

Prof. Dr. Lutz Kruschwitz / Dr. Dr. Andreas Löffler, beide Freie Universität Berlin

Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung

I. Einleitung

Sowohl beim Ertragswertverfahren als auch bei den DCF-Methoden der Unternehmensbewertung muß man regelmäßig davon ausgehen, daß das Unternehmen noch eine lange Zukunft vor sich hat. Man pflegt zu unterstellen, daß das Unternehmen buchstäblich „ewig“ existieren wird. Die Begründung für ein solches Konzept hat absolut nichts mit grenzenlos optimistischer Wirklichkeitsferne der Unternehmensbewerter, sehr viel aber mit pragmatischer Bequemlichkeit zu tun. Man vermeidet eine Antwort auf die unangenehme Frage, wann die Unternehmenstätigkeit beendet wird und welche Zahlungen dann ggf. anfallen. Die Rechtfertigung für die Vorstellung vom ewig lebenden Unternehmen sucht man darin, daß die Diskontierungsfaktoren um so näher bei null sind, je weiter der Zeitpunkt des Ertrags bzw. Cash-flows in der Zukunft liegt. Der HFA des IDW schrieb in diesem Zusammenhang: „die wertmäßige Bedeutung der zukünftigen Ergebnisse [wird] mit zunehmender zeitlicher Entfernung vom Bewertungsstichtag immer geringer“¹⁾.

II. Suboptimum besser als Optimum?

Wenn Manager beim Aufspüren und Verwirklichen attraktiver Investitionsprojekte erfolgreich sind und außerdem im Interesse der Eigentümer handeln, so sollte das von ihnen geführte Unternehmen einen positiven Wert haben. Um zu zeigen, daß eine solche Konsequenz durchaus nicht zwangsläufig ist, gehen die Verf. von folgenden drei Annahmen aus:

1. Das Unternehmen werde von Managern geführt, die engagiert und kreativ seien. Ihre besondere Qualität bestehe darin, stets Investitionsprojekte zu entdecken, die einen positiven Kapitalwert besitzen.
2. Wenn die Manager am Ende eines Jahres zu entscheiden haben, welche Beträge sie an die Eigentümer des Unternehmens ausschütten sollen, seien die zu finanzierenden Ausgaben der erfolgversprechenden Projekte immer gerade so groß wie der verfügbare Cash-flow vor Investitionen. Da die erzielbaren Renditen innerhalb des Unternehmens stets größer als außerhalb des Unternehmens sind, werde am Jahresende grundsätzlich keine Dividende gezahlt. Dies entspricht angelsächsischer Auffassung, wonach die Manager sich vernünftig verhalten, wenn sie alle Investitionen mit positivem Kapitalwert realisieren. Ausschüttet wird nur der Free Cash-flow des Unternehmens²⁾. Das ist der Teil des Cash-flows, den man wegen zu geringer Renditeaussichten sinnvollerweise nicht im Unternehmen investiert, sondern entweder außerhalb des Unternehmens investiert oder konsumieren läßt, in jedem Fall aber ausschüttet.
3. Das Unternehmen existiere ewig.

Nun ist ein Unternehmen, das buchstäblich niemals Dividende an seine Eigentümer ausschüttet, aus logischen Gründen keinen Heller wert. Warum sollte man auch einen positiven Preis zahlen, wenn man sicher sein kann, niemals in den Genuß irgendwelcher Einkünfte zu gelangen? Die Bereitschaft, dieses paradoxe, aber ganz und gar unvermeidbare Ergebnis zu akzeptieren, ist nach Erfahrung der Verf. durchaus unterschiedlich entwickelt. Folgende Gegenargumente werden üblicherweise vorgetragen.

1. Der Wert der Aktien eines Unternehmens hänge nicht nur von der zu erwartenden Bardividende ab, sondern werde auch stark vom künftigen Kurs des Papiers bestimmt. Wenn aber die Manager stets erfolgreich seien, dann könne man davon ausgehen, daß der Kurs der Aktien steige. Infolgedessen sei nicht wichtig, daß die Dividende ausbleibt. Es reiche aus, wenn die Aktienkurse steigen. Dieses Argument sticht nicht, solange man davon ausgeht, daß der Kurs einer Aktie der bloße Reflex auf erwartete künftige Konsumeinnahmen ist. Konsumierbare Bardividenden werden – vorausset-

zungsgemäß – niemals gezahlt. Wenn wir daran festhalten, müssen wir daraus schlußfolgern, daß der Aktienkurs nicht nur heute null ist, sondern bis in alle Zukunft null bleibt. Es gibt unter den getroffenen Annahmen keinen rationalen Grund für steigende Aktienkurse.

2. *Matschke* ließ wissen, daß er bereit wäre, sich „ins Unglück zu stürzen“ und das wertlose Unternehmen zum Preis von 1 DM aufzukaufen³⁾. Er kündigte zugleich an, daß er nach erfolgter Übernahme die dummen Manager entlassen würde, um anschließend eine veränderte Dividendenpolitik zu betreiben. Die Verf. können *Matschke* dazu nur gratulieren, da er auf dem beschriebenen Wege tatsächlich aus einem wertlosen ein wertvolles Unternehmen machen würde.

Indessen ist klar, daß eine solche Änderung der Unternehmenspolitik nur möglich wird, wenn *Matschke* gestattet wird, die von den Verf. getroffenen Annahmen zu verletzen. Es war ja vorausgesetzt worden, daß nur der Free Cash-flow ausgeschüttet wird, und von diesem hatten wir angenommen, daß er null ist, weil die Manager stets hinreichend viele neue Projekte mit positivem Kapitalwert finden.

Anders gesagt: Geht man davon aus, daß es für die Eigentümer stets am besten ist, wenn sich die Manager bei der Ausschüttung auf den Free Cash-flow beschränken, so führt *Matschkes* Politik über ein Suboptimum zum Optimum. Und dieses Ergebnis scheint ebenso paradox zu sein wie das Resultat, daß ein Unternehmen wertlos ist, wenn seine Manager immer günstige Investitionsprojekte entdecken.

Die Verf. begnügen sich mit der Feststellung, daß das paradoxe Resultat durch die Modellspezifikation eines ewig lebenden Unternehmens erzwungen wird. Sie führt darüber hinaus zu der unmöglichen Implikation, daß das Unternehmen auf Dauer schneller wächst als die Weltwirtschaft und irgendwann deren Größe überschreitet⁴⁾.

Und trotzdem – oder gerade deswegen – ist es absolut wertlos.

Betrachtet man dagegen ein Unternehmen, das nur eine endliche Lebensdauer vor sich hat. Im Gegensatz zum ewig lebenden Unternehmen wird bei Beendigung der Geschäftstätigkeit ein Liquidationserlös an die Eigentümer ausgeschüttet. Der Unternehmenswert ergibt sich nun wegen der nicht vorhandenen Free Cash-flows ausschließlich aus dem diskontierten Liquidationserlös. Wenn sämtliche Projekte während der Lebensdauer einen positiven Kapitalwert besaßen, kann der Erwartungswert dieses Liquidationserlöses nicht negativ sein. Das Unternehmen hat unter dieser Annahme logischerweise einen positiven Marktwert. Unser Paradox läßt sich also durch bloße Abkehr von der Fiktion eines dauerhaft existierenden Unternehmens vermeiden.

III. Einkommensteuer und Ertragswertverfahren

Will man ein Unternehmen bewerten, so ist es notwendig, die auf die Cash-flows sowie die Alternativenanlagen am Kapitalmarkt anfallende Steuer zu berücksichtigen. Im Rahmen des von den deutschen Wirtschaftsprüfern praktizierten Ertragswertverfahrens war immer unstreitig, daß Gewerbeertrag- und Körperschaftsteuer einbezogen werden müssen. Indessen fand man in den HFA-Grundsätzen und im WP-Handbuch den Standpunkt, daß die Einkommensteuer (ESt.) nicht in die Bewertung eines Unternehmens einzubeziehen sei⁵⁾.

1) HFA 2/1983, WPg. 1983 S. 468, Ziff. B2.b21.

2) „Free cash-flow is cash-flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present value when discounted at the relevant cost of capital“, *Jensen*, American Economic Review 1986 S. 323.

3) Schreiben vom 14. 1. 1998 an die Verfasser.

4) Bei *Copeland/Weston*, Financial Theory and Corporate Policy, 3rd ed. 1988., S. 554, liest man dazu: „Obviously a firm cannot grow faster than the economy forever or it would soon be larger than the economy.“

5) „Im Rahmen der Bewertung des gesamten Unternehmens ist jedoch noch nicht die individuelle Steuersituation des Anteilseigners zu berücksichtigen“, vgl. HFA 2/1983, a.a.O. (Fn. 1), Ziff. C2.b5.4.

Das wurde mit der Bemerkung begründet, im Fall einer ewigen Rente kürze sich jeder Est.-Satz und die Wirkung der Est. dürfe daher vernachlässigt werden. Läßt man Unsicherheit aus der Betrachtung heraus und geht man darüber hinaus davon aus, daß der Ausdruck $CF \pm$ Zinsen die Bemessungsgrundlage der Est. repräsentiert, so gilt im Rahmen des Modells der ewigen Rente nämlich

$$V = \frac{CF(1-s)}{k(1-s)} = \frac{CF}{k} \quad (1)$$

Es spielt keine Rolle, welchem Steuersatz ein Investor unterliegt. Die Steuer erfaßt die Anlage des Vermögens im Unternehmen ebenso wie die alternative Kapitalanlage.

Das IDW hat seinen Standpunkt seit 1997 aufgegeben⁶⁾ und vertritt jetzt die Ansicht, eine Einbeziehung der Est. sei zur korrekten Bewertung notwendig. Ist der Est.-Satz der Eigentümer nicht bekannt, so soll von einem typisierten Tarif von 35% ausgegangen werden. Die Est. habe im Gegensatz zu früheren Rechnungen bei stetig wachsenden Cash-flows durchaus eine große Wirkung auf den Unternehmenswert⁷⁾.

1. Erklärungsbeitrag der nahen Zukunft

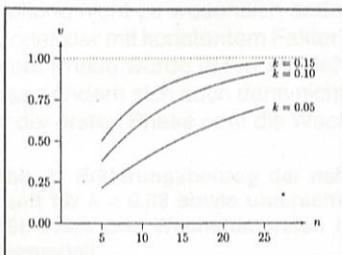
Es ist ganz unbestreitbar, daß die Fähigkeit des Bewerbers, verlässliche Schätzungen künftiger Erträge vorzunehmen, mit zunehmender Entfernung vom Bewertungszeitpunkt abnimmt. Während die nahe Zukunft noch einigermaßen greifbar erscheint, legt sich über die fernere Zukunft ein immer dichter werdender Nebel. Das ist zwar unangenehm, läßt sich aber nicht vermeiden. Die Unternehmensbewertungspraxis lebt mit der genannten Unannehmlichkeit deswegen recht gut, weil sie sich damit trösten kann, daß in der fernen Zukunft liegende Erträge stärker diskontiert werden als Erträge der nahen Zukunft. Bei hinreichend hohen Kapitalkostensätzen sind diese Diskontierungseffekte so beträchtlich, daß es ziemlich gleichgültig ist, ob man die Erträge bis zum Sankt-Nimmerleins-Tag oder nur bis zu einem Datum verfolgt, das gar nicht allzu weit in der Zukunft liegt.

Um den Erklärungsbeitrag der ersten n Jahre in einer Welt ohne Steuer vor dem Hintergrund einer gleichbleibenden Rente zu studieren, betrachten wir das Verhältnis des Barwerts einer endlichen zum Barwert einer ewigen Rente,

$$v = CF \frac{(1+k)^n - 1}{k(1+k)^n} \cdot \frac{CF}{k} = 1 - (1+k)^{-n}$$

Dieser Ausdruck geht bei positivem Kapitalkostensatz mit zunehmendem n gegen eins, und zwar um so rascher, je größer k ist (vgl. Abb. 1). Der Effekt geht jedoch mehr oder weniger stark verloren, wenn Est. in die Ermittlung des Unternehmenswerts einbezogen wird.

Abb. 1: Erklärungsbeitrag der nahen Zukunft mit unterschiedlichen Kapitalkostensätzen



Man könnte die Meinung vertreten, daß die Vorgehensweise unangemessen sei, weil wir im Fall des Rechnens mit endlicher Lebensdauer des Unternehmens keine Liquidationserlöse berücksichtigen. Ein solches Argument verkennt unser Ziel. Wir wollen gerade erfahren, wie groß der Fehler ist, wenn man sich vor dem Hintergrund eines buchstäblich ewig lebenden Unternehmens auf die Erträge einer vielleicht gerade noch überschaubaren Zukunft konzentriert und sämtliche Erträge, die später anfallen, vollständig vernachlässigt. Wenn uns also entgegengehalten wird, wir hätten die Liquidationserlöse einzubeziehen, so können wir nur die Frage stellen, wie solche Liquidationserlöse denn abgeschätzt werden sollen, ohne eben doch die Erträge der ferneren Zukunft ins Visier zu nehmen. Der Nebel, welcher über künftigen Liquidationserlösen lastet, ist ebenso schwer zu durchschauen wie der Nebel über den Erträgen der ferneren Zukunft.

a) Gleichbleibende Rente

Daß sich die Est. im Modell der ewigen gleichbleibenden Rente herauskürzt, ist mit Blick auf Gleichung (1) nicht zu bestreiten. Das Rentenmodell ist allerdings ein Konzept der Unternehmensbewertung, das von niemandem mehr ernsthaft verteidigt wird. Stattdessen zieht man es heute vor, die Unternehmensbewertung auf der Grundlage von Phasenmodellen vorzunehmen. Die Tatsache, auf die wir aufmerksam machen wollen, läßt sich jedoch wenigstens im Prinzip auch am überholten Rentenmodell diskutieren.

Um das Ausmaß des uns interessierenden Sachverhalts deutlich werden zu lassen, definieren wir den Unternehmenswert bei endlicher Betrachtung mit

$$V_n = \sum_{t=1}^n CF(1-s)(1+k(1-s))^{-t} = \frac{CF}{k}(1 - (1+k(1-s))^{-n})$$

und dividieren durch den Unternehmenswert bei unendlicher Betrachtung

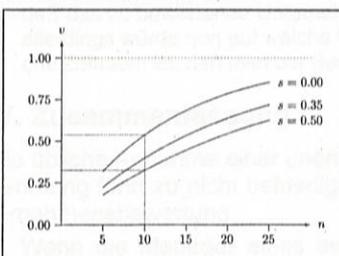
$$v = \frac{CF}{k}$$

Elementare Umformung liefert das Ergebnis

$$v = \frac{V_n}{V_\infty} = 1 - (1+k(1-s))^{-n} \quad (2)$$

Die Kennzahl v beschreibt, welchen Anteil die ersten n Jahre am gesamten Unternehmenswert besitzen, der sich aus der Betrachtung einer ewigen Rente ergibt. Unter der Voraussetzung positiver (unversteueter) Kapitalkosten ist v eine monoton fallende Funktion in s . Je höher der Est.-Satz, um so weniger erklären die ersten n Jahre den Unternehmenswert. Für den Fall, daß der Steuersatz gegen 100% strebt, geht die Erklärungskraft der ersten n Jahre sogar vollständig verloren. Glücklicherweise haben wir es hierzulande dann doch nicht mit derart extremen Est.-Sätzen zu tun. Daher ist es geboten, die Wirkung realistischer Steuersätze zu studieren, wobei wir es nicht für abwegig halten, auch Steuersätze bis zu 50% in die Betrachtung einzubeziehen. Auf der Grundlage eines (unversteuerten) Kapitalkostensatzes von 8% erhalten wir die Werte in Abb. 2.

Abb. 2: Erklärungsbeitrag der nahen Zukunft für $k = 0.08$ und unterschiedliche Est.-Sätze



Man entnimmt der Abbildung folgende Botschaft: Läßt man Est. unberücksichtigt, so erklären die ersten zehn Jahre bei einem Kapitalkostensatz von 8% immerhin etwa 54% des Gesamtwerts der ewigen Rente. Bezieht man aber Est. in die Bewertung ein, so vermindert sich der Erklärungsbeitrag der ersten Jahre mit steigendem Steuersatz deutlich. Bei einem Steuersatz von 50% reduziert sich der Erklärungsbeitrag der ersten zehn Jahre auf nur noch etwa 32% des Gesamtwerts.

b) Geometrisch wachsende Rente

Was ändert sich, wenn wir zwar im Argumentationsmuster des Rentenmodells bleiben, aber stetiges Wachstum der Cash-flows unterstellen⁸⁾?

Mit der Wachstumsrate w gilt bei endlicher Lebensdauer des Unternehmens zunächst

$$V_n = \sum_{t=1}^n CF_1(1-s)(1+w)^{t-1}(1+k(1-s))^{-t}$$

$$= \frac{CF_1(1-s)}{k(1-s)-w} \left[1 - \left(\frac{1+k(1-s)}{1+w} \right)^{-n} \right]$$

⁶⁾ Vgl. Siepe, WPg. 1997 S. 1, 37.

⁷⁾ Vgl. Siepe, a.a.O. (Fn. 6), und die dort in Fn. 1 genannte Literatur.

⁸⁾ Uns interessiert hier nicht die Frage, wie dieses Wachstum der Cash-flows zustande kommen kann. Eventuell notwendige Erweiterungsinvestitionen seien also beim Cash-flow bereits abgezogen.

Lassen wir n über alle Grenzen gehen, so erhalten wir für den Unternehmenswert

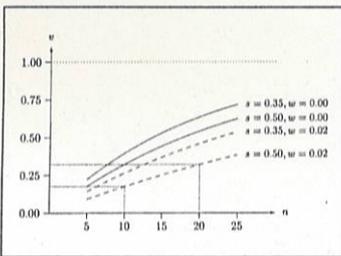
$$V_{\infty} = \begin{cases} \frac{CF_1 (1-s)}{k(1-s)-w} & \text{wenn } k(1-s) > w \\ \infty & \text{wenn } k(1-s) \leq w \end{cases}$$

Offensichtlich kürzt sich der Steuereinfluß im Gegensatz zum Fall der gleichbleibenden Rente nicht mehr heraus. Wir machen im übrigen darauf aufmerksam, daß zwei Fälle unterschieden werden müssen: wenn der versteuerte Kapitalkostensatz größer als die Wachstumsrate ist, so ermittelt man den Unternehmenswert aus dem Gordon-Shapiro-Modell; andernfalls übersteigt der Unternehmenswert alle Grenzen. Für die Kennzahl v , die wieder den relativen Anteil der ersten n Jahre am Unternehmenswert bei unendlicher Betrachtung beschreibt, bekommen wir jetzt

$$v = \frac{V_n}{V_{\infty}} = \begin{cases} 1 - \left(\frac{1+k(1-s)}{1+w} \right)^n & \text{wenn } k(1-s) > w \\ 0 & \text{wenn } k(1-s) \leq w \end{cases} \quad (3)$$

Offensichtlich ist Gleichung (2) ein Spezialfall von (3). In Abb. 3 ist dargestellt, welchen Einfluß positive Wachstumsraten auf den Erklärungsbeitrag der frühen Jahre haben.

bb. 3: Erklärungsbeitrag der nahen Zukunft für $k = 0.08$ sowie unterschiedliche Est.-Sätze und Wachstumsraten



Die Botschaft ist eindeutig: Je höher die Wachstumsraten, um so niedriger der Erklärungsbeitrag früher Jahre. Unter der Annahme eines (unversteuerten) Kapitalkostensatzes von 8% und eines Steuersatzes von 50% erklären die ersten zehn Jahre gerade noch ein knappes Fünftel des gesamten Unternehmenswerts, wenn von einer Wachstumsrate von 2% ausgegangen wird. Mehr als

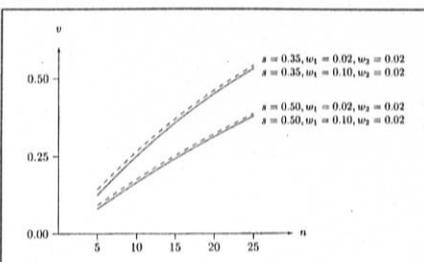
80% des Unternehmenswerts stammt unter diesen Bedingungen aus einer Zukunft, die vom Bewertungsstichtag mehr als zehn Jahre entfernt sind. Und auch die ersten zwanzig Jahre erklären erst etwa ein Drittel des Gesamtwerts!

c) Einkommensteuer im Phasenmodell

Wir betrachten ein Bewertungsmodell mit zwei Phasen. Die erste Phase umfaßt n_1 Jahre, während derer die Cash-flows mit der Rate w_1 wachsen. Die zweite Phase dauert n_2 Jahre und ist durch die Wachstumsrate w_2 charakterisiert. Wir ersparen uns, die unter diesen Voraussetzungen geltenden Formeln für den Unternehmenswert bei endlicher beziehungsweise ewiger Lebensdauer explizit anzugeben. Stattdessen beschränken wir uns darauf, numerische Ergebnisse für ausgewählte Situationen darzustellen.

Abb. 4 zeigt, daß das Phasenmodell in bezug auf unsere Fragestellung nicht zu wesentlich anderen Erkenntnissen führt als das Modell der mit konstantem Faktor wachsenden ewigen Rente. Die erste Phase wurde mit $n_1 = 5$ Jahren angesetzt. Aber die Ergebnisse ändern sich auch dann nicht fühlbar, wenn man die Zeitdauer der ersten Phase oder die Wachstumsrate während dieser Frist innerhalb vernünftiger Grenzen variiert.

Abb. 4: Erklärungsbeitrag der nahen Zukunft für $k = 0.08$ sowie unterschiedliche Est.-Sätze und Wachstumsraten im Phasenmodell



d) Zwischenergebnis

Wir stellen auf der Grundlage unserer stichprobenartigen Rechnungen fest, daß die Bedeutung der frühen Zukunft für den gesamten Wert eines Unternehmens tendenziell um so kleiner ist, je größer

ber der relevante Est.-Satz und je größer die Wachstumsraten der Erträge sind. Unter Bedingungen, die nicht weit hergeholt zu sein scheinen, können Fälle eintreten, in denen die ersten zehn Jahre gerade 20% des gesamten Unternehmenswerts erklären.

2. Konsequenzen

Endlich ist die Frage zu stellen, welche Schlußfolgerungen aus diesem Ergebnissen gezogen werden können oder müssen.

1. Man hat unsere Überlegungen teilweise als Plädoyer dafür verstanden, zu der bis 1996 vom IDW vertretenen Konzeption zurückzukehren, die Est. bei der Unternehmensbewertung unberücksichtigt zu lassen. Das war und ist ein Mißverständnis.

Wenn es darum geht, den Grenzpreis eines einkommensteuerpflichtigen Erwerbers zu ermitteln, so darf die Est. allenfalls dann außer Betracht bleiben, wenn sie ohne nennenswerten Einfluß auf den Unternehmenswert ist. Das aber scheint ganz und gar nicht der Fall zu sein.

2. Wenn unsere Beobachtung richtig ist, daß die „nahe Zukunft“ bei genügend hohem Est.-Satz und genügend hohen Wachstumsraten gegenüber der „fernen Zukunft“ wesentlich an Bedeutung verliert, so erhebt sich die Frage, ob diesem Umstand mit den bisher diskutierten Konzepten der Risikoadjustierung in angemessener Weise Rechnung getragen wird. Ob man vor dem Hintergrund der von uns ausgeleuchteten Dimensionen mit Kapitalkosten von 8,0% oder besser 8,2% rechnen sollte, ist unter Umständen geradezu lächerlich.

3. Man wird sicher behaupten dürfen, daß sich heute die Idee auf breiter Front durchgesetzt hat, den Unternehmenswert als Barwert von Zukunftserfolgen zu ermitteln⁹⁾. Die von uns aufgezeigten Phänomene implizieren – unter der Bedingung hoher Est.-Sätze und Wachstumsraten – die Notwendigkeit, vielmehr wesentlich genauere Prognosen für die zukünftigen Cash-flows abzugeben. Nur auf diese Weise kann der Erklärungswert der Modelle gesteigert werden. Können solche Prognosen nicht abgegeben werden, so muß man sich zumindest über den spekulativen Charakter des berechneten Unternehmenswerts im klaren sein.

4. Wenn Bedingungen gegeben sind, in denen die „ferne Zukunft“ deutlich mehr Gewicht hat als die „nahe Zukunft“, und wenn man zugleich entschlossen ist, am Konzept des Barwerts von Zukunftserfolgen festzuhalten, so ist die Möglichkeit denkbar, die „allzu ferne Zukunft“ radikal auszublenden. Damit würden wir uns von der Idee verabschieden, daß das zu bewertende Unternehmen unendlich lange existiert. Wer allerdings würde nun auf welche Weise festlegen, wie lang der endliche Zeitraum ist, den man der Bewertung zugrunde legen soll?

IV. Zusammenfassung

Die übliche Annahme einer unendlich lange existierenden Unternehmung führt zu nicht befriedigenden Ergebnissen bei der Unternehmensbewertung.

1. Wenn die Manager eines ewig lebenden Unternehmens in dem Sinne erfolgreich sind, daß sie stets Investitionsmöglichkeiten finden, deren Rendite größer ist als die durch den Marktzins beschriebene Alternativrendite, und wenn sich die Manager zugleich an die theoretisch unumstrittene Entscheidungsregel halten, nur Free Cash-flow an die Eigentümer auszuschütten, ist das Unternehmen aus logischen Gründen absolut wertlos.

2. Im Rahmen des als überholt anzusehenden Rentenmodells ist bekanntlich gleichgültig, ob die Est. der Anteilseigner in die Unternehmensbewertung einbezogen wird. Weil sich das bei wachsenden Erträgen nicht aufrecht erhalten läßt, plädiert das IDW seit 1997 für die Berücksichtigung der Est.

3. Bei hohen Est.-Sätzen und Wachstumsraten ist ein Phänomen zu beobachten, dem man bisher wohl nicht die gebührende Aufmerksamkeit geschenkt hat. Geht man nach wie vor davon aus, daß das zu bewertende Unternehmen ewig existiert, so führen hohe Est.-Sätze und Wachstumsraten zu niedrigen Netto-Diskontierungsfaktoren. Das aber kann zur Folge haben, daß die überschaubare „nahe Zukunft“ nur einen sehr bescheidenen Anteil des Unternehmenswerts erklärt.

⁹⁾ Vgl. dazu beispielsweise Ballwieser, DB 1997 S. 185.