

Brösel, Gerrit:

Objektiv gibt es nur subjektive Unternehmenswerte

Zuerst erschienen in:

Unternehmensbewertung & Management : UM ; Bewertungspraxis der Berater und Unternehmen. - Herne : Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, ISSN 1612-2615, (2003), 4, S. 130-134

Objektiv gibt es nur subjektive Unternehmenswerte

von Dr. Gerrit Brösel, Ilmenau*

I. Einleitung

Der Wert eines Gutes ergibt sich hinsichtlich des Ziel- und Präferenzsystems des Bewertungssubjekts aus seinem Grenznutzen und ist somit individuell, das heißt subjektiv. Diese Erkenntnis basiert auf der von Hermann Heinrich Gossen sowie Carl Menger und der so genannten Wiener Schule schon vor über hundert Jahren begründeten subjektiven Wertlehre. Auch durch den vielleicht noch bekannteren Eugen Schmalenbach ist die **Notwendigkeit des Subjektbezugs im Rahmen von Bewertungen** schon frühzeitig erkannt worden¹. Mit Beachtung dieser Erkenntnis in der subjektiven und schließlich auch in der funktionsorientierten Betrachtungsweise der Unternehmensbewertung war die Suche nach dem wahren Unternehmenswert vermeintlich überwunden. In der angelsächsischen Bewertungslehre bleibt jedoch der Sub-

jektbezug bisher weitestgehend unbeachtet². Insbesondere mit Blick auf die aktuellen Herausforderungen der Unternehmensbewertung³ und die daraus resultierende Bedeutung von Bewertungsfragen in der Zukunft ist deshalb vor der in Mode gekommenen unreflektierten Anwendung der aus der angelsächsischen Literatur stammenden finanzierungstheoretischen Modelle (z. B. APV-, WACC- oder der „Equity“-Ansätze) eindringlich zu warnen.

* Der Autor ist wissenschaftlicher Assistent und Habilitand am Fachgebiet Rechnungswesen/Controlling an der Technischen Universität Ilmenau.

1 Vgl. Schmalenbach, Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik, ZfB 1917/1918 S. 1 (4).

2 Vgl. Olbrich, Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, BFuP 2000 S. 454 (458 f.).

3 Vgl. Peemöller, Aktuelle Schwerpunkte und Herausforderungen der Unternehmensbewertung, UM 1/2003 S. 5-7.

Die Kernaussagen:

- ▶ **Vor der unreflektierten Anwendung der aus der angelsächsischen Literatur stammenden finanzierungstheoretischen Modelle ist zu warnen.**
- ▶ **Das Konzept der funktionalen Unternehmensbewertung hat die kontroversen Anschauungen zwischen objektiver und subjektiver Theorie überwunden.**
- ▶ **Aus den Hauptfunktionen der funktionalen Unternehmensbewertung resultieren der Entscheidungs-, der Argumentations- und der Arbitriumwert.**

Die für eine erfolgreiche Anwendung von Bewertungsverfahren erforderlichen theoretischen Grundlagen der Unternehmensbewertung werden im nachfolgenden Beitrag überblicksartig dargestellt. Nach einer einleitenden **Systematisierung von Bewertungsanlässen**, die im Zusammenhang mit einer Änderung der Eigentumsverhältnisse stehen, wird die **Entwicklung der Unternehmensbewertungstheorie von der objektiven über die subjektive zur funktionalen Konzeption** beschrieben. Wie jede Rechnung muss auch die Bewertungsrechnung zweckorientiert erfolgen. Die sich anschließenden Ausführungen geben deshalb einen **Überblick über die Hauptfunktionen der herrschenden funktionalen Bewertungslehre und ihre Wertarten**. Hierbei wird auf den möglichen Einsatz der finanzierungstheoretischen Bewertungsmethoden eingegangen.

II. Die Bewertungsanlässe

Im Rahmen der Unternehmensbewertung wird der zu bewertende Gegenstand, worunter regelmäßig ganze Unternehmen oder abgrenzbare Unternehmensteile fallen, als Bewertungsobjekt bezeichnet. Als Bewertungsobjekt gilt hingegen derjenige, aus dessen Sicht die Bewertung durchgeführt wird. Für diese Subjekte ergeben sich vielgestaltige Anlässe zu Unternehmensbewertungen. Eine Systematisierung dieser Anlässe, die letztlich die modelltheoretische Analyse unterstützt und adäquate Bewertungsmodelle ableiten lässt, ist auf Matschke⁴ zurückzuführen. Anlässe, die im Zusammenhang mit einer Änderung der Eigentumsverhältnisse stehen, lassen sich klassifizieren in Konfliktsituationen vom Typ des Kaufs/Verkaufs und vom Typ der Fusion/Spaltung, eindimensionale und mehrdimensionale Konfliktsituationen, jungierte und disjungierte Konfliktsituationen sowie dominierte und nicht dominierte Konfliktsituationen.

Den **Konfliktsituationen vom Typ des Kaufs/Verkaufs** werden jene Bewertungsanlässe subsumiert, bei denen sich die Eigentumsverhältnisse des zu bewertenden Unternehmens dergestalt ändern sollen, dass eine der

Konfliktparteien (Verkäufer) ihr Eigentum am Bewertungsobjekt zugunsten einer anderen Konfliktpartei (Käufer) aufgibt und dafür eine Gegenleistung von dieser erhält. In der Konfliktsituation vom Typ der Fusion/Spaltung kommt es indessen nicht zu einem derartigen Wechsel der Eigentümer. Von einer Konfliktsituation vom Typ der Fusion⁵ wird gesprochen, wenn mehrere Unternehmen vereinigt werden sollen und die Eigentümer dieser zu bewertenden Unternehmen Eigentum an der aus der Vereinigung entstehenden wirtschaftlichen Einheit erhalten werden. Spiegelbildlich zur Fusion lässt sich die Konfliktsituation vom Typ der Spaltung beschreiben.

Um in Verhandlungssituationen eine Einigung zwischen den konfligierenden Parteien herbeizuführen, ist eine Verständigung über bestimmte Bedingungen erforderlich. Diese werden als konfliktlösungsrelevante Sachverhalte bezeichnet. Hinsichtlich der Anzahl dieser Einigungsbedingungen werden **eindimensionale und mehrdimensionale Konfliktsituationen** unterschieden. Von eindimensionalen Konfliktsituationen wird gesprochen, wenn für die Einigung der konfligierenden Parteien lediglich ein konfliktlösungsrelevanter Sachverhalt von Bedeutung ist. In den Konfliktsituationen vom Typ des Kaufs/Verkaufs ist es gewöhnlich die Höhe des Preises, in den Konfliktsituationen vom Typ der Fusion/Spaltung die Verteilung der Anteile an der durch die Fusion entstehenden neuen wirtschaftlichen Einheit oder an den durch die Spaltung neu entstehenden Unternehmen. Eine mehrdimensionale Konfliktsituation liegt hingegen vor, wenn die Lösung des Konflikts zwischen den Parteien von weiteren Parametern abhängig ist.

Konfliktlösungsrelevante Sachverhalte lassen sich in originäre und derivative konfliktlösungsrelevante Sachverhalte unterteilen. Wirken Parameter unmittelbar entscheidungsfeldverändernd, sind sie den **originären konfliktlösungsrelevanten Sachverhalten** zuzuordnen. Damit es beispielsweise zum Eigentumswechsel an einem Unternehmen kommt, ist es für die konfligierenden Parteien erforderlich, sich über diese Parameter zu verständigen. Deshalb stehen die originären Sachverhalte zueinander in einem Komplementaritäts- oder Ergänzungsverhältnis. Den originären konfliktlösungsrelevanten Sachverhalten werden neben der Höhe des Entgelts z. B. der Umfang des Unternehmens sowie Regelungen über Wettbewerbsverbote zugeordnet. Allein schon die vielfältigen Gestaltungsformen des Entgelts stellen originäre Parameter dar.

Unter die **derivativen konfliktlösungsrelevanten Sachverhalte** fallen diejenigen, die nur mittelbar das Entscheidungsfeld des Bewertungsobjekts verändern. Die

4 Vgl. zu den dargestellten Konfliktsituationen Matschke, Der Entscheidungswert der Unternehmung, Wiesbaden 1975, S. 33 ff.; ders., Funktionale Unternehmensbewertung, Band II, Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden 1979, S. 30 ff. Zu weiteren Literaturhinweisen wird auch nachfolgend verwiesen auf Brösel, Medienrechtsbewertung, Wiesbaden 2002, S. 51 ff.

5 Vgl. auch Reicherter, Fusionsentscheidung und Wert der Kreditgenossenschaft, Wiesbaden 2000.

derivativen Parameter dienen dazu, die Ausprägungen der originären Sachverhalte herzuleiten oder zu begründen, und stehen somit in einer Mittel-Zweck-Beziehung zu diesen originären Verhandlungsgegenständen.

Um eine **disjungierte oder unverbundene Konfliktsituation** handelt es sich, wenn eine Konfliktpartei das Objekt in einer einzigen Konfliktsituation bewertet, die in

keiner Beziehung zu anderen Verhandlungen steht. Gewöhnlich wird in der Literatur nur diese vereinfachte Situation betrachtet⁶.

Von großer praktischer Relevanz ist indessen die **jungierte oder verbundene Konfliktsituation**. Diese liegt vor, wenn sich das Entscheidungsobjekt zugleich in mehreren Verhandlungssituationen befindet und sich daraus Interdependenzen ergeben. Eine isolierte Betrachtung der einzelnen Konfliktsituationen bildet dabei die Sachlage nicht zutreffend ab.

Mit der Unterscheidung zwischen **dominierten und nicht dominierten Konfliktsituationen** stellt sich die Frage, ob eine Änderung der Eigentumsverhältnisse des zu bewertenden Unternehmens von einer der konfligierenden Parteien beherrscht wird oder nicht. So wird unter einer nicht dominierten Konfliktsituation verstanden, dass keine der Konfliktparteien die Veränderung der Eigentumsverhältnisse des Bewertungsobjekts allein, also gegen den Willen und ohne Mitwirkung der anderen Partei, realisieren kann. Eine dominierte Konfliktsituation liegt dagegen vor, wenn eine der konfligierenden Parteien in der Lage ist, die Eigentumsverhältnisse am zu bewertenden Unternehmen auch gegen den erklärten Willen der anderen konfligierenden Partei durchzusetzen⁷.

III. Die Konzeptionen der Bewertung

Im Zentrum der **objektiven Unternehmensbewertung**, die bis in die sechziger Jahre als herrschende Literaturmeinung⁸ galt, stand die Ermittlung eines objektiven Werts des Unternehmens. Die Bestimmung dieses Werts sollte entpersonalisiert, also losgelöst von subjektiven Interessen, erfolgen. Der zu ermittelnde Wert haftet – nach Ansicht der Vertreter dieser Konzeption – dem Unternehmen an und ist von einem „normalen“ Unternehmer realisierbar.

Diese Theorie wollte dem Anspruch genügen, einen unparteiischen Wert zu bestimmen, um Interessengegensätze zwischen konfligierenden Parteien zu überwinden, ohne dabei jedoch Bezug auf die Interessen der Parteien zu nehmen. Aus diesen Gründen orientierten sich die Vertreter dieser Konzeption bei der Ermittlung des objektiven Werts vornehmlich an vergangenen und gegenwärtigen Verhältnissen. Die Ermittlung des objektiven, substanzorientierten Werts liefert aufgrund der Abstrak-

tion vom Bewertungssubjekt und von der jeweiligen Aufgabenstellung keine hinreichende Entscheidungsunterstützung.

Einen dazu konträren Standpunkt vertraten die Verfechter der **subjektiven Unternehmensbewertungstheorie**, deren Anschauung die objektive Unternehmensbewertungslehre abzulösen suchte⁹. Die Ermittlung des subjektiven Werts erfolgt unter Bezugnahme auf die Vorstellungen und Planungen eines konkreten Bewertungsinteressenten.

Für jedes Bewertungssubjekt kann das Unternehmen insofern einen grundsätzlich verschiedenen, spezifischen Wert haben, der den Grenzpreis des Unternehmens aus Sicht des jeweiligen Bewertungssubjekts widerspiegelt. Diese Konzeption der Unternehmensbewertung ist charakterisiert durch die fundamentalen Grundsätze der Bewertung: das Prinzip der Gesamtbewertung, das Prinzip der Zukunftsbezogenheit und das Prinzip der Subjektivität.

Die kontroversen Anschauungen zwischen objektiver und subjektiver Theorie wurden letztlich mit dem Konzept der **funktionalen Unternehmensbewertung**¹⁰ überwunden. Zentraler Punkt der seit Mitte der siebziger Jahre herrschenden Lehre ist die **Zweckabhängigkeit des Unternehmenswerts**. Der Wert eines Unternehmens wird mit Bezugnahme auf die Vorstellungen und Planungen des konkreten Bewertungsinteressenten unter expliziter Berücksichtigung der verfolgten Aufgabenstellung der Unternehmensbewertung ermittelt. „Die Unternehmung hat nicht bloß für jeden Bewertungsinteressenten einen spezifischen Wert, sondern kann auch je nach Aufgabenstellung einen durchaus unterschiedlichen Wert haben“¹¹.

Die Bewertung erfolgt zweckabhängig; der Unternehmenswert und das Verfahren zu seiner Ermittlung existieren

- 6 Ausnahmen finden sich bisher allein bei Matschke, Der Entscheidungswert der Unternehmung, Wiesbaden 1975, S. 336-356; Hering, Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999, S. 68-74; Brösel, a. a. O. (Fn. 4), S. 98 ff.
- 7 Vgl. auch Hering/Olbrich, Zur Bewertung von Mehrstimmrechten, ZfbF 2001 S. 20-38.
- 8 Siehe z. B. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952; Lackmann, Theorien und Verfahren der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Berlin 1962.
- 9 Vgl. Busse von Colbe, Der Zukunftserfolg, Wiesbaden 1957; Münstermann, Wert und Bewertung der Unternehmung, Wiesbaden 1966, sowie den Nachdruck der Aufsätze von Käfer, Zur Bewertung der Unternehmung, hrsg. von Helbling, Zürich 1996.
- 10 Grundlegende Arbeiten dieser Theorie, die auch unter der Bezeichnung „Kölnener Funktionenlehre“ bekannt ist, sind u. a. Sieben, Bewertung von Erfolgseinheiten, Habilitationsschrift, Köln 1968; Matschke, Der Kompromiß als betriebswirtschaftliches Problem bei der Preisfestsetzung eines Gutachters im Rahmen der Unternehmensbewertung, ZfbF 1969 S. 57-77; ders., a. a. O. (Fn. 6); ders., Funktionale Unternehmensbewertung, Band II, Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden 1979.
- 11 Matschke, Unternehmensbewertung: Anlässe und Konzeptionen, in: Corsten (Hrsg.), Lexikon der Betriebswirtschaftslehre, 3. Aufl., München/Wien 1995, S. 971 (973).

tieren nicht. Die funktionale Bewertungstheorie stützt sich dabei gleichermaßen auf die **Grundsätze der Gesamtbewertung, der Zukunftsbezogenheit sowie der Subjektivität, hier ergänzt durch den Grundsatz der Zweckabhängigkeit.**

IV. Die Funktionen der Bewertung und ihre Wertarten

Nur wenn von der jeweiligen Funktion der Unternehmensbewertung ausgegangen wird, lassen sich Verfahrensregeln zur Bewertung sinnvoll ableiten¹². Im Rahmen der Konzeption der funktionalen Unternehmensbewertung wird in Haupt- und Nebenfunktionen¹³ unterschieden, denen ein Wert dienen kann. Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf die Darstellung der Hauptfunktionen, worunter die Entscheidung, die Vermittlung sowie die Argumentation fallen, und der mit ihnen verbundenen Wertarten.

Der **Entscheidungswert des Unternehmens** ist das Ergebnis einer **Unternehmensbewertung im Rahmen der Entscheidungsfunktion**. „Der Entscheidungswert zeigt einem Entscheidungssubjekt bei gegebenem Ziel- oder Präferenzsystem und bei gegebenem Entscheidungsfeld an, unter welchen Bedingungen oder unter welchem Komplex von Bedingungen die Durchführung einer bestimmten vorgesehenen Handlung das ohne diese Handlung erreichbare Niveau der Zielerfüllung gerade noch nicht mindert“¹⁴. Mit anderen Worten gilt der Entscheidungswert als äußerste Grenze der Konzessionsbereitschaft des Entscheidungssubjekts in einer bestimmten Konfliktsituation.

Der Entscheidungswert wird durch **vier Merkmale**¹⁵ charakterisiert: Er wird hinsichtlich einer definierten Handlung ermittelt (Merkmal der Handlungsbezogenheit) und bezieht sich auf ein bestimmtes Entscheidungssubjekt sowie dessen Zielsystem (Merkmal der Subjekt- und Zielsystembezogenheit). Er ist eine kritische Größe (Merkmal des Grenzwerts), die ausschließlich für ein konkretes Entscheidungsfeld und für die daraus ableitbaren Alternativen gültig ist (Merkmal der Entscheidungsfeldbezogenheit).

Zielt die Unternehmensbewertung auf die Änderung der Eigentumsverhältnisse und ist für die Einigung der Konfliktparteien lediglich die Höhe des Preises von Bedeutung, so entspricht der Entscheidungswert dem **Grenzpreis einer Verhandlungspartei** in dieser Konfliktsituation. Aus Sicht des präsumtiven Käufers ist der Entscheidungswert als Preisobergrenze genau der Preis, den er gerade noch zahlen kann, ohne durch den Kauf einen wirtschaftlichen Nachteil hinnehmen zu müssen. In Verhandlungssituationen sollte dieser kritische Preis zweifelsohne mit Rücksicht auf die Stärke der eigenen Verhandlungsposition ein Wert hinter „vorgehaltener Hand“ sein¹⁶.

Wird eine **Unternehmensbewertung im Rahmen der Vermittlungsfunktion**¹⁷ durchgeführt, ist das Ergebnis

der **Arbitrium-, Vermittlungs- oder Schiedsspruchwert**. Dem Gutachter kommt hierbei die Rolle des unparteiischen Dritten zu. Mit dem Arbitriumwert soll ein für die konfligierenden Parteien zumutbarer Kompromiss hinsichtlich der Bedingungen über die Änderungen der Eigentumsverhältnisse gefunden werden, der die Interessen der Parteien angemessen berücksichtigt. Der Arbitriumwert darf, um als zumutbar zu gelten, die Grenzen der Konzessionsbereitschaft der konfligierenden Parteien nicht verletzen (Grundsatz der Rationalität des Handelns). Voraussetzung dafür ist die Existenz eines Einigungsbereichs: Der Entscheidungswert des Käufers muss folglich über dem Entscheidungswert des Verkäufers liegen.

Damit kommt dem Entscheidungswert bei der Vermittlungsfunktion eine zentrale Rolle zu. Gemäß dem **Grundsatz der parteienbezogenen Angemessenheit** obliegt es dem Gutachter, den Arbitriumwert auf der Grundlage eines gewählten Gerechtigkeitspostulats innerhalb des sog. Arbitriumbereichs zu bestimmen.

Das Ergebnis einer **Bewertung in der Argumentationsfunktion** wird **Argumentationswert**¹⁸ genannt. Der Argumentationswert ist ein parteiischer Wert, dessen Bedeutung in der Beeinflussung der Gegenseite in der Preisverhandlung liegt. Mit diesem taktischen Wert soll die eigene Verhandlungsposition verbessert und ein günstigeres Verhandlungsergebnis erreicht werden. Argumentationswerte werden zumeist in Form von angeblichen Entscheidungs- oder Arbitriumwerten in den Verhandlungsprozess eingebracht. Zweckdienliche Argumentationswerte setzen sowohl die Kenntnis des eigenen Entscheidungswerts als auch eine Vermutung über den

- ▶ **Entscheidungswert als Grenzpreis einer Verhandlungspartei**
- ▶ **Kompromiss durch den Arbitriumwert**
- ▶ **Beeinflussung durch den Argumentationswert**

- 12 Vgl. Matschke, Unternehmensbewertung in dominierten Konfliktsituationen am Beispiel der Bestimmung der angemessenen Barabfindung für den ausgeschlossenen oder ausscheidungsberechtigten Minderheits-Kapitalgesellschafter, BFuP 1981 S. 115.
- 13 Als Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung gelten u. a. die Vertragsgestaltungsfunktion, die Steuerbemessungsfunktion und die Kommunikationsfunktion.
- 14 Matschke, Der Gesamtwert der Unternehmung als Entscheidungswert, BFuP 1972 S. 146 (147).
- 15 Vgl. hierzu Matschke, a. a. O. (Fn. 14), S. 147; ders., a. a. O. (Fn. 6), S. 26. Vgl. zu den Hauptfunktionen auch die Darstellung von Hering/Olbrich, Einige grundsätzliche Bemerkungen zum Bewertungsproblem beim Börsengang junger Unternehmen, ZfB 2002, Erg.-Heft 5, S. 147-161.
- 16 Vgl. Sieben, Unternehmensstrategien und Kaufpreisbestimmung, in: Festschrift 40 Jahre Der Betrieb, Stuttgart 1988, S. 81 (86).
- 17 Vgl. Matschke, Funktionale Unternehmensbewertung, Band II, Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden 1979.
- 18 Vgl. Matschke, Der Argumentationswert der Unternehmung – Unternehmensbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung, BFuP 1976 S. 517-524.

gegnerischen Entscheidungswert voraus. Auch die Bestimmung eines Argumentationswerts bedingt somit die Kenntnis des eigenen Entscheidungswerts. Förderlich kann ferner eine Vorstellung über das anzustrebende Verhandlungsergebnis sein.

Die Argumentationsfunktion wird aus Sicht der Wirtschaftsprüfer als nicht mit dem Berufsstand vereinbar angesehen. Im Unterschied zur

- ▶ **Kritik am „objektivierten“ Wert**
- ▶ **Anwendung der DCF-Methode bedenklich**
- ▶ **Innovativer Charakter „neumodischer“ Bewertungsmodelle**

Kölner Funktionenlehre wird dem **Wirtschaftsprüfer im Rahmen der Unternehmensbewertung**, neben den Funktionen 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 als **zentrale Größe einen „objektivierten Wert“** ermitteln

soll¹⁹. Dieser soll dem Wert des Unternehmens unter der Prämisse der Fortführung des bisherigen Unternehmenskonzepts entsprechen, der im Wesentlichen mangels unzureichender Konkretisierung von noch nicht eingeleiteten zukünftigen Maßnahmen und personenbezogenen Wertfaktoren abstrahiert.

Einwände gegen die statische Orientierung des Modells des „objektivierten“ Unternehmenswerts wurden insbesondere erhoben, weil die Bewertung eine Einbettung in die Planungen des Bewertungsobjekts verlangt. Aus der Planungsabhängigkeit folgt die Zukunftsbezogenheit. Ein neuerlicher Versuch zur Normierung der Verhaltensweisen und Bewertungsverfahren für den Berufsstand wurde inzwischen vorgelegt²⁰. Die Aussagefähigkeit des „objektivierten“ Werts wird in Anbetracht der unveränderten Vernachlässigung entscheidender Wertdeterminanten auch in Zukunft **Ansatzpunkt fortwährender Kritik** sein²¹.

Die **Anwendung der in Mode gekommenen neoklassischen finanzierungstheoretischen Bewertungsmodelle** (z. B. die Varianten der „Discounted-Cashflow“-Methode und das Optionspreismodell) zur Ermittlung eines Entscheidungswerts erscheint **äußerst bedenklich**. Ausgehend von idealistischer Informationseffizienz, Vollständigkeit und Vollkommenheit der Märkte versuchen die Befürworter dieser Modelle, einen mystischen objektiven Tauschwert des Unternehmens als fiktiven Marktpreis zu bestimmen²².

Abgesehen von den wirklichkeitsfernen Prämissen und deren inkonsistenter Kombination erscheint es bei der Analyse dieser Gleichgewichtsmodelle fraglich, woher die Individuen die Anregung zur Transaktion nehmen, wenn der Wert des Unternehmens genau dem Preis entspricht und somit der Kauf keinen Vorteil darstellt. Finanzierungstheoretische Bewertungsverfahren sind insofern zur entscheidungstheoretischen Bewertung ungeeignet.

Die Anwender dieser Verfahren können aber beruhigt werden: Sie müssen ihr Werkzeug im Rahmen der funktionalen Unternehmensbewertung nicht über Bord werfen²³. Die vielfältigen Methoden der finanzierungstheoretischen Modelle bilden „ein ergiebiges Reservoir, aus dem sich verschiedenste Argumentationswerte und bei gegenseitigem Einvernehmen auch Arbitriumwerte schöpfen lassen“²⁴.

Zur Ermittlung von Konzessionsgrenzen eignen sich hingegen **investitionstheoretisch fundierte Modelle**, wie das Zustands-Grenzpreismodell (ZGPM), das Zukunftserfolgswertverfahren und die approximativ dekomponierte Bewertung²⁵.

V. Fazit

Objektiv gibt es nur subjektive Werte. Der Entscheidungswert repräsentiert den zentralen Wert der funktionalen Bewertungslehre, deren Basis die Subjektorientierung ist. Der Entscheidungswert – als Grenze der Konzessionsbereitschaft des Bewertungsobjekts in einer Konfliktsituation – bildet nicht nur das Ergebnis der Bewertung im Rahmen der Entscheidungsfunktion, sondern ist auch Grundlage und unverzichtbares Element der Vermittlungs- und der Argumentationsfunktion. Entscheidungsunterstützung verlangt u. a. nach Berücksichtigung der in den Merkmalen des Entscheidungswerts verkörperten konkreten Ziele, Erwartungen und Handlungsmöglichkeiten des Entscheidungsobjekts unter realitätsnahen Annahmen.

Die durch die **„Shareholder-Value“-Modewelle** aus Übersee „angeschwemmten“ Verfahren bieten vor diesem Hintergrund zwar keine Entscheidungsunterstützung, können aber im Rahmen der Argumentations- und der Arbitriumfunktion insbesondere dann durchaus hilfreich sein, wenn die Beteiligten unverdrossen vom **„innovativen“ Charakter dieser „neumodischen“ Bewertungsmodelle** überzeugt sind.

19 Vgl. IdW, Stellungnahme HFA 2/1983, WPg 1983 S. 472-480.

20 Vgl. IdW, IdW S 1, WPg 2000 S. 825-842.

21 Vgl. zur Kritik am aktuellen Standard z. B. Hommel/Braun/Schmotz, Neue Wege in der Unternehmensbewertung?, DB 2001 S. 341-347; sowie zum alten Standard z. B. Schildbach, Der Verkäufer und das Unternehmen „wie es steht und liegt“, ZfbF 1995 S. 620-632.

22 Siehe hierzu u. a. Serfling/Pape, Strategische Unternehmensbewertung und Discounted-Cashflow-Methode, WISU 1996 S. 57-64; Rams, Strategisch-dynamische Unternehmensbewertung mittels Realoptionen, Die Bank 1998 S. 676-680.

23 Vgl. auch Matschke/Brösel, Die Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmungen mit dem Zustands-Grenzpreismodell unter besonderer Berücksichtigung möglicher Folgen von „Basel II“, in: Meyer (Hrsg.), Unternehmensbewertung und Basel II, Lohmar/Köln 2003, S. 157-181 (162).

24 Hering, a. a. O. (Fn. 6), S. 108. Siehe dort auch zur ausführlichen Kritik an diesen Verfahren S. 93 ff.

25 Vgl. Hering, a. a. O. (Fn. 6); Pfaff/Pfeiffer/Gathge, Unternehmensbewertung und Zustands-Grenzpreismodelle, BFuP 2002 S. 198-210; Brösel, a. a. O. (Fn. 4).