiere es sich dabei konkret handeln mag. Jedoch ist die Frage, ob ein konkretes Wertpapier im theoretischen Sinn einen Finanztitel darstellt, von Bedingungen abhängig, auf die wir hier nicht eingegangen sind, um die Nachvollziehbarkeit unserer grundsätzlichen Argumentation nicht mit Details zu überfrachten. Beispielsweise darf aber ein Finanztitel keinen positiven Kapitalwert (net present value) aufweisen, weil sonst der Markt nicht mehr arbitragefrei wäre; welchen Barwert aber ein Finanztitel besitzt,²² hängt unter anderem auch vom risikolosen Zins und den Preisen anderer Finanztitel ab. Ob ein Wertpapier im theoretischen Sinne einen Finanztitel darstellen kann, ist also kein absoluter, an jedem Ort und zu jedem Zeitpunkt feststehender Sachverhalt. Vielmehr handelt es sich um eine relative Eigenschaft. Das gilt dann aus logischen Gründen auch für die Frage der Duplizierbarkeit eines realen Assets. Ob künftige Zahlungsverpflichtungen nachgebaut werden können oder nicht, hängt also ganz wesentlich davon ab, welche Titel man vorher als Finanztitel identifiziert hat.

Die hier vorgestellten Überlegungen gelten sowohl für ein Ein-Perioden-Modell wie auch für Modelle mit mehreren Perioden. Allerdings tritt im Mehrperioden-Modell an die Stelle des Duplikationsportfolios eine duplizierende Handelsstrategie.²³

22 Unter dem Barwert eines Finanztitels verstehen wir jenen Wert, der sich ergibt, wenn man die für ihn charakteristischen Cashflows mit den angemessenen Kapitalkosten diskontiert. Dieser Wert ist regelmäßig positiv. Der Kapitalwert ergibt sich aus dem Barwert, indem man davon den Preis des Finanztitels abzieht. Wenn dieser Wert sich auf null beläuft, so impliziert das, dass man seinen Wohlstand durch Kauf bzw. Verkauf von Finanztiteln nicht verändern kann. Daraus folgt, dass nur der Erwerb von Realinvestitionen Einfluss auf den Wohlstand haben kann.

23 Siehe dazu *Irlle*, a.a.O. (Fn. 16), Abschn. 3.2.

III.2. Zum Umgang mit nicht gehandeltem Fremdkapital

Häufig wird man es bei der praktischen Unternehmensbewertung mit Situationen zu tun haben, in denen die Bilanzen der zu bewertenden Unternehmen Schulden ausweisen, die im DCF-theoretischen Sinne kein Fremdkapital darstellen. Dabei ist übrigens ganz gleichgültig, ob es sich um Bilanzen am Bewertungsstichtag oder Planbilanzen handelt, die der Bewerter zur Grundlage seiner Überlegungen macht. Es stellt sich die grundsätzliche Frage, wie im Rahmen eines DCF-Kalküls mit solchen Positionen umzugehen ist. Wir wollen das exemplarisch an zwei Beispielen diskutieren und konzentrieren uns zu diesem Zweck zum einen auf Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und zum anderen auf Pensionsrückstellungen. In beiden Fällen kann davon ausgegangen werden, dass keine Wertpapiere gehandelt werden, die die damit verbundenen Zahlungsverpflichtungen verbiefen. Wir wollen daher davon ausgehen, dass es sich nicht um Fremdkapital im DCF-theoretischen Sinne handelt. Sollten keine weiteren Zahlungsverpflichtungen an Nicht-Eigentümer in den Bilanzen ausgewiesen sein, liegt mithin DCF-theoretisch ein unverschuldetes Unternehmen vor.

Es darf unterstellt werden, dass kein Skonto gewährt wird, wenn das zu bewertende Unternehmen den Lieferantenkredit in Anspruch nimmt. Es darf ferner unterstellt werden, dass die daraus resultierenden relativ höheren Anschaffungskosten für Produktionsfaktoren bei den ertragsteuerlichen Bemessungsgrundlagen abgezogen werden dürfen. Mithin führt die Inanspruchnahme von Lieferantenkredit zu Steuervorteilen, die bei der Bewertung des Unternehmens zu berücksichtigen sind. Diese können problemlos dadurch abgebildet werden, dass die (nicht um den Skonto verminderten) Anschaffungsauszahlungen periodengerecht – also im Zeitpunkt ihrer Entrichtung – bei den freien Cashflows in Abzug gebracht werden.

Diese Tatsache bedeutet aber nicht, dass von einem im DCF-theoretischen Sinne verschuldeten Unternehmen gesprochen werden könnte. Wenn das Unternehmen Geschäftsräume mietet oder Kraftfahrzeuge least, so mindern der monatliche Mietzins bzw. die mo-

natliche Leasingrate ja ebenfalls die steuerliche Bemessungsgrundlage, ohne dass es bewertungstechnisch geboten wäre, von einem verschuldeten Unternehmen zu sprechen. Auch unverschuldete Unternehmen kommen nämlich in den „Genuss von Steuerersparnissen“, wenn sie Mietsteigerungen oder zunehmende Leasingraten hinnehmen müssen. Relativ höhere Anschaffungskosten bei Lieferanten spielen insoweit keine andere Rolle als Mieten oder Leasingraten, die an einen Vermieter bzw. Leasinggeber abzuführen sind.

Wenn ein Unternehmen Pensionszusagen zu Gunsten seiner Beschäftigten abgibt, geht es Zahlungsverpflichtungen mit unsicherem Charakter ein. Diese Zahlungen mindern die freien Cashflows des Unternehmens ebenso wie Mieten und Leasingraten. Darüber hinaus kommt das Unternehmen in den Genuss von Steuervorteilen, wobei deren Höhe und Zeitpunkt (auch) davon abhängig ist, ob und in welchem Umfang Pensionsrückstellungen gebildet werden. Kein verständiger Mensch wird bezweifeln wollen, dass Pensionszusagen und die damit einhergehenden Steuerersparnisse wertrelevant sind. Und niemand behauptet, dass es einfach wäre, deren Wertbeitrag zu ermitteln. Aber auch das macht wieder nicht zwingend erforderlich, von einem im DCF-theoretischen Sinne verschuldeten Unternehmen zu sprechen. Vielmehr reicht es völlig aus, die Zahlungen an pensionierte Mitarbeiter sowie die daraus und aus der Rückstellungsbildung bzw. -auflösung resultierenden Steuerzahlungen zeitlich korrekt bei den freien Cashflows zu berücksichtigen.

Wir wollen abschließend einen wichtigen Sachverhalt ansprechen, der die Bewertung von Unternehmen mit nicht gehandeltem Fremdkapital betrifft. Ob ein Unternehmen aufgrund seiner Geschäftspolitik hohe oder geringe, sichere oder riskante Steuervorteile realisieren kann, hängt von den Details dieser Geschäftspolitik ab. So könnte ein Unternehmen das Ziel verfolgen, in der Zukunft eine bestimmte Fremdkapitalquote zu realisieren. Dabei gibt es (mindestens) zwei Möglichkeiten: Entweder misst man die Fremdkapitalquote in Marktwerten oder man verwendet Buchwerte, greift also auf Bilanzgrößen zurück. Beschreitet man den zweiten Weg, so können selbstverständlich auch

Fremdkapitalpositionen berücksichtigt werden, die nicht in Form von Wertpapieren verbrieft sind und infolgedessen nicht gehandelt werden. Dann ist auch denkbar, ein Unternehmen bewerten zu müssen, dessen in Buchwerten gemessene Fremdkapitalquote zukünftig bestimmte Werte erreichen soll. Möglicherweise ist das ein Unternehmen, welches Lieferantenkredit und Pensionsrückstellungen in seinen Bilanzen ausweist und von uns oben als (im DCF-theoretischen Sinne) unverschuldetes Unternehmen charakterisiert worden ist. Wie geeignete Bewertungsgleichungen für den hier skizzierten Fall gewonnen werden können, ist in der Literatur bisher nicht hinreichend intensiv erörtert worden.²⁴

²⁴ Erste Überlegungen in dieser Richtung findet man in *Essler/Kruschwitz/Löffler*, Zur Anwendung des WACC-Verfahrens bei vorgegebener

IV. Zusammenfassung

Will man ein verschuldetes Unternehmen mit Hilfe eines Verfahrens bewerten, das in der Tradition eines DCF-Kalküls steht, so muss der Marktwert des Fremdkapitals ermittelt werden können. Das ist finanzierungstheoretisch typischerweise nur möglich, wenn die entsprechenden Zahlungsverpflichtungen verbrieft sind und ein Handel mit entsprechenden Wertpapieren statt-

bilanzieller Verschuldung, BFuP 2004, S. 134–147; *Essler/Kruschwitz/Löffler*, Wie sind Unternehmen zu bewerten, wenn ihr Verschuldungsgrad nicht in Markt-, sondern in Buchwerten gemessen wird?, BB 2005, S. 595–600; *Kruschwitz/Löffler*, a.a.O. (Fn. 4), S. 79 ff., und *Scholze*, Discounted Cashflow und Jahresabschlussanalyse – Zur Berücksichtigung externer Rechnungslegungsinformationen in der Unternehmensbewertung, Frankfurt am Main 2009, S. 131 ff.

findet. Solche Bedingungen sind für zahlreiche Zahlungsverpflichtungen, die man in Bilanzen abzubilden pflegt, nicht gegeben. Daraus folgt, dass DCF-theoretisches Fremdkapital und bilanzielle Schulden begrifflich auseinanderfallen.

Dem steht zumindest prinzipiell nicht entgegen, Unternehmen mit einem DCF-Kalkül zu bewerten, die in ihren Bilanzen Schulden ausweisen und DCF-theoretisch gleichwohl als unverschuldet anzusehen sind. Allerdings lässt sich Forschungsbedarf identifizieren, soweit es um die Bewertung von Unternehmen geht, die Zielkapitalstrukturen verfolgen, welche nicht in Marktwerten, sondern in Buchwerten gemessen werden.

Anzeige
180 x 135 mm (sw)