

## 2 Grundlagen der Unternehmensbewertung

### 2.1 Wesen der Unternehmensbewertung

Ein Kauf ist wirtschaftlich eindeutig vorteilhaft, wenn der *Wert* des erworbenen Gegenstandes den gezahlten *Preis* übersteigt. Jedes Urteil über die ökonomische Angemessenheit des Preises für die Übereignung eines ganzen Unternehmens beruht daher notwendig auf einer *Unternehmensbewertung*. Unternehmen dienen der Einkommenserzielung ihrer Eigentümer. Aus finanzwirtschaftlicher Sicht wird mit dem Kauf eines Unternehmens also ein zukünftiger Ein- und Auszahlungsstrom erworben, der zwischen dem Unternehmen und seinen Eigentümern fließt und i.d.R. in hohem Maße unsicher ist. Diesen Zahlungsstrom gilt es zu bewerten. Das betriebswirtschaftliche Problem der Unternehmensbewertung erweist sich darum als ein Anwendungsfall der Investitions- und Finanzierungstheorie.

Wert und Preis

Der vorliegende Fernkurs stellt der in Deutschland vorherrschenden investitionstheoretischen Sichtweise die von der anglo-amerikanischen Forschung bevorzugte finanzierungstheoretische Sicht der Unternehmensbewertung vergleichend gegenüber. Beide Perspektiven dienen jeweils schwerpunktmäßig unterschiedlichen Zwecken und sind im Kurs unter dem Oberbegriff der finanzwirtschaftlichen Unternehmensbewertung zusammengefaßt. Wesensbestimmend für eine derartige Bewertung sind zwei Merkmale, zwischen denen eine nicht zu übersehende Spannung besteht:

1. die Notwendigkeit, unsichere Zahlungsströme wirtschaftlich zu beurteilen, und
2. die Unmöglichkeit, die hierzu erforderlichen Informationen zu erlangen.

Wesen der Unternehmensbewertung

Beide Merkmale treffen auch auf viele andere Investitions- und Finanzierungsprobleme zu. Das zweite Merkmal hingegen kennzeichnet die Unternehmensbewertung als umfassendste und schwierigste „Königsdisziplin“ unter den Bewertungsproblemen der Betriebswirtschaftslehre in ganz besonderem Maße. Es berührt den philosophischen Kernbereich jeder Wissenschaft, nämlich das Maß des menschlichen Erkenntnisvermögens. Die Grundhaltung des Bewerter zu dieser in vielen Abhandlungen ausgeklammerten oder pragmatisch beiseite geschobenen Frage hat nicht nur gravierende Auswirkungen auf die ökonomische Einschätzung einer Bewertungsmethodik, sondern auch auf die inhaltliche Bestimmung des Begriffs „Unternehmenswert“. Ohne eine Klärung der betriebswirtschaftlichen und erkenntnistheoretischen Grundpositionen zum Wesen der Unternehmensbewertung sind Mißverständnisse zwischen den Vertretern der „klassischen“ investitionstheoretischen und der „modernen“ finanzierungstheoretischen Sichtweise beinahe unvermeidlich.

Um die Voraussetzungen der späteren Argumentation unmißverständlich darzulegen, seien die beiden angeführten charakteristischen Merkmale der finanzwirtschaftlichen Unternehmensbewertung im folgenden eingehender kommentiert. Zunächst wird der betriebswirtschaftliche und alsdann der diesem zugrunde gelegte erkenntnisbezogene Rahmen für die nächsten Kapitel abgesteckt.

Drei Problemstufen

Die wirtschaftliche Bewertung künftiger unsicherer Zahlungsströme steht vor drei hauptsächlichen Problemkomplexen:

1. Ermittlung, d.h. Abgrenzung und Quantifizierung der relevanten Zahlungen;
2. Überführung des relevanten Zahlungsstroms in den Unternehmenswert;
3. Operationalisierung im Sinne eines praxistauglichen Verfahrensvorschlags.

Der erste Problemkomplex steht nicht im Mittelpunkt der Theorie der Unternehmensbewertung, sondern ist vielmehr von der Bewertungspraxis am jeweils gegebenen Einzelfall in Angriff zu nehmen. Angesichts des stetig zunehmenden Wettbewerbs auf sich immer schneller wandelnden Märkten verlieren vergangenheitsorientierte mathematisch-statistische Prognoseverfahren an Glaubwürdigkeit. Fundierte Schätzungen der Bandbreiten, Streuungen und Interdependenzen künftiger Zahlungsüberschüsse sind am ehesten von den marktnah agierenden Führungskräften zu erwarten. Die Theorie kann hier vom „grünen Tisch“ aus nur wenig Hilfestellung geben.

Aufgabe der BWL-Theorie

Die zentrale Aufgabe des Unternehmensbewerbers besteht darin, die von Fachleuten gelieferten quantitativen und qualitativen Informationen über künftige Zahlungsströme in die gesuchte Größe „Unternehmenswert“ zu transformieren und dabei das rechte Maß zwischen theoretischer Exaktheit und den Erfordernissen praktischer Anwendbarkeit zu halten. Für diesen Zweck hat die Theorie der finanzwirtschaftlichen Unternehmensbewertung geeignete Modelle zu entwickeln. Je nach Wahl der Annahmen hinsichtlich Kapitalmarktumgebung, Entscheidungsfeld und Zielsetzung der Rechnung gelangt man, wie Sie im Verlauf des Kurses noch sehen werden, zu höchst unterschiedlichen Modellen des Unternehmenswerts.

Der Zweck bestimmt die Rechnung:  
Funktionale Bewertung

Ob ein mit einem bestimmten Modell ermittelter Unternehmenswert brauchbar ist oder nicht, richtet sich nach dem mit der Rechnung verfolgten Zweck. Die Lehre von der *funktionalen Unternehmensbewertung* unterscheidet in dieser Hinsicht drei Hauptzwecke oder Hauptfunktionen, denen ein Unternehmenswert dienen kann: Entscheidung, Vermittlung und Argumentation. Da die Beurteilung der einzelnen Modelle finanzwirtschaftlicher Unternehmensbewertung immer wieder auf die funktionale Lehre Bezug nehmen wird, ist es wichtig, die drei Hauptfunktionen zu kennen und sich bei jeder Erörterung stets klar auszudrücken, von welcher Wertkategorie man gerade spricht.

Die wichtigste Funktion der Unternehmensbewertung besteht in der Bereitstellung des *Entscheidungswerts*. Dieser gibt als subjektiver *Grenzpreis* die äußerste Schranke der Konzessionsbereitschaft einer Verhandlungspartei an. Der Käufer eines Unternehmens wird nicht mehr als seinen Grenzpreis zu zahlen bereit sein, weil anderenfalls der Kauf wirtschaftlich unvorteilhaft wäre. Analog akzeptiert der Verkäufer nur ein Preisangebot, das über seinem Grenzpreis liegt. Der Entscheidungswert entspricht investitionstheoretisch dem *kritischen Preis*, bei dem der unsichere Zahlungsstrom aus wirtschaftlicher Sicht weder vorteilhaft noch unvorteilhaft ist.

Entscheidungswert,  
Grenzpreis, Preisgrenze,  
kritischer Preis

Im Rahmen der Vermittlungsfunktion wird ein Schieds- oder *Arbitriumwert* aus dem Intervall zwischen dem Grenzpreis des Verkäufers und dem Grenzpreis des Käufers gesucht (z.B. das arithmetische Mittel beider Grenzpreise). Die Aufgabe des Vermittlers besteht darin, die wirtschaftlichen Vorteile aus der Unternehmensveräußerung möglichst *gerecht* auf Käufer und Verkäufer zu verteilen. Sofern das Einigungsintervall leer ist, weil der Entscheidungswert des Verkäufers den Grenzpreis des Käufers übersteigt, muß evtl. der Schiedswert diejenige Partei schützen, der die Transaktion aufgezwungen wird (z.B. Abfindung mindestens in Höhe des Grenzpreises eines zwangsweise ausscheidenden Gesellschafters).

Schiedswert,  
Arbitriumwert

Als Verhandlungs- oder *Argumentationswert* bezeichnet man einen vorgeblichen Entscheidungs- oder auch Arbitriumwert, der in der Verhandlung der anderen Partei gegenüber vertreten wird, um die eigenen Preisvorstellungen zu begründen. Beide Parteien halten ihre wahren Grenzpreise natürlich geheim und streben ein Verhandlungsergebnis an, das möglichst weit von ihrem wirklichen Entscheidungswert entfernt ist. Der Argumentationswert ist *partiisch* und dient nur der Verhandlungstaktik. In den offiziellen Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer werden Sie das Eingeständnis der Existenz von Argumentationswert(gutacht)en allerdings nicht finden – die rein interessengeleitete Überredungskomponente eines Argumentationswerts kollidiert mit dem Anspruch der Wirtschaftsprüfer, einen sogenannten „objektivierten Wert“ feststellen zu können.

Verhandlungswert,  
Argumentationswert

Außer den Hauptfunktionen Entscheidung, Vermittlung und Argumentation sind noch einige Nebenfunktionen erwähnenswert. Während in der *Bilanzfunktion* das Unternehmen nach handelsrechtlichen Normen im Jahresabschluß abzubilden ist, steht für die *Steuerbemessungsfunktion* die Ermittlung von steuerrechtlichen Bemessungsgrundlagen im Mittelpunkt. Schließlich geht es bei der *Vertragsgestaltungsfunktion* um bindende Bewertungsregelungen im Rahmen gesellschaftsrechtlicher Verträge.

Werte in  
Nebenfunktionen

Die funktionale Lehre arbeitet deutlich heraus, daß es nicht „den“ Unternehmenswert gibt, sondern lediglich subjektive (vom Bewertungssubjekt abhängige) Entscheidungswerte und darauf bezogene weitere Werte. Dagegen fällt die amerikanisch geprägte Praktikerliteratur im Gefolge der „Shareholder Value“-Modewelle wieder weit hinter den in Deutschland erreichten Forschungsstand zurück. Die Veröffentlichungen zur kapitalmarktorientierten Unternehmenssteuerung und

Funktionale Wertlehre  
vs. „Shareholder Value“

-bewertung setzen sich i.d.R. nicht mit der Literatur zur funktionalen Lehre auseinander, sondern führen oftmals den hierzulande schon überwunden geglaubten „tatsächlichen“, „wahren“, „inneren“, „intrinsischen“, „wirklichen“ oder „objektiven“ Unternehmenswert wieder ein.

#### Offenes Entscheidungsfeld

Daß es einen tatsächlichen Unternehmenswert in der Realität nicht geben kann, gilt selbst dann, wenn nur der subjektive Entscheidungswert eines konkreten Käufers oder Verkäufers betrachtet wird; denn die Ermittlung des Grenzpreises vollzieht sich unter den Rahmenbedingungen eines *offenen Entscheidungsfeldes*. *Unsicherheit* über zukünftige entscheidungsrelevante Sachverhalte besteht unter diesen Bedingungen in dreierlei Hinsicht: Die Zahlungsströme lassen sich nicht genau quantifizieren, Entscheidungsvariable und Nebenbedingungen sind nur unvollständig bekannt, und ein (nicht willkürlich definierter) Planungshorizont fehlt. Dem Bewertungsproblem bei offenem Entscheidungsfeld haften alle Defekte eines schlechtstrukturierten Planungsproblems an:

#### Vier Strukturdefekte

1. *Wirkungsdefekte* resultieren daraus, daß keine Gesetze bekannt sind, nach denen sich der Erfolg bestimmter Maßnahmen richtet (z.B. Beeinflussung der von der Konkurrenz verfolgten Strategie, Verschlechterung der Unternehmenskultur nach einer Akquisition, Werbeerfolg).
2. *Bewertungsdefekte* ergeben sich vor allem aus dem Unvermögen, künftige unsichere Größen wie Absatzmengen, Zinssätze, Rohstoffpreise und Tarifabschlüsse korrekt vorherzusehen. Nach welchen Kriterien sollen außerdem Vermögensgegenstände am Planungshorizont bewertet werden? Andere Größen wie beispielsweise Dividendenausschüttungen hängen zwar (mit) von eigenen Entscheidungen ab, sind aber im Planungszeitpunkt ebensowenig vollständig prognostizierbar. Auch wenn die Verknüpfung von bestimmten Planungsparametern im Hinblick auf ihre Erfolgswirkung keine Schwierigkeiten bereiten sollte, bleibt man doch in hohem Maße auf ungenaue Schätzungen angewiesen.
3. Der *Zielsetzungsdefekt* ist die Folge des Umstandes, daß bei Unsicherheit ein Optimalverhalten nur ex post und für einen willkürlich abgegrenzten Planungshorizont definiert ist. Damit bleibt unklar, welche kürzerfristigen Ersatzziele das Unternehmen ex ante wählen soll, um das Oberziel der langfristigen Behauptung am Markte zu erreichen. Der Zielsetzungsdefekt resultiert demnach aus Wirkungs- und Bewertungsdefekten in bezug auf die Beeinflussung des Oberziels durch die zu planenden Maßnahmen. Hinzu tritt noch das unlösbare Grundsatzproblem, divergierende Ziele mehrerer Eigentümer gleichzeitig zu verfolgen.
4. Selbst wenn alle Daten und Zusammenhänge bekannt wären, führte die Komplexität des unternehmensweiten Totalmodells zum *Lösungsdefekt*. Die optimale Lösung des Planungs- und Bewertungsproblems ließe sich nicht mit wirtschaftlich vertretbarem Aufwand bestimmen.

Um unter solchen Voraussetzungen überhaupt planen zu können, sind massive *heuristische Komplexitätsreduktionen* unvermeidlich. Alle in diesem Zusammenhang zu treffenden Entscheidungen – beispielsweise die pragmatische Wahl eines Planungshorizonts, einer Ersatzzielsetzung und einer Bewertungstechnik am Planungshorizont – beeinflussen unmittelbar die Ergebnisse des Bewertungsmodells. Es kann also unter Unsicherheit von vornherein nicht davon ausgegangen werden, daß ein eindeutiger, tatsächlicher Entscheidungswert *ex ante* auch nur theoretisch möglich sei. Der *Begriff* des Unternehmenswerts als Entscheidungswert umfaßt dann notwendig eine *Bandbreite* verschiedener möglicher Werte, die auf keine Weise zu einer einzigen Zahl verdichtet werden kann. Selbst die umfassendste und exakteste theoretische Analyse vermag keine einwertige Festlegung des Entscheidungswerts herauszukristallisieren.

Konsequenz:  
Entscheidungswert als  
Bandbreite

Die theoretischen Strukturierungsversuche, unsichere Zahlungsströme zu beurteilen, führen demnach auf natürliche Weise zu dem zweiten Wesensmerkmal der Unternehmensbewertung: der Unmöglichkeit, die erforderlichen Informationen zu erlangen. Bislang wurde dargelegt, aus welchen Gründen der Entscheidungswert im Planungszeitpunkt begrifflich nur als Bandbreite und nicht als Zahl denkbar ist. Anschließend sei noch erörtert, warum diese Tatsache gegenüber allen Bemühungen resistent bleibt, den Unternehmenswert durch Fortschritte der Wissenschaft, besonders der Kapitalmarkttheorie, doch noch eindeutig zu bestimmen.

Erkenntnisgrenzen

In der modernen Finanzierungstheorie ist die Tendenz unverkennbar, die Lösung klassischer Bewertungsprobleme von einer zunehmenden Vollkommenheit, Vollständigkeit und Informationseffizienz der Märkte zu erhoffen. Der Markt gilt als die höchste Autorität der Wirtschaftswissenschaft – daher scheint es auf den ersten Blick naheliegend, den Entscheidungswert als *Marktpreis* bestimmen zu lassen. Solch eine Sichtweise verkennt jedoch den Umstand, daß finanzielle Transaktionen gerade deswegen stattfinden, weil sich Wert und Preis unterscheiden: Wenn der Preis genau dem Wert des Unternehmens entspricht, bringt der Kauf keinen Vorteil und kann deshalb ebenso gut unterbleiben. Das Geschehen auf Finanzmärkten lebt aber geradezu davon, daß Käufer und Verkäufer glauben, zu dem vereinbarten Preis jeweils ein vorteilhaftes Geschäft zu tätigen. Die Existenz von Marktpreisen löst also noch nicht das Bewertungsproblem, weil (subjektiver) Wert und (objektiver) Preis im allgemeinen voneinander verschieden sind.

Wert ist nicht Preis

Besonders in bezug auf die Lösung von Prognoseproblemen sind Hoffnungen auf eine vermeintliche Bewertungskompetenz des Kapitalmarktes zu dämpfen: Wie empirische Untersuchungen belegen, tendiert beispielsweise die Prognosezuverlässigkeit von Terminzinssätzen gegen null. Selbst wenn – was ja gar nicht der Fall ist – ein vollkommener und vollständiger Markt für unsichere Zahlungsströme existierte, wären seine Wertansätze nicht für alle Wirtschaftssubjekte verbindlich, weil subjektive Wertvorstellungen auch dann noch vom objektiven Marktpreis abweichen können und deshalb erst die Motivation für Kauf- oder Verkaufsentscheidungen liefern. Der Markt ist kein von Gott eingesetztes Orakel,

Marktprognosen als  
„heilige Kuh“?