

*Hering, Thomas ; Brösel, Gerrit:*

***Der Argumentationswert als "blinder Passagier" im IDW S 1 -  
Kritik und Abhilfe***

---

*Zuerst erschienen in:*

Die Wirtschaftsprüfung <Düsseldorf>. - Düsseldorf : IdW-Verl., ISSN  
0043-6313, 57. Jg. (2004), S. 936-942

# DIE WIRTSCHAFTSPRÜFUNG

VEREINIGT MIT DEN ZEITSCHRIFTEN „DER WIRTSCHAFTSPRÜFER“ UND „DER WIRTSCHAFTSTREUHÄNDER“

Der Berater der Wirtschaft

Betriebswirtschaftliches Archiv und Fachorgan für das wirtschaftliche Prüfungs- und Treuhandwesen

Herausgegeben vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.

---

Jahrgang 57

Düsseldorf, 1. September 2004

Nummer 17

---

## Der Argumentationswert als „blinder Passagier“ im *IDW S 1* – Kritik und Abhilfe –

Von Univ.-Prof. Dr. habil. Thomas Hering, Fern-Universität Hagen,  
und Dr. Gerrit Brösel, Technische Universität Ilmenau

### 1. Einleitung

Im Jahre 2000<sup>1</sup> hat der *Hauptfachausschuss (HFA) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW)* seine 1983<sup>2</sup> verabschiedeten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen revidiert. Leider wurde bei dieser Gelegenheit versäumt, vorhandene Unzulänglichkeiten der alten Empfehlungen, wie das Konzept des „objektivierten“ Wertes, auszuräumen. Der *HFA* ersetzte statt-

dessen in weiten Teilen bewährte deutsche und europäische Gütestandards und Fachbegriffe durch US-amerikanische Gepflogenheiten und Bezeichnungen. In Verkennung gravierender theoretischer Unter-

---

1 Vgl. *IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1)*, WPg 2000, S. 825 ff.

2 Vgl. *IDW Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW St/HFA 2/1983)*, WPg 1983, S. 468 ff.

schiede zwischen dem Ertragswertverfahren und den vielen „Discounted Cash Flow“-Verfahren (DCF-Verfahren) empfiehlt das IDW nunmehr gleich alle diese Verfahren als äquivalente Konkretisierungen der Zukunftserfolgswertmethode. Vor diesem Hintergrund werden zunächst Details der durch den HFA des IDW vollzogenen Änderungen, insbesondere im Hinblick auf vorgeschlagene Bewertungsverfahren, kritisch gewürdigt. Es zeigt sich im folgenden Kapitel 2, dass das IDW mit den DCF-Verfahren implizit erstmals – wohl unbeabsichtigt – Argumentationswerte „kanonisiert“ hat. Daher wird im Kapitel 3 das in der Praxis ungemein verbreitete, aber von der Theorie noch weitgehend vernachlässigte Konzept des Argumentationswertes theoretisch diskutiert und seine offene Aufnahme in die vom HFA erlassenen „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ angeregt.

## 2. DCF-Werte als verkappte Argumentationswerte im IDW S I

### 2.1 Zu den vorgeschlagenen DCF-Methoden und ihren vermeintlich grundsätzlich äquivalenten Ergebnissen

Mit der Verabschiedung des IDW S I vollzieht der HFA des IDW einen Übergang von methodischer Klarheit (IDW St/HFA 2/1983) zum Methodenpluralismus.<sup>3</sup> Eine Begründung hierfür wird vom IDW nicht geliefert. Geradezu paradox erscheint in diesem Zusammenhang der etwas „angstvoll“ klingende Hinweis des HFA, dass bei gleichen Annahmen Ertragswert- und DCF-Verfahren gleiche Werte liefern und bei ungleichen Annahmen natürlich ungleiche Werte.<sup>4</sup> Das klingt trivial und darum verdächtig: Wenn die DCF-Verfahren dem Ertragswertverfahren äquivalent sind, warum bedurfte es dann ihrer Aufnahme in den neuen IDW Standard (anstatt beispielsweise einer Fußnote, dass der Ertragswert in den Vereinigten Staaten als DCF bezeichnet wird)? Wenn sie nicht äquivalent sind, weil die Annahmen differieren, welche Annahmen sind dann „richtig“ – die der Ertragswertmethode oder die der DCF-Verfahren? Und wenn es neue Erkenntnisse gibt, warum lassen sie sich nicht im Ertragswertverfahren berücksichtigen, sondern nur in einer anderen Begriffs- und Modellwelt? Der Verdacht liegt nahe, dass es hier – genau wie beim Übergang von der Deutschen Mark zum Euro – lediglich um eine relativ kurze Phase „paralleler Preisauszeichnung“ gehen soll, an deren Ende nur noch die „neuen“ DCF-Verfahren als die vermeintlich überlegenen empfohlen werden. Diese Konsequenz würde für die Arbeit des IDW indes einen bedeutenden theoretischen Rückschritt und praktischen Missgriff darstellen, wie im Folgenden anhand der neuen Empfehlungen des IDW<sup>5</sup> exemplarisch herausgearbeitet wird.

Der IDW S I unterscheidet mehrere DCF-Verfahren, die angabegemäß äquivalente Ergebnisse generieren sollen. Nach Abschn. 7.3.1 des IDW S I werden den DCF-Verfahren der WACC-Ansatz (WACC = Weighted Average Cost of Capital = gewogene durchschnittliche Kapitalkosten), der APV-Ansatz (APV = Adjusted Present Value = angepasster Barwert) und der Equity-Ansatz (equity = Eigenkapital) subsumiert.<sup>6</sup> WACC- und APV-Ansatz ermitteln jeweils einen Unternehmensgesamtwert, von dem zur Bestimmung des Eigentümerwertes („shareholder value“) noch der Marktwert des Fremdkapitals zu subtrahieren ist. Nur der Equity-Ansatz errechnet, wie der Name bereits andeutet, direkt den „Eigenkapital-Wert“.

Vorsichtig formuliert der HFA: „Ungeachtet der Unterschiede in der Rechentechnik führen die einzelnen DCF-Verfahren grundsätzlich [sic!, die Verf.] zu übereinstimmenden Ergebnissen“<sup>7</sup>. Diese Behauptung beruht auf veralteter Literatur. Selbst im schon von Modigliani und Miller 1963 abschließend behandelten Fall der ewigen Rente sind die drei DCF-Verfahren nur dann äquivalent, wenn die jeweils unterschiedlichen Bewertungsgrößen zueinander theoretisch konsistent geschätzt werden, was in der Praxis ausgeschlossen sein dürfte.<sup>8</sup> Außerdem bleibt unverständlich, wieso man überhaupt drei Methoden kennen soll, wenn eine genügen müsste. Schon das auffällige „Beschwören“ der Äquivalenz deutet darauf hin, dass in der Praxis genau das Gegenteil der Fall ist und die Methodenwahl *de facto* das Ergebnis determiniert.<sup>9</sup> Der neue IDW Standard schweigt auf die Frage des Anwenders, welches der präsentierten „neuen“ DCF-Verfahren er denn dann wählen solle, sehr beredt. Das Ertragswertverfahren, möchte man am liebsten auf diese Frage antworten, denn nach IDW S I sind ja Ertragswert und DCF bei gleichen Annahmen sowieso gleich.<sup>10</sup>

3 Zum Folgenden vgl. Hering, in: Brösel/Kasperzak (Hrsg.), Internationale Rechnungslegung, Prüfung und Analyse, München/Wien 2004, S. 510 ff.

4 Vgl. IDW S I, WPg 2000, S. 835.

5 Vgl. IDW S I, WPg 2000, S. 837 f. (Abschn. 7.3, „Ermittlung des Unternehmenswerts nach den DCF-Verfahren“).

6 Vgl. IDW S I, WPg 2000, S. 837.

7 IDW S I, WPg 2000, S. 837.

8 In der Theorie ist die Überführung nur im ewigen Rentenfall einfach und allgemeingültig, aber gerade darum sind dann der WACC- und der Equity-Ansatz als reine Umformungen des APV-Ansatzes nach Modigliani/Miller überflüssig; vgl. Hering, Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999, S. 152, mit Bezug auf Modigliani/Miller; AER 1963.

9 Auch überzeugte Adepten der angelsächsischen Bewertungslehre verweisen – mit anderer als der hier vertretenen investitionstheoretischen Begründung – auf die Nichtäquivalenz der DCF-Varianten; vgl. etwa Kruschwitz/Löffler, FB 2003, S. 731 f.

10 Versteht man den Ertragswert (im Gegensatz zum „objektivierten“ IDW-Ertragswert) investitionstheoretisch als Bandbreite und den DCF finanzierungstheoretisch als Punktwert, kann von Äquivalenz natürlich keinesfalls die Rede sein. Die Schwächen der DCF-Verfahren zeigen sich am deutlichsten im Spiegel des investitionstheoretischen Ertragswertverfahrens, welches aber nicht Thema dieses Beitrags ist. Dazu und zur Vertiefung der DCF-Varianten siehe Hering, a.a.O. (Fn. 8), S. 145–167.

## 2.2 Zur Kompatibilität der vorgeschlagenen Berechnung des Fremdkapitalmarktwertes mit dem WACC-Ansatz

Im Abschn. 7.3.2.1 des *IDW S 1* heißt es: „Den Marktwert des Fremdkapitals erhält man, indem die Cash flows an die Fremdkapitalgeber mit einem das Risikopotenzial dieser Zahlungsströme widerspiegelnden Zinssatz diskontiert werden. Die Differenz aus Gesamtkapitalwert und Marktwert des Fremdkapitals entspricht dem Marktwert des Eigenkapitals (Unternehmenswert).“<sup>11</sup>

Im WACC-Ansatz besteht ein Zirkularitätsproblem,<sup>12</sup> weil der gewogene Kapitalkostensatz als Gewichte die Eigen- und Fremdkapitalquoten in Marktwerten benötigt, die doch gerade mit dem ganzen Verfahren erst zu bestimmen sind. Auch schon zur Berechnung des in den WACC (mit der Eigenkapitalquote gewichtet) einfließenden Eigenkapitalkostensatzes muss der doch erst zu findende Verschuldungsgrad (als Verhältnis von Fremdkapital- zu Eigenkapitalmarktwert) bekannt sein. Allein aus dieser Zirkularität ist aber der Fremdkapitalmarktwert bereits determiniert; es besteht überhaupt kein Freiheitsgrad mehr, ihn alternativ durch Diskontieren des Kapitaldienstes mit einem risikoangepassten Zinsfuß zu bestimmen, wie *IDW S 1* es empfiehlt. In der DCF-Formel des WACC-Ansatzes dienen die Fremdkapitalzinsen zugleich als Basis zur Ermittlung der Steuerzahlungen, so dass ein das Risikopotential widerspiegelnder Fremdkapitalzins überhaupt nicht vorkommt und demnach im WACC-Ansatz nicht verwendet werden darf.<sup>13</sup> Im praktisch (zumindest für die nicht mehr detailliert planbare Phase) bedeutsamen einfachen Fall der ewigen Rente wird der „Steuerschild“ gar mit dem Sicherheitszinsfuß diskontiert, was keinen Raum für das vom *IDW* ins Spiel gebrachte „Risikopotenzial“ lässt.

In aller Regel entspricht also der nach der Empfehlung des *IDW* berechnete diskontierte Fremdkapitalwert in der Praxis nicht dem Wert, welcher sich allein aus der Logik des Gleichgewichtsmodells zwingend ergibt. Das Gleichgewichtsmodell nach *Modigliani/Miller* kennt keine Diskontierung der expliziten Fremdkapitalzahlungen mit risikoangepassten Fremdkapitalzinssätzen und kommt daher zu einem anderen, dem *IDW Standard* widersprechenden Fremdkapitalmarktwert.

Da die Empfehlung des *IDW* allerdings sachlogisch nicht ganz von der Hand zu weisen ist, wirft dieser Einwand ein bezeichnendes Licht auf die mangelnde Schlüssigkeit des gleichgewichtstheoretischen WACC-Ansatzes für praktische Bewertungszwecke. Nur in der reinen Theorie des Kapitalmarktgleichgewichts wird man postulieren dürfen, dass aus Gründen der Arbitragefreiheit zwei verschiedene Gleichgewichtsmodelle<sup>14</sup> zum selben Fremdkapitalwert führen müssen. In der wenig vollkommenen Welt der Praxis sieht das anders aus, und divergierende Methoden zei-

tigen unschönerweise divergierende Ergebnisse. *IDW S 1* verschließt davor die Augen und versichert dem ratlosen Anwender beruhigend, dass aber dennoch „grundsätzlich“ alle Modelle denselben Wert liefern müssten, wenn man sie nur richtig kalibrierte.

## 2.3 Zur Empfehlung, zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten für den WACC-Ansatz auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) der neoklassischen Kapitalmarkttheorie zurückzugreifen

Im Abschn. 7.3.2.5 des *IDW S 1* wird überaus unkritisch dem theoretisch und empirisch längst als gehaltlose Tautologie widerlegten Betafaktor gehuldigt.<sup>15</sup> Die Einwände gegen das (aus den sechziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts stammende und darum nicht gerade „moderne“) CAPM als solches sind Legion.<sup>16</sup> Warum dieses u. a. auf den einschneidenden Annahmen der Risikoscheu ( $\mu$ - $\sigma$ -Prinzip), der Einperiodigkeit und der Abwesenheit von Steuern basierende Modell aber gerade mit DCF-Ansätzen gekoppelt werden soll, die doch bekanntlich mehrperiodige Zahlungsströme präferenzfrei unter expliziter Berücksichtigung von Steuerwirkungen zu bewerten suchen, ist kaum einsichtig. Derartige Vorschläge eignen sich nur zur Generierung von parteiischen Argumentationswerten im Angesicht theoretisch schwacher Verhandlungspartner. Da das *IDW* aber genau diesen Bewertungszweck (bislang) nicht verfolgen möchte, stellen seine Empfehlungen fachlich kein Ruhmesblatt dar. Der *HFA* kann auf die ihm wohlbekannte, überlegene betriebswirtschaftliche Theorie leicht zurückgreifen und beugt sich dennoch mit seinem *IDW S 1* unnötig (und womöglich wider besseres Wissen?) dem Zeitgeist. Aber mit ein wenig Einsicht lässt sich solch ein Fehler auch wieder korrigieren. Wo es um viel Geld geht, wird man sich ökonomisch bizarre Bewertungsverfahren nicht lange leisten können.<sup>17</sup>

11 *IDW S 1*, WPg 2000, S. 837.

12 Die zur „Rettung“ des WACC-Ansatzes vor dem Zirkularitätsproblem ins Spiel gebrachte Zielkapitalstruktur bzw. „wertorientierte“, „atmende“ Finanzierungspolitik ist ein gutes Beispiel für eine nicht problem-, sondern methodenorientierte Herangehensweise, welche ohne Rücksicht auf betriebswirtschaftliche Plausibilität und ökonomischen Optimierungsanspruch theoretisch unterlegenen angelsächsischen Konstrukten anhängt; vgl. Hering, a.a.O. (Fn. 8), S. 155.

13 Es ergäben sich falsche Steuerzahlungen, denn nur die tatsächlichen Fremdkapitalzinsen führen zur Steuerersparnis, nicht jedoch irgendwelche wie auch immer definierten risikoangepassten Fremdkapitalzinsen.

14 Das eine ist der DCF-Ansatz mit WACC, das andere die arbitragefreie Bewertung der expliziten Fremdkapitalzahlungsströme.

15 *IDW S 1*, WPg 2000, S. 838.

16 Siehe hierzu allgemein Hering, Investitionstheorie, 2. Aufl., München/Wien 2003, S. 289–296, sowie speziell im Rahmen der Unternehmensbewertung Hering, a.a.O. (Fn. 8), S. 119 ff. und 165 ff.

17 Sehr bitteres Lehrgeld mussten z. B. jene Anleger bezahlen, welchen die heillos überhöhten Preise am inzwischen untergegangenen Neuen Markt einst mit theoretisch fragwürdigen „Realloptionswertverfahren“ schmackhaft gemacht worden waren. Auch hier hieß es bis zum Platzen der Spekulationsblase, die Ertragswertmethode sei überholt und man müsse zu gänzlich neuen Verfahren für die so genannte „Neue Ökonomie“ greifen.

## 2.4 DCF-Werte sind Argumentationswerte

In der zunehmend unübersichtlichen theoretischen Diskussion der DCF-Verfahren bekennen sich einige maßgebliche Kombattanten zwar mitunter zu Missverständnissen;<sup>18</sup> das Hauptmissverständnis wird in der Literatur jedoch nach wie vor eher selten erkannt: Ausgehend von idealisierten Annahmen – Informationseffizienz, Vollständigkeit und Vollkommenheit der Märkte – versuchen die Befürworter dieser Modelle, einen „objektiven“ Tauschwert des Unternehmens als fiktiven Marktgleichgewichtspreis zu bestimmen.<sup>19</sup> Abgesehen von den wirklichkeitsfernen Prämissen der DCF-Modelle und deren inkonsistenter Kombination erscheint es bei der Analyse dieser Gleichgewichtsmodelle fraglich, woher die Individuen schließlich die Anregung zur Transaktion nehmen, wenn der Wert des Unternehmens genau dem Preis entspricht und somit der Eigentümerwechsel niemandem einen Vorteil verschafft. Finanzierungstheoretische Bewertungsverfahren eignen sich insofern nicht zur entscheidungsorientierten Bewertung, und darum ist es ein großes Missverständnis, die DCF-Verfahren als Alternative zur grenzpreisbestimmenden Ertragswertmethode<sup>20</sup> anzubieten.

Die Anwender der DCF-Verfahren können aber in einer Beziehung beruhigt werden: Sie müssen ihr Werkzeug im Rahmen der funktionalen Unternehmensbewertung nicht ganz über Bord werfen. Die vielfältigen Methoden der finanzierungstheoretischen Modelle bilden ein ergiebiges Reservoir, aus dem sich verschiedenste so genannte Argumentationswerte (und bei gegenseitigem Einvernehmen auch Arbitriumwerte) schöpfen lassen.<sup>21</sup> Insofern reist der vom IDW bislang abgelehnte Argumentationswert als „blinder Passagier“ im neuen Standard 2000 mit, und es stellt sich die Frage, warum man ihn nicht offen „an Bord“ lässt.

## 3. Plädoyer für ein offenes Bekenntnis des IDW zum praxisrelevanten Argumentationswert

### 3.1 IDW und „objektivierte“ Werte

Mit der Verabschiedung des IDW S 1 hätte es sich zum Beispiel angeboten, das Konzept des für niemanden relevanten „objektivierten“ Wertes aufzugeben und sich stattdessen dem in der Theorie lange bekannten und in der Praxis höchst bedeutsamen – aber bislang vom IDW abgelehnten – Konzept des Argumentationswertes zu öffnen. Die Argumentationsfunktion wird aus Sicht der Wirtschaftsprüfer weiterhin als nicht mit dem Berufsstand vereinbar angesehen.<sup>22</sup> Im Unterschied zur Funktionenlehre wird den Wirtschaftsprüfern im Rahmen der Unternehmensbewertung, neben den Funktionen<sup>23</sup> als Berater des Bewertungsobjekts (im Sinne der *Entscheidungsfunktion*) und als Schiedsgutachter (im Sinne der *Vermittlungsfunktion*), in erster Linie die

Rolle eines neutralen Gutachters zugewiesen, der gemäß IDW S 1 weiterhin als zentrale Größe einen so genannten „objektivierten Wert“ ermitteln soll. Dieser „objektivierte“ Wert soll dem Wert der Unternehmung unter der Prämisse der Fortführung des bisherigen Unternehmenskonzepts entsprechen, der im Wesentlichen angesichts unzureichender Konkretisierung von noch nicht eingeleiteten zukünftigen Maßnahmen und personenbezogenen Wertfaktoren abstrahiert.

Einwände gegen die statische Orientierung des Modells des „objektivierten“ Unternehmenswertes sind insbesondere zu erheben, weil die Bewertung eine Einbettung in die Planungen des Bewertungsobjekts verlangt.<sup>24</sup> Aus der Planungsabhängigkeit folgt die Zukunftsbezogenheit. Eine Unternehmensbewertung verlangt nach Berücksichtigung der konkreten Ziele, Erwartungen und Handlungsmöglichkeiten des Bewertungsobjekts oder der Bewertungsobjekte unter realitätsnahen Annahmen.<sup>25</sup> Eine Bewertung muss somit, gleich ob in Entscheidungs-, Vermittlungs- oder Argumentationsfunktion, immer subjektbezogen erfolgen. Mit Beachtung dieser Erkenntnisse in der funktionsorientierten Betrachtungsweise der Unternehmensbewertung sollte die Suche nach „objektivierten“ Werten eigentlich überwunden sein.<sup>26</sup> Da sie es für den IFA jedoch noch nicht ist, werden nachfolgend die Grundlagen der bisher (jedenfalls „offiziell“) verschmähten Argumentationsfunktion dargelegt.

18 Vgl. Kruschwitz/Löffler, DB 2003, S. 1401 f., und Ballwieser, FB 2003, S. 735.

19 Siehe hierzu u. a. Serfling/Pape, WISU 1996, S. 57 ff.

20 Zur Ermittlung von Konzessionsgrenzen eignen sich allgemein investitionstheoretisch fundierte Modelle wie das Zustands-Grenzpreismodell (ZGPM), das Zukunftsleistungswertverfahren und die approximativ dekomponierte Bewertung. Diese Verfahren vereinfachen sich unter bestimmten Bedingungen zum Ertragswertverfahren und bilden deshalb dessen theoretische Grundlage. Vgl. u. a. Hering, a. a. O. (Fn. 8); Hering, DBW 2000, S. 362 ff.; Pfaff/Pfeiffer/Gathe, BFuP 2002, S. 198 ff.; Brösel, Medienrechtsbewertung, Wiesbaden 2002; Olbrich, in: Keuper (Hrsg.), Electronic Business und Mobile Business, Wiesbaden 2002, S. 677 ff.

21 Vgl. Hering, a. a. O. (Fn. 8), S. 108. Siehe dort auch zur ausführlichen Kritik an diesen Verfahren (S. 93 ff.). Siehe auch Brösel, UJM 2003, S. 130 ff.

22 Vgl. hierzu Brösel, a. a. O. (Fn. 20), S. 59.

23 Vgl. hierzu Matschke, Der Entscheidungswert der Unternehmung, Wiesbaden 1975; Matschke, Funktionale Unternehmensbewertung, Bd. II, Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden 1979.

24 Vgl. zur Kritik u. a. Schildbach, ZbF 1995, S. 620 ff.; Feldhoff, DB 2000, S. 1237 ff.; Hayn, DB 2000, S. 1346 ff., und Hommel/Braun/Schmotz, DB 2001, S. 341 ff. Siehe auch schon die Erkenntnisse der von Gossen sowie Menger und der Wiener Grenznutzenschule vor über hundert Jahren begründeten subjektiven Wertlehre: Gossen, Entwicklung der Gesetze des menschlichen Verkehrs, und der daraus fließenden Regeln für menschliches Handeln, Braunschweig 1854; Menger, Grundsätze der Volkswirtschaftslehre, Wien 1871.

25 Vgl. u. a. Olbrich, BFuP 2000, S. 454 ff.; Brösel/Dechant, in: Keuper (Hrsg.), E-Business, M-Business und T-Business, Wiesbaden 2003, S. 133 ff.; Matschke/Brösel, in: Meyer (Hrsg.), Unternehmensbewertung und Basel II in kleinen und mittleren Unternehmen, Lohmar/Köln 2003, S. 157 ff.

26 Ausnahmen bilden lediglich Nebenfunktionen der Bewertung, etwa Steuerbemessung oder gesellschaftsrechtliche Regelungen, in deren Rahmen durchaus aus Praktikabilitätsgründen pauschale, intersubjektiv nachprüfbar Annahmen erforderlich sind.

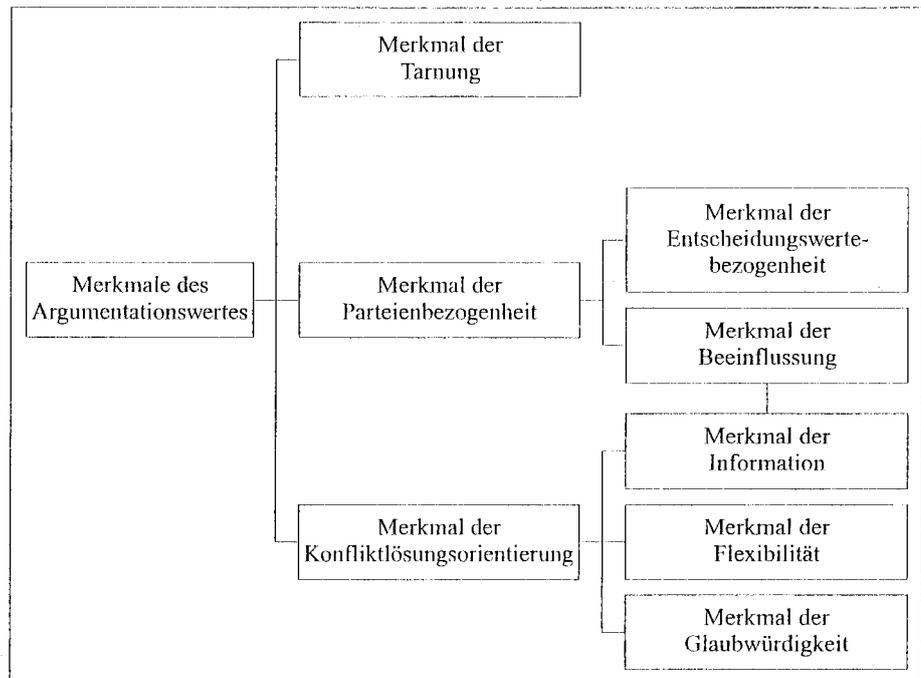
3.2 Argumentationsfunktion und Argumentationswerte

Das Ergebnis einer Bewertung in der *Argumentationsfunktion* wird *Argumentationswert* genannt.<sup>27</sup> Als Argumentationswert wird die Gesamtheit von Begründungen (Argumenten) verstanden, die eine Verhandlungspartei mit dem Ziel der Verbesserung der eigenen Verhandlungsposition oder Schwächung der Position des Verhandlungspartners und somit der Erreichung eines günstigeren Verhandlungsergebnisses selbst vorträgt oder auch vortragen lässt. Es sind parteiische Werte, deren Bedeutung in der Beeinflussung der Gegenseite in der Verhandlung liegt. Argumentationswerte werden zumeist in Form von angeblichen Entscheidungs- oder Arbitriumwerten gezielt in den Verhandlungsprozess eingebracht. Der Erwerb des Unternehmens soll zu Bedingungen realisiert werden, die sich möglichst fern von der eigenen Konzessionsgrenze und möglichst nahe an der vermuteten Konzessionsgrenze der Gegenseite befinden. Zweckdienliche Argumentationswerte setzen somit sowohl die Kenntnis des eigenen Entscheidungswertes als auch eine Vermutung über den gegnerischen Entscheidungswert voraus. Der vorab ermittelte Entscheidungswert sollte zweifelsohne mit Rücksicht auf die Stärke der eigenen Verhandlungsposition ein Wert hinter „vorgehaltener Hand“ sein.<sup>28</sup>

Wenn Verhandlungsteilnehmer ihre eigenen Entscheidungswerte kennen und auch beachten, stellen Argumentationswerte keine Instrumente der Übervorteilung dar.<sup>29</sup> Argumentationswerte zeichnen sich hingegen durch zahlreiche Eigenschaften aus, die sich den drei Hauptmerkmalen, dem Merkmal der Tarnung, dem Merkmal der Parteienbezogenheit und dem Merkmal der Konfliktlösungsorientierung, zuordnen lassen. Nachfolgende Übersicht zeigt eine mögliche Systematisierung der Eigenschaften des Argumentationswertes.

Da Argumentationswerte in eine Verhandlung nicht in ihrer eigentlichen Gestalt, sondern lediglich als vermeintliche oder scheinbare Entscheidungs- oder Arbitriumwerte eingebracht werden, gilt für sie das *Merkmal der Tarnung*. „Es gehört freilich zum Mimikry des Argumentationswertes, dass er seinen wahren Charakter verleugnet.“<sup>30</sup> Gemäß dem *Merk-*

*mal der Parteienbezogenheit* handelt es sich bei Argumentationswerten um subjektive Werte einer Verhandlungsseite, die auf eine konkrete Verhandlungssituation und somit auf einen konkreten Verhandlungspartner ausgerichtet sind und dabei die Verhandlungsposition im Verhandlungsprozess stärken sollen.<sup>31</sup> Folgen dieser Eigenschaft sind die Merkmale der Entscheidungswertebezogenheit und der Beeinflussung. Das *Merkmal der Entscheidungswertebezogenheit* zielt in zwei Richtungen. Einerseits bildet der eigene Entscheidungswert die letzte Rückzugslinie für den Argumentationswert. So darf mit der Einbringung von Argumentationswerten in die Verhandlung weder der eigene Entscheidungswert bekannt gegeben werden, noch sollten der Gegenseite wertvolle Rückschlüsse auf ihn ermöglicht werden. Andererseits sind Argumentationswerte auf den vermuteten gegnerischen Entscheidungswert auszurichten.<sup>32</sup> Das *Merkmal der Beeinflussung* besagt, dass mit Hilfe der Argumentationsfunktion der Unternehmensbewertung beim Verhandlungspartner



Übersicht: Systematik der Merkmale des Argumentationswertes

27 Vgl. hierzu Matschke, BFuP 1976, S. 517 ff.; Wagenhofer, BFuP 1988, S. 532; Gorny, Unternehmensbewertung in Verhandlungsprozessen, Wiesbaden 2002. Zum Folgenden siehe Brösel, in: Brösel/Kasperzak (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), S. 515 ff.

28 Schließlich werden so auch die Bewertungsgutachten von Wirtschaftsprüfern als Argumentationswerte verwendet, wenn es für die Konfliktparteien von Vorteil ist, weil grundsätzlich davon ausgegangen werden kann, „dass die Zahlen und Daten des Gutachtens nicht in täuschender oder gar betrügerischer Absicht zusammengestellt worden sind“; so Matschke, BFuP 1976, S. 521.

29 Vgl. Matschke, BFuP 1976, S. 520.

30 Matschke, in: Goetzke/Sieben (Hrsg.), Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung, Köln 1977, S. 91 ff., hier S. 102.

31 Vgl. Matschke, a.a.O. (Fn. 30), S. 91.

32 Vgl. Matschke, BFuP 1976, S. 521.

eine Veränderung des Verhaltens angestrebt wird. Dieser soll durch die Argumentationswerte bewusst zu Zugeständnissen bezüglich bestimmter konfliktlösungsrelevanter Sachverhalte oder angestrebter Verhandlungsergebnisse bewegt werden.

Das *Merkmal der Konfliktlösungsorientierung* äußert sich darin, dass Argumentationswerte grundsätzlich mit dem Zweck in die Verhandlung eingebracht werden, eine Einigung oder eine Nicht-Einigung<sup>33</sup> im Hinblick auf den Übergang des Eigentums am Bewertungsobjekt zu erzielen. Da Argumentationswerte i. d. R. keine einfach in den Raum gestellten Preisangebote, sondern begründete Preisvorstellungen darstellen, dienen sie dazu, die zwischen den Verhandlungspartnern hinsichtlich der Preishöhe oder anderer Parameter bestehenden Interessengegensätze zu überbrücken und schließlich eine Konfliktlösung zu erzielen.<sup>34</sup> Dies kann durch eine mit Hilfe der Argumentationswerte unterstützte kooperative Suche nach konfliktlösungsrelevanten Sachverhalten und einer anschließenden Einigung auf entsprechende Ausprägungen dieser Parameter erfolgen.<sup>35</sup> Die Konfliktlösungsorientierung spiegelt sich in den ihr untergeordneten Merkmalen der Information, der Flexibilität sowie der Glaubwürdigkeit wider. Das *Merkmal der Information* zeichnet die Argumentationswerte aus, weil die Verhandlungsparteien versuchen, mit diesen Werten ihre Angebote zu begründen.<sup>36</sup> Demzufolge gewinnt der Verhandlungspartner Informationen über die Preisvorstellungen der anderen Partei und kann gegebenenfalls auch auf die von dieser Partei gewählte Verhandlungstaktik schließen. Ferner können die Verhandlungspartner aus fremden und auch aus eigenen Argumentationswerten – insbesondere, wenn diese von „unabhängigen“ Gutachtern in den Prozess eingebracht wurden – eventuell bisher noch unbekannte Informationen über das Bewertungsobjekt gewinnen.<sup>37</sup> Mit den Argumentationswerten können dem Verhandlungspartner auch bewusst Informationen „zugespielt“ werden, um den vermuteten Einigungsbereich, die Differenz zwischen dem eigenen Entscheidungswert und dem mutmaßlichen Entscheidungswert der Gegenpartei, insbesondere durch eine angestrebte Korrektur des Entscheidungswertes der Gegenpartei zu erweitern.<sup>38</sup> Hierbei zeigt sich die enge Verknüpfung des Merkmals der Information mit dem Merkmal der Beeinflussung. Das *Merkmal der Flexibilität* beschreibt einerseits die Fähigkeit von Argumentationswerten, neue Informationen und Zwischenergebnisse der Verhandlung noch zu berücksichtigen. Andererseits sollten die im Rahmen der Argumentationsfunktion verwendeten Bewertungsverfahren insofern flexibel gestalt- und handhabbar sein, als sie für Argumentationen mehrere Ansatzpunkte zulassen, um gegenüber dem Verhandlungspartner nicht unglaubwürdig zu wirken.<sup>39</sup>

Schließlich erweist sich ein Argumentationswert nur als brauchbar, wenn ihn das *Merkmal der Glaubwürdigkeit* auszeichnet. Argumentationswerte sollen somit überzeugende, wenig angreifbare „realistische“ Werte sein, deren Ermittlung von der Gegenseite toleriert wird und welche von dieser schließlich als begründetes Angebot akzeptiert werden.<sup>40</sup> Hierzu eignen sich in Anbetracht des Ansehens des Berufsstandes vor allem die von Wirtschaftsprüfern erstellten Bewertungsgutachten, soweit die Verhandlungspartner nicht deren eingeschränkte Brauchbarkeit für Entscheidungszwecke erkennen.

Die Parteien können im Hinblick auf die Beeinflussung des Verhandlungspartners auf die eingesetzten Bewertungsgrößen und/oder die verwendeten Bewertungsverfahren abstellen.<sup>41</sup> Erfolgt die Beeinflussung der Gegenpartei über die *Bewertungsgrößen*, versuchen die Parteien, die innerhalb der investitionstheoretischen Bewertungsmodelle (z. B. im Zustands-Grenzpreismodell und im Zukunftserfolgswertverfahren) verwendeten Rechengrößen, wie z. B. die abgegrenzten Zukunftserfolge oder die verwendeten Kalkulationszinsfüße, in ihrem Sinne zu präsentieren. Bei Argumentation mit den *Bewer-*

33 Geht eine Verhandlungspartei mit dem Ziel in eine Verhandlung, dass es erst gar nicht zu einer Einigung kommen soll, können z. B. dargebotene astronomische Preisvorstellungen und -begründungen geeignete einigungsausschließende Argumentationswerte sein, die zu einer (schnelleren) Konfliktlösung im Sinne des Verhandlungsabbruchs führen.

34 Im Rahmen der Verhandlungs- und Entscheidungsphase muss sich über eine Vielzahl konfliktrelevanter Sachverhalte verständigt werden; vgl. hierzu *Matschke* (1975), a.a.O. (Fn. 23), S. 56 ff., und auch *Brösel*, a.a.O. (Fn. 20), S. 53 sowie S. 80 ff. Diese lassen sich in originäre und derivative konfliktlösungsrelevante Sachverhalte unterteilen. Wirken Parameter unmittelbar entscheidungsfeldverändernd, sind sie den originären konfliktlösungsrelevanten Sachverhalten zuzuordnen. Unter die derivativen konfliktlösungsrelevanten Sachverhalte fallen diejenigen, die nur mittelbar das Entscheidungsfeld des Bewertungsobjekts verändern. Letztere dienen dazu, die Ausprägungen der originären Sachverhalte herzuweisen oder zu begründen, und stehen somit in einer Mittel-Zweck-Beziehung zu diesen originären Verhandlungsgegenständen. Die Variablen „Bewertungsverfahren“, „Zukunftserfolg“ und „Kapitalisierungszinsfuß“ verändern beispielsweise das Entscheidungsfeld einer Konfliktpartei nur mittelbar. Sie dienen der Herleitung und argumentativen Abstützung des originären Sachverhalts „Kaufpreis“ und sind deshalb den derivativen konfliktlösungsrelevanten Sachverhalten zu rubrizieren. Neben der Argumentationsfunktion derivativer Sachverhalte besteht die Möglichkeit, die originären Sachverhalte im Rahmen der Verhandlung durch die derivativen Sachverhalte zu substituieren, wenn mit der Einigung der Konfliktparteien auf konkrete Ausprägungen der derivativen Sachverhalte die Extensionen der originären Sachverhalte bestimmt werden. Ohne dass der präsumtive Käufer notwendigerweise eine Verschlechterung der Verhandlungsposition befürchten muss, ist es ihm somit möglich, bei einzelnen derivativen Sachverhalten Verhandlungsbereitschaft zu offenbaren und nachzugeben; denn erst eine Verständigung über alle derivativen Sachverhalte determiniert den dazu gehörigen originären Sachverhalt und somit das Entscheidungsfeld. Eine positive Konfliktlösung setzt schließlich nur die Einigung der Verhandlungsparteien über die Extensionen aller originären Sachverhalte voraus.

35 Vgl. auch *Matschke*, a.a.O. (Fn. 30), S. 96 f.

36 Vgl. auch *Matschke*, a.a.O. (Fn. 30), S. 96.

37 Vgl. *Matschke*, BFuP 1976, S. 521.

38 Vgl. auch *Matschke*, a.a.O. (Fn. 30), S. 98 f.

39 Vgl. *Matschke*, a.a.O. (Fn. 30), S. 158 ff., hier S. 159.

40 Vgl. auch *Matschke*, a.a.O. (Fn. 30), S. 97.

41 Vgl. *Hering/Olbrich*, ZfB 2002, Erg.-Heft 5, S. 155 ff.

tungsverfahren selbst müssen der Gegenseite zur Wertfindung (u. U. nur scheinbar) ökonomisch fundierte Bewertungsmethoden geschickt dargeboten werden.<sup>42</sup> Hierzu eignen sich speziell solche Verfahren, die sich trotz ihrer Unbrauchbarkeit zur Entscheidungswertermittlung in der Praxis beachtlicher (aus entscheidungsorientierter Sicht unverständlicher) Beliebtheit erfreuen, wie beispielsweise die neoklassischen finanzierungstheoretischen Bewertungsmodelle (DCF- und Realloptionsverfahren) oder die so genannten „marktorientierten“ Multiplikatorverfahren.<sup>43</sup> Die argumentative Akzeptanz der DCF-Verfahren dürfte sich durch ihren aus entscheidungsorientierter Sicht fatalen „Ritterschlag“ im Rahmen des *IDW S I* noch weiter steigern, obwohl die betriebswirtschaftliche Literatur auf die Mängel der nun auch vom *IDW* propagierten Methoden hinlänglich hingewiesen hat.<sup>44</sup>

### 3.3 Konsequenzen für den nächsten *IDW Standard* zur Unternehmensbewertung

Es hat sich gezeigt, dass die Argumentationsfunktion und ihre Argumentationswerte im Unterschied zum „objektivierten“ Wert eine Einbettung in die Planungen des Bewertungsobjektes erfordern. Dabei stellen Argumentationswerte keine Instrumente der Übervorteilung dar, sondern dienen vielmehr dazu, Interessengegensätze in Verhandlungen z. B. durch Informationsvermittlung zu überbrücken, um letztendlich eine Konfliktlösung zu erzielen. Da insbesondere die von Wirtschaftsprüfern in Gutachten ermittelten Werte einen hohen Glaubwürdigkeitsbonus besitzen, eignen sie sich besonders gut zur Argumentation.

Warum sich das *IDW* bislang vor der Erkenntnis verschließt, dass Argumentationshilfen in Preisverhandlungen auf freien Märkten nichts Anstößiges anhaftet, ist nicht recht einsichtig. Die Zukunftsunsicherheit kann durch keine Methode bezwungen werden, und deshalb führen viele Wege nach Rom und

insbesondere nicht nur der des wenig plausiblen, für keine Partei relevanten objektivierten Wertes. Warum sollte ein Wirtschaftsprüfer nicht auch seine Mandanten in der Weise beraten dürfen, dass sie im freiwilligen Interessenausgleich durch von der Gegenseite zwangfrei akzeptierte Argumente ein günstigeres Ergebnis erzielen? Handreichungen zur Argumentations- und Verhandlungstaktik wären in einen künftigen *IDW Standard* aufzunehmen. Das veraltete Konstrukt des objektivierten Wertes könnte dafür entfallen.

## 4. Zusammenfassung

Im Jahre 2000 verabschiedete der *HFA des IDW* den *IDW S I* und löste sich damit von der methodischen Geschlossenheit der *IDW St/HFA 2/1983*. Stattdessen öffnete er sich – dem Zeitgeist und dem Druck US-amerikanischer Standardsetzung nachgebend – dem Methodenpluralismus. Allerdings eignen sich die nunmehr als der Ertragswertmethode gleichwertig empfohlenen DCF-Verfahren de facto nur zur Generierung von parteiischen Argumentationswerten im Angesicht theoretisch schwacher Verhandlungspartner (und bei gegenseitigem Einvernehmen auch zur Ermittlung von Arbitriumwerten). Eine Korrektur des *IDW S I* ist daher aus fachlicher Sicht dringend geboten. Bei dieser Gelegenheit könnte sich der *HFA des IDW* gleich dem in der Theorie seit langem bekannten – jedoch noch wenig erforschten – und gleichwohl in der Praxis höchst bedeutsamen Konzept des Argumentationswertes öffnen und sich vom statisch orientierten Modell des „objektivierten“ Unternehmenswertes lösen.

42 Vgl. auch Brösel, UM 2003, S. 130 ff.

43 Vgl. Hering/Olbrich, ZfB 2002, Erg.-Heft 5, S. 156 f.

44 Vgl. Schneider, DB 1998, S. 1473 ff.; Hering, a.a.O. (Fn. 8), S. 93 ff.; Krag/Kasperzak, Grundzüge der Unternehmensbewertung, München 2000, S. 112 ff.