

anderen eine Sandbank, die ihn an einem erfolgreichen Fortkommen hindert.

Fehlt ein nachhaltiger Ertrag oder läßt sich ein Unternehmen nur mit ständigen Verlusten weiterführen, so kann man theoretisch einen negativen Geschäftswert konstruieren, um den sich der Kaufpreis mindert. In der Praxis gibt man sich mit derlei theoretischen Konstruktionen nicht ab, sondern setzt im Hinblick auf die mangelnde Wirtschaftlichkeit die einzelnen materiellen Vermögensgegenstände entsprechend niedrig an, falls man ein derartiges Unternehmen aus bestimmten Gründen überhaupt übernehmen und fortführen will.

Für die Kapitalisierung des Ertrags werden die verschiedensten Multiplikatoren im Schrifttum und in den beteiligten Kreisen genannt, was sich zum Teil dadurch erklärt, daß die einen die Unternehmerrente, die anderen den gesamten Durchschnittsertrag zugrunde legen. Davon abgesehen tauchen manchmal auch Ziffern auf, die nur auf einer völligen Verkennung der Dinge beruhen können und nichts mit einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise zu tun haben.

Die mathematische Betrachtung kann nur im Rahmen einer Rentenablösung erfolgen, es handelt sich also darum, den Barwert oder Gegenwartswert einer Rente zu ermitteln. Die Werte der niedrigen Zinsfüße der S. 523 abgedruckten Tabelle habe ich dem bekannten Tabellenwerk von Spitzer-Foerster⁶⁾ entnommen, die Werte der höheren Zinsfüße habe ich selbst berechnet. Für die Berechnung des Barwerts einer Rente müssen ihre Höhe, ihre Laufzeit und der Zinsfuß bekannt sein.

Die Höhe der Rente entspricht dem geschätzten, nachhaltigen Jahresertrag der Zukunft, wobei nach subjektivem Ermessen von diesem Betrag eine Arbeits- und Kapitalrente abzusetzen ist.

Bei der Laufzeit muß man sich darüber klar sein, daß der Geschäftswert eine Art von Vergütung für die vom Verkäufer geleistete Vorarbeit (»gemachtes warmes Bett«) ist, die dem Käufer zugute kommt, jedoch nach einer Reihe von Jahren erlöschen sein wird. Es wäre ein verhängnisvoller Irrtum, ihn als eine Art von Ewigkeitswert aufzufassen, er muß ohne Rücksicht auf seine bilanzielle und steuerrechtliche Behandlung mindestens in kalkulatorischer Hinsicht amortisiert werden. Selbst wenn man davon ausgehen kann, daß der heutige Käufer in späterer Zeit den jetzt von ihm erlegten Kaufpreis von seinem Nachfolger wieder vergütet erhalten wird, so ändert dieses nichts daran. Denn in zwanzig oder dreißig Jahren erhält der heutige Käufer nicht den von ihm käuflich erworbenen Geschäftswert wieder bezahlt, sondern einen von ihm selbst neugeschaffenen Geschäftswert. Die andersartige Auffassung des Reichsfinanzhofs⁷⁾ der den Geschäftswert als ein einheitliches Wirtschaftsgut auffaßt, ist für das Steuerrecht sehr wichtig, jedoch unwesentlich für die rechnerische Ermittlung dieses Wertes. Die Schätzung der Laufzeit der Rente oder der Zeitraum ihrer Tilgung hängt eng mit der Zinsfrage zusammen, sodaß ich hierauf erst noch eingehen muß.

Ich hatte darauf hingewiesen, daß bei der Ermittlung der Kapitalrente das Eigenkapital ohne den auf den Geschäftswert entfallenden Teil zugrunde zu legen ist. Durch die Tilgung vermindert sich ständig der in ihm steckende Kapitalbetrag, es müssen sich daher die Zinsen für den Geschäftswert ebenfalls ständig vermindern; die Zinsen werden daher am besten in die Kapitalisierung einbezogen.

Nun ist einem Käufer nicht damit gedient, daß er neben der Tilgung des Geschäftswerts lediglich seine Verzinsung erhält, er will darüber hinaus noch etwas verdienen, er muß daher den üblichen Zinsfuß um einen Gewinnausschlag erhöhen. Eine derartige Unternehmerrente ist nun alles andere als eine mündel-

sichere Staatsrente, sie enthält Risiken verschiedenster Art. Diese Risiken lassen sich nicht vermeiden, es muß ihnen jedoch Rechnung durch Einbeziehung einer entsprechenden Risikoprämie getragen werden. Diese Risikoprämie muß selbstverständlich um so höher sein, je länger der abzulösende Zeitraum, die Laufzeit oder die Tilgungszeit ist.

Man kapitalisiert den nachhaltigen Zukunftsertrag unter Zugrundelegung von einem Gesamtzinsfuß, d. h. einem Zinsfuß, der dem üblichen Zinsfuß zuzüglich Gewinnausschlag zuzüglich Risikoprämie entspricht. Läßt man die Risikoprämie mit steigender Laufzeit entsprechend steigen, wählt man also bei längerer Laufzeit einen entsprechend steigenden Gesamtzinsfuß, so kommt man praktisch immer auf ziemlich gleiche Werte. Hierfür gebe ich einige Beispiele mit abgefügten Werten:

| | |
|---------------------|----------------------|
| 4 Jahre 15 % = 2,85 | 5 Jahre 10 % = 3,79 |
| 5 Jahre 20 % = 2,99 | 6 Jahre 15 % = 3,78 |
| 6 Jahre 25 % = 2,95 | 7 Jahre 20 % = 3,61 |
| 5 Jahre 15 % = 3,35 | 6 Jahre 10 % = 4,35 |
| 6 Jahre 20 % = 3,32 | 7 Jahre 12½ % = 4,49 |
| 7 Jahre 25 % = 3,16 | 8 Jahre 15 % = 4,48 |

Wie hoch man im einzelnen Fall wegen der Laufzeit und des Wagnisses den Gesamtzinsfuß und damit den Multiplikator wählt, unterliegt subjektivem Ermessen. Die obigen Beispiele zeigen, daß man bei einheitlicher Betrachtungsweise eines Objekts und damit bei steigender Laufzeit und auch steigendem Gesamtzinsfuß immer zu fast den gleichen Werten kommt; die Tabelle selbst zeigt ferner, daß man über gewisse Werte bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise überhaupt nicht hinauskommen kann. Alle Rentenziffern steigen mit der Zunahme der Laufzeit, das Steigen verlangsamt sich jedoch, und dieses um so mehr, je höher der Zinsfuß ist. Es tritt damit ein gewisses *Uberschneiden von Laufzeit und Zinshöhe* ein, zumal die Rentenziffern wegen zu starker Annäherung an die Ewigkeitswerte von einem gewissen Zeitpunkt an wirtschaftlich gegenstandslos werden.

In der Praxis wird man bei durchschnittlichen Objekten etwa das drei- bis vierfache der Unternehmerrente, bei Nichtberücksichtigung der Arbeitsrente etwa das zwei- bis dreifache meist ansetzen können. Aber das vierfache wird man nur selten hinausgehen, das fünffache ist bereits ein Ausnahmebetrag.

Gerade im Buchhandel spuken jedoch auch heute noch oft genug weit höhere Multiplikatoren herum, die ebenso wie die diesbezügliche Fachliteratur auf die im vorigen Jahrhundert erschienenen »Fingerzeige« des Leipziger Verlegers E. A. Seemann⁸⁾ zurückgehen. Er schilderte den vom Käufer einzunehmenden Standpunkt ganz richtig wie folgt:

Seine Rechnung muß also darauf basieren, daß ihm die Möglichkeit, ja die Wahrscheinlichkeit gewährt ist, innerhalb eines bestimmten Zeitraums den Kaufschilling aus der Superdividende, die ihm die beabsichtigte Kapitalanlage über den gewöhnlichen Zinsfuß von 5% hinaus gewährt, zurückzugewinnen. Als der längste Zeitraum sind zu diesem Ende wohl nicht mehr als 10 Jahre anzunehmen, und auch nur dann, wenn der Artikel, um den es sich handelt, mit ziemlicher Sicherheit annehmen läßt, daß er auf die Dauer dieses Zeitraumes seine Rentabilität bewahrt... Dem Zeitraum von etwa 10 Jahren zur Rückgewinnung des Kapitals würde mit Zins auf Zins der Zinsfuß von 7½% ungefähr entsprechen, es entfielen also 5% auf den Kapitalzins und 7½% auf die Unternehmerrente, in Summa wird demnach der Zinsfuß von 12½% zur Kapitalisierung der Revenue dienen müssen.

Im Anschluß hieran berechnet sodann Seemann den Wert einer Rente von jährlich 1350 RM. wie folgt:

$$1350 \text{ RM.} : 12\frac{1}{2} \times 100 = 10800 \text{ RM.}$$

d. h. er löst die Rente mit dem achtfachen Jahresertrage ab. Nach der Rententabelle ergibt sich jedoch etwas ganz anderes.

Bei einem Zinsfuß von 12½% ergibt sich für zehn Jahre die Rentenziffer 5,5364, während das achtfache den Ewigkeitswert darstellt. Wenn Seemann dem Käufer während der zehn

⁶⁾ Spitzer-Foerster: Tabellen für die Zinsezinsen- und Rentenrechnung. Wien 1933, Carl Gerold's Sohn.

⁷⁾ Besonders wichtig sind die Entscheidungen vom 30. September 1931 — VI A 837/31 in Steuer und Wirtschaft 1931, Nr. 1022 sowie Reichssteuerblatt 1932, Nr. 301, S. 339 ferner vom 7. Juli 1935 — I A 56/35 in Steuer und Wirtschaft 1935, Nr. 621, Sp. 1487 sowie Reichssteuerblatt 1935, Nr. 952, S. 1237.

⁸⁾ E. A. Seemann: Fingerzeige für Buchhändler zur Abschätzung von Sortimentbuchhandlungen, Leihbibliotheken, Antiquariats- und Verlagsgeschäften. Vierte Auflage, Leipzig 1876.