

# Anwendungsorientierte Unternehmensbewertung im Spannungsfeld von Theorie und Praxis erfordert eine angemessene Komplexitätsreduktion



» AUTOR Prof. Dr. Christian Aders

Im Jahr 1983 veröffentlichte *Wolfgang Ballwieser* seine Habilitationsschrift mit dem Titel „Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion“ und plädierte für die Abkehr von Totalmodellen, die exakte Informationen voraussetzen und sprach sich für die Handhabung der Komplexität einer Unternehmensbewertung durch eine Fokussierung auf Entscheidungs- und Anwendbarkeit der Bewertungsmodelle aus. Mehr als 30 Jahre später ist dieses Plädoyer aktueller denn je!

Durch die zunehmende Internationalisierung und Integration der Kapitalmärkte ist in den letzten Jahren die Komplexität der Transaktionspraxis und der dabei zum Einsatz kommenden Unternehmensbewertungen rasant gestiegen. Bei M&A-Transaktionen unter Beteiligung von börsennotierten Gesellschaften kommen regelmäßig Fairness Opinions auf Käufer- und Verkäuferseite, Verkehrswertgutachten zur Bestimmung der angemessenen Abfindung von Minderheitsaktionären sowie Fair Value-Gutachten für Zwecke der internationalen Rechnungslegung nach IFRS zum Einsatz. Werden internationale Hedge Fonds und aktivistische Minderheitsaktionäre tätig, dann werden die entsprechenden Bewertungen im Zuge von Kontrollübernahmen oder auch Delistings zudem jahrelang vor deutschen Gerichten diskutiert. Insbesondere in Krisen und Konfliktsituationen zeigt sich, ob die in der Bewertungspraxis verwendeten theoriebasierten Bewertungsmodelle mit den verfügbaren empirischen Daten korrespondieren und die implizit im Bewertungskalkül gesetzten Prämissen die zu modellierende Bewertungssituation konsistent abbilden oder mit dieser in einem Widerspruch stehen. Oft modifizieren Bewertungspraktiker in diesen Situationen evolutionär die verwendeten Bewertungsmodelle, um aktuelle theoretische Entwicklungen aufzugreifen und um möglichst umfänglich die empirische Bewertungssituation im Kalkül abzubilden. Am Beispiel der Discounted Cash Flow-Methode hat dies dazu geführt, dass das Risiko der Fremdkapitalgeber und Steuervorteile sowie Insolvenzrisiken im Modell abgebildet werden. Im Zuge von Bewertungen zur Bestimmungen der angemessenen Abfindung von Minderheitsaktionären, was jährlich ca. 20 Fälle von gelisteten Unternehmen betrifft, wurde das aktuell geltende Abgeltungssteuersystem ins Bewertungsmodell integriert (das sog. Tax-CAPM). Die Bewertungspraxis hat so in den letzten 30 Jahren eine enorme Komplexitätserhöhung bzw. Technisierung erfahren, die zeitweise das Kriterium der Praktikabilität aus dem Auge verloren hat. Praktikabilität bedeutet nicht Theorielosigkeit, sondern in Kenntnis des theoretisch korrekten Bewertungsmodells bewusst notwendige Einschränkungen vorzunehmen, um die verfügbaren empirischen Daten zu verarbeiten (und nicht auf reine Fiktionen abzustellen), die zu lösende reale Entscheidungssituation nachzubilden, sich kommunikativ am Kennt-

nisstand der Adressaten der Bewertung auszurichten und auf intersubjektive Nachprüfbarkeit zu achten. Neben dieser Orientierung an einer angemessenen Komplexitätsreduktion sollte der Bewerter zudem stets darauf achten, nicht den Fehler dritter Art zu begehen, d.h. das falsche Problem zu lösen. Die von *Wolfgang Ballwieser* 1983 geforderte „optimale“ Komplexitätsreduktion impliziert heute, dass man sich stets die Frage stellt, für wen und aus welcher Perspektive man eine Bewertung durchzuführen hat und sich rückbesinnt auf das Wesen der Unternehmensbewertung. Dies ist die Abbildung des Risikos bzw. Cash Flow-Potenzials des Geschäftsmodells in Szenarioplanungen, die explizit die Sensitivitäten der drei bis fünf maßgeblichen Wertdeterminanten im Fokus haben, und den intersubjektiv nachvollziehbaren Unternehmensvergleich. Dabei ist es durchaus sachgerecht, mehrere Bewertungsmethoden parallel zu verwenden, um anhand der Kenntnis der Spezifika des zu bewertenden Unternehmens stets bestehende Bewertungsunterschiede erklären zu können.

Wird in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung nicht der Notwendigkeit einer angemessenen Komplexitätsreduktion berücksichtigt, besteht die Gefahr, dass Adressaten von Bewertungsgutachten die darin verwendeten Modelle und Parameter zum Teil vollständig ablehnen, auch wenn diese Modelle, mit Augenmaß angewandt, durchaus geeignet sind, die Vorgehensweise von Unternehmenskäufern und -verkäufern angemessen zu simulieren. Aktuell zeichnet sich eine derartige Gegenreaktion – oder auch „Overshooting“ – in der juristischen Literatur zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei dominierten Transaktionen ab, wo nicht nur das Tax-CAPM, sondern auch das in der internationalen Transaktionspraxis und Rechnungslegung gebräuchliche CAPM-Modell zur Bestimmung von Eigenkapitalkosten abgelehnt wird. Andere Beispiele für ein Overshooting sind die alleinige Verwendung von Börsenkursen bei Verschmelzungsbewertungen oder der Entfall des Anspruchs auf eine Abfindung beim Delisting, womit der Liquidität einer Aktie ein Preis von Null beigemessen wird.

Zum Abschied von *Wolfgang Ballwieser* aus der Lehre an der Ludwig-Maximilians-Universität zu München zum Ende des Wintersemesters 2013/14 ist ihm persönlich für seine vielfältigen und stets kritischen Beiträge zur Weiterentwicklung von Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung herzlichst zu danken und zu hoffen, dass seine Forderung nach einer Komplexitätsreduktion wieder mehr Beachtung findet!

*Prof. Dr. Christian Aders* ist Mitherausgeber von *CORPORATE FINANCE* und Honorarprofessor an der Ludwig-Maximilians-Universität München. Er ist zudem Gründer und CEO der *Value-Trust Financial Advisors SE*.