

Bemerkungen zum Managermagazin-Artikel 5/2005

1. Richtig ist, dass ich meine wissenschaftliche Meinung zur Frage, wie die Risikoprämie auf Basis von historischen Renditedaten zu schätzen ist, Ende 2003 geändert habe. Zuvor habe ich den relevanten Lehrbüchern (siehe Punkt 3 unten) vertraut. Ende 2003 habe ich mich in die relevante Originalliteratur eingearbeitet und als Folge meine wissenschaftliche Meinung geändert. Dies wird im folgenden noch näher erläutert.
2. Nicht richtig ist u. a. das Statement, dass ich ein „Guru des Bewertungswezens“ wäre. Diesbezügliche Fakten sind:
 - Ich habe nie eine Gesamtvorlesung zu diesem Thema gehalten oder einen Vorlesungsteil diesem Thema gewidmet.
 - Ich habe vor 2004 weder einen wissenschaftlichen Aufsatz zu diesem Thema geschrieben, noch Managementweiterbildung auf diesem Gebiet betrieben.
3. Aufbauend auf Schmalenbach (1917) haben sich in Deutschland viele andere mit dem Thema Unternehmensbewertung befasst. Die unter Punkt 1 erwähnte Frage wird in mehreren Lehrbüchern behandelt, z. B. *Copeland/Koller/Murrin*, Valuation, 3. Aufl., New York u.a. 2000, S. 221; *Damodaran*, Investment Valuation, 2. Aufl., New York u.a. 2002, S. 162; *Fernandéz*, Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Amsterdam u.a. 2002, S. 214 ff.; *Drukarczyk*, Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003, S. 392, und *Born*, Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Stuttgart 2003, S. 117. An vielen deutschen Universitäten finden regelmäßig Vorlesungen über Fragen der Unternehmensbewertung statt.
4. Auf Anregung des Arbeitskreises „Unternehmensbewertung“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) habe ich mich seit 2003 intensiver mit den in Deutschland üblichen Verfahren der Unternehmensbewertung auseinandergesetzt und dabei Fehler in den führenden Lehrbüchern entdeckt. Fehler heißt hier, dass bereits seit mehreren Jahren vorliegende Erkenntnisse der Finanzierungstheorie nicht oder nicht richtig beachtet wurden. Zudem habe ich Verbesserungsvorschläge für die Bewertungspraxis nach IDW S1 unterbreitet. Das Ergebnis meiner Recherchen habe ich in der Zeitschrift Die Wirtschaftsprüfung (WPg), September 2004, S. 906-928, veröffentlicht. Zusätzlich habe ich darüber bei mehreren „echten Experten“ Vorträge gehalten:
 - 20.07.04 Vortrag „Risikoprämie und Unternehmensbewertung“ an der Universität Augsburg
 - 13.10.04, IdW-Workshop in Düsseldorf (mit ca. 20 Uni-Professoren)
 - 2.11.2004 Vortrag "Die Bedeutung von Steuern für die theoretische und die empirische Analyse der Kapitalmärkte" beim Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern Bonn
 - 27.01.05 Vortrag „Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften“ an der Universität Regensburg

Bisher hat meines Wissens keine Wissenschaftlerin bzw. kein Wissenschaftler meine Ergebnisse angezweifelt.

5. Die wichtigsten Ergebnisse meiner Recherchen waren:

- Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 sollten auf Basis eines modifizierten Steuer-CAPM erfolgen und nicht auf Basis des Sharpe-Lintner CAPM, in dem von Steuern abstrahiert wird. Das Steuer-CAPM wurde von Brennan entwickelt ("Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy." *National Tax Journal* 23 (1970), no. 4: 417-427).
- Die Risikoprämie sollte mit einem erwartungstreuen Schätzer geschätzt werden. Während bei Altersvorsorgeüberlegungen die zukünftige Risikoprämie unter geeigneten Annahmen als geometrisches Mittel der historischen Renditezeitreihe geschätzt werden sollte, sollte diese bei Unternehmensbewertungen als arithmetisches Mittel der historischen Renditezeitreihe geschätzt werden. Dies ist natürlich etwas vereinfacht dargestellt, exakte Formeln finden sich in meinem Aufsatz und in der Originalliteratur.

Die genannten Erkenntnisse zur Schätzung der Risikoprämie wurden bereits vor Jahren veröffentlicht, sie waren mir aber unbekannt. Mit anderen Worten, ich habe sie nicht selbst abgeleitet, sondern nur „ausgegraben“. Meine wichtigsten Quellen waren:

- Blume, M.E. "Unbiased Estimators of Long-Run Expected Rate of Return." *Journal of the American Statistical Association* 69 (1974): 634-638.
- Cooper, I. "Arithmetic versus geometric estimators: setting discount rates for capital budgeting." *European Financial Management* 2 (1996) 2: 157-167.
- Fama, "Discounting under Uncertainty." *The Journal of Business* 69 (1996) 4: 415-428.

Fazit: Ich habe keine Auftragsforschung in dem Sinne betrieben, dass ich angenehme Ergebnisse für eine bestimmte Interessengruppe abgeleitet habe. Vielmehr habe ich auf transparente Weise auf wissenschaftliche Erkenntnisse hingewiesen, die seit Jahren vorliegen, aber in den deutschen und den internationalen Lehrbüchern zur Unternehmensbewertung nicht beachtet wurden. Meine wissenschaftlichen Arbeiten wurden von einzelnen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften finanziell unterstützt. Persönlich sind mir im Rahmen dieser Aktion insgesamt 2000 € (nicht 5000 €) zugeflossen. Der Lehrstuhl hat insgesamt 33 000 € erhalten. Diese Mittel wurden fast ausschließlich zur Bezahlung von wissenschaftlichen Mitarbeitern verwendet. Die Auftraggeber erhielten vertragsgemäß zwei Aufsätze mit interessanten Verbesserungsvorschlägen für den IDW S 1 sowie umfangreichen Berechnungen auf Basis einer in Deutschland einzigartigen Datenbank.