

# Winfried Hamel

## Qualitative Unternehmensbewertung – Jenseits von Bilanz und Gewinn und Verlust (GuV)

### Das Problem: Bedarf an Unternehmensbewertungen

Unternehmensbewertungen stellen ein Instrument wirtschaftlichen Handelns dar, das auf Unternehmen als Ganzes gerichtet und vor allem bei den folgenden Aktivitäten bedeutsam ist:

- beim Verkauf oder Erwerb von ganzen Unternehmen,
- bei der Unternehmens-Nachfolge in familiengeführten Unternehmen,
- bei der Fusion mehrerer Unternehmen zu einem neuen,
- bei der Übernahme von Unternehmen durch ein anderes,
- bei der Abspaltung von Unternehmensteilen oder Betrieben – *spin off*,
- bei der unternehmenswertbasierten Unternehmensführung als Informations- und Steuerungsinstrument des Managements,
- bei der unternehmenswertbasierten leistungsabhängigen Vergütung der Führungskräfte,
- bei der künftigen Aufnahme von Eigenkapital sowie der Vergabe von Bankkrediten aufgrund von *Ratings*,
- bei unternehmenswertbasierten Ausschüttungen an Gesellschafter oder Belegschaften.

Darüber hinaus dienen Unternehmensbewertungen dem Unternehmen selbst als internes Steuerungsinstrument sowie zur Information bezüglich der aktuellen Positionierung in der Gesamtwirtschaft oder in der Branche, der Wirtschaftsstatistik und den Zentralbanken zur Erstellung volkswirtschaftlicher Vermögensrechnungen, dem Fiskus zur Dimensionierung von Steuerforderungen sowie weiteren öffentlichen und privaten Interessenten zur Beurteilung ihres wirtschaftlichen Engagements mit dem bewerteten Unternehmen.<sup>1</sup> Gründe und Anlässe der Unternehmensbewertung sind zahlreich, die bisherigen Versuche einer objektiven Bewertung – vornehmlich auf Basis quantitativer Daten aus dem Rechnungswesen des Unternehmens – sind indessen sehr kritisch zu sehen; die Schwachpunkte bisheriger Bewertungsansätze sind ebenfalls umfangreich.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. die grundlegenden Darstellungen zur wertorientierten Unternehmensführung bei Ballwieser (2000).

<sup>2</sup> Vgl. z. B. Arbeitskreis (2001) oder ausführlich Bamberger (1999).

## „Klassische“ Ansätze der Unternehmensbewertung

Die Unternehmensbewertung konzentriert sich im wesentlichen auf die folgenden Instrumente, die seit langer Zeit genutzt werden<sup>3</sup> und inzwischen geradezu als „klassisch“ bezeichnet werden können:

- Jahresabschlussanalysen unter Einschluss von Bilanz sowie GuV,
- *Cash-flow*-orientierte Bewertungen künftiger Erfolge,
- Börsenkapitalisierungen,
- *due diligence*-Ansätze<sup>4</sup>.

Der älteste Ansatz zur Bewertung von Unternehmen stellt die Jahresabschlussanalyse dar, die sich auf vorliegende Jahresabschlüsse – Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung – von Unternehmen einschließlich eventueller Erläuterungsberichte und zusätzlicher Angaben stützt. Dabei ist es nur von gradueller Bedeutung, ob Handelsbilanzen oder Steuerbilanzen, in Einzelfällen auch Sonderbilanzen vorgelegt werden. Ebenso ist es nur von untergeordneter Bedeutung, ob die Jahresabschlüsse die Kontrolle eines Abschlussprüfers und Aufsichtsorgans – einschließlich des Finanzamts – durchlaufen haben oder als vom Unternehmer „lediglich“ unterschriebene und damit autorisierte Informationen zur Verfügung stehen.

*Cash-flow*-orientierte Bewertungen heben auf zukünftige Zahlungsüberschüsse ab, die das Unternehmen durch seine Tätigkeit zu erwirtschaften trachtet und als ausschüttbaren Gewinn den Gesellschaftern zuzuführen beabsichtigt. Dabei ist es prinzipiell unerheblich, ob die gesamten Ausgabenüberschüsse auf den Betrachtungszeitpunkt abgezinst werden – *discounted cash flow* (DCF) – oder ob die Ausgabenüberschüsse auf die wichtigsten Geschäftsfelder reduziert und in Relation zu den erforderlichen Investitionen gesetzt werden – *cash flow return on investment* (CFROI).<sup>5</sup> Allerdings ist die Methodik zur Erfassung der *Cash-flow*-Größen komplizierter als diejenige zur Analyse eines Jahresabschlusses.

Bei der Börsenkapitalisierung wird der Unternehmenswert durch Multiplikation von aktuellem Börsenkurs und Anzahl ausgegebener Aktien ermittelt, möglicherweise auch als Durchschnittswert über eine zu definierende Periode – z. B. 200-Tage-Durchschnitt. Diese leicht rechenbare Größe setzt allerdings voraus, dass es sich um ein börsennotiertes und am Aktienhandel beteiligtes Unternehmen handelt. Die grundsätzliche Annahme oder Unterstellung, auf der diese Bewertungsmethode basiert, besteht in der Erwartung, dass das Börsenpublikum über hinreichende Erfahrungen verfügt, alle wertbeeinflussenden Faktoren rechtzeitig zu erkennen und in den Angebots- und Nachfragepreisen beim Aktienhandel zu berücksichtigen. Für nichtbörsennotierte Unternehmen fällt diese Methode freilich aus.

*Due-Diligence*-Ansätze stützen sich auf eine gründliche Untersuchung eines Unternehmens, regelmäßig im Falle eines Übergangs auf neue Hauptgesellschafter, vor allem im

---

<sup>3</sup> Vgl. u. a. Bamberger (1999: 653ff.).

<sup>4</sup> Vgl. u. a. Berens und Brauner (1998).

<sup>5</sup> Vgl. z. B. Horváth und Kaufmann (1998: 39f.).

Zusammenhang mit *mergers and acquisitions*.<sup>6</sup> Hierzu ist die Auskunftsbereitschaft des Unternehmens erforderlich, das in eine Übernahme involviert ist – davon kann aber keineswegs in jedem Fall ausgegangen werden.<sup>7</sup> Bei einer *due diligence* werden zahlreiche Faktoren des Unternehmens, von denen man einen Einfluss auf die Werthaltigkeit vermutet, eingehend betrachtet und in einem zusammenfassenden Bericht aufgeführt.<sup>8</sup> Die Aussagefähigkeit einer derartigen Analyse ist – gemessen an den anderen Methoden – unzweifelhaft größer, der Aufwand zur Erstellung einer *due diligence* ist allerdings in einer Größenordnung anzusiedeln, die es nicht für jeden Zweck sinnvoll erscheinen lässt, diese Methode anzuwenden.

## Schwachstellen aktueller Bewertungsansätze

Die „klassischen“ Bewertungsmethoden erlauben es zweifellos, Grundlagen für eine Unternehmensbewertung zu liefern, weisen aber durchweg Schwachstellen auf, die es verhindern, zu einem weitgehend objektiven Unternehmenswert vorzudringen.<sup>9</sup> So stellen etwa Jahresabschlüsse vergangenheitsorientierte Daten dar, die Auskunft über die bisherige Wertentwicklung – eventuell bis zum Analysestichtag – zu geben in der Lage sind, nicht aber ohne heroische Annahmen auf die Zukunft übertragen werden können.<sup>10</sup> Hinzu kommt, dass ein Jahresabschluss ein Informationsinstrument darstellt, mit dem das Unternehmen ein bestimmtes Bild seiner aktuellen Konstitution geben möchte und das daraufhin unter Anwendung eines bilanzpolitischen Instrumentariums gestaltet wird. Die Rechnungslegungsvorschriften erlauben – und erzwingen teilweise – Entscheidungen zu den Wertansätzen der einzelnen Jahresabschlusspositionen, die geeignet sind, ein Bild zu vermitteln, das ohne gründliche Interpretation für einen Außenstehenden nicht eindeutig erkennbar ist. Ist der Analyst auf einen publizierten Jahresabschluss angewiesen, muss er darüber hinaus beachten, dass zwischen Bilanzstichtag und Vorlagedatum mehrere Monate vergehen und somit die Aktualität der Daten kaum noch gegeben ist. In stabilen wirtschaftlichen Situationen mag dies vernachlässigbar sein, in turbulenten Zeiten werden die Jahresabschlussdaten indessen rasch entwertet.

In Bezug auf *Cash-flow*-Ansätze besteht das Problem der Prognoseunsicherheit. Die zukünftigen Netto-Erträge bzw. Einzahlungsüberschüsse sind weder termin- noch betrags- genau prognostizierbar. Darüber hinaus wäre der Betrachtungszeitraum festzulegen, über den die Bewertung vorgenommen werden soll. Je länger dieser Betrachtungszeitraum angesetzt wird, um so ungenauer werden die Prognosen künftiger Zahlungsvorgänge sein. Und im Falle einer Diskontierung wäre auch der Abzinsungssatz zu fixieren, für den es indessen keine objektive Maßgröße gibt, sondern lediglich Anhaltspunkte aus vielfältigen Bereichen. Je nach Wahl dieses Satzes resultiert aber ein unterschiedliches Ergebnis, das

---

<sup>6</sup> Vgl. die Differenzierung von *due diligence*-Ansätzen bei Fleischer und Körber (2001: 841f.).

<sup>7</sup> Die Offenlegung kann sogar ein Verstoß gegen die Geheimhaltungspflicht des Vorstands und damit strafbar sein, vgl. hierzu etwa Roschmann und Frey (1996: 449ff.) oder Meincke (1998: 749ff.).

<sup>8</sup> Ein diesbezüglich erfolversprechender Ansatz liegt mit der „Balanced Scorecard“ vor, der allerdings noch weiter verfeinert werden muss; vgl. Kaplan und Norton (1996).

<sup>9</sup> Vgl. Haller und Dietrich (2001: 1045); Maul und Menninger (2000: 529).

<sup>10</sup> Vgl. etwa zu den Risikozuschlägen bei der Diskontierung Schwetzler (2000: 469f.).

jeweils mathematisch korrekt wäre, aber eben nicht zu einem Wert führte, den ein anderer Analyst unter Heranziehung anderer Methoden ebenfalls ermitteln würde.

Eine Börsenbewertung muss angesichts stark schwankender Entwicklungen sowohl innerhalb der nationalen wie auch der internationalen Börsen als gänzlich ungeeignet bezeichnet werden. Der Börsenhandel wird nicht nur von fundamentalen Daten der involvierten Unternehmen determiniert, sondern von Angebot und Nachfrage mit regelmäßig hochspekulativen Überformungen. Bestenfalls könnten langfristige Durchschnittsbetrachtungen argumentativ zur Stützung einer Bewertung herangezogen werden, aber auch dabei stellt sich das Problem der Betrachtungsdauer sowie der gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen und deren Prognose.

Bleibt die *due diligence* als relativ ausgefeilte Methode der Unternehmensbewertung. Hier allerdings ergibt sich das Problem, dass *due diligence* keine Normung gefunden hat – auch keine branchenspezifische –, die es erlauben würde, auf einen Satz allgemein akzeptierter Daten zuzugreifen. Es besteht damit ein erhebliches Maß an Individualität hinsichtlich der einzubeziehenden Basisdaten. Hinzu kommt, dass eine *due diligence* auf die Mitwirkung des zu bewertenden Unternehmens angewiesen ist, die aber häufig von diesem nicht erwünscht und damit auch nicht zugelassen wird. Auch der Bewertende möchte nicht in jedem Fall bekannt werden lassen, dass er eine derartige Bewertung vornimmt, um beispielsweise nicht den späteren Kaufpreis aufgrund seiner dokumentierten Begehrlichkeit in die Höhe zu treiben. Dass eine *due diligence* als ausgesprochen teuer zu bezeichnen ist und damit bisweilen aus informationsökonomischen Gründen als ungerechtfertigt angesehen werden muss, stellt einen weiteren Schwachpunkt herkömmlicher Unternehmensbewertungsansätze dar.

Damit stellt sich die Frage nach weiterführenden Möglichkeiten zur Bewertung von Unternehmen.

## Potentiale unternehmerischer Wertschöpfung: *Assets*

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich aus zwei aufeinander bezogenen Komponenten: zum einen aus der in der Firmengeschichte bis zum aktuellen Bewertungsstichtag aufgebauten Substanz, zum anderen aus den Möglichkeiten künftiger Erfolgserwirtschaftung. Die Interdependenz zwischen beiden Komponenten liegt darin, dass die entstandene Substanz die Basis für weiterführende Erfolge darstellt – eine umgekehrte Beziehung ist indessen nicht denkbar. Aus beiden Komponenten erwachsen Elemente der Bewertung, die zunächst jeweils gesondert analysiert und in einem zweiten Schritt miteinander verknüpft werden können.<sup>11</sup>

Die Möglichkeiten zur Erfolgserwirtschaftung basieren ihrerseits auf zahlreichen betrieblichen Aspekten, die als „Werttreiber“ notwendig und hinreichend sind, künftige Erfolge zu determinieren.<sup>12</sup> Diese Werttreiber stellen damit Vermögenswerte dar, die zusammenfassend als *Assets* bezeichnet werden sollen. Die Identifikation und Dimensionierung

---

<sup>11</sup> Vgl. Fischer *et al.* (2001: 1209).

<sup>12</sup> Vgl. Haller und Dietrich (2001: 1045) sowie die Gegenüberstellung von „EVA“ (Economic Value Added) und „IC“ (Intellectual Capital) bei Mouritsen (1998: 461ff.).

derartiger *Assets* führt zu einem Bewertungsmosaik, das zu einer Gesamtbeurteilung zusammengefügt werden kann.<sup>13</sup> Als relevante *Assets* sind zu nennen:

1. *Assets* als Vermögensbestandteile, die sich im Unternehmen selbst befinden.  
Hierzu gehören:
  - (a) materielle und immaterielle<sup>14</sup> Vermögenswerte, wie sie in der Bilanz aufzuführen sind – *Listed Assets*;
  - (b) Vermögenswerte, die sich aus der Verfügbarkeit über Arbeitskräfte ergeben, die als humane Ressourcen bezeichnet werden – *Human Assets*.
2. *Assets* als Attribuierungen aus der relevanten Unternehmensumwelt, die sich auf die folgenden Sachverhalte stützen:
  - (a) Qualität der Kundenbeziehungen als dauerhafte und regelmäßige Absatzmöglichkeit der betrieblichen Leistungen – *Customer Assets*;
  - (b) Verankerung der Leistungsmerkmale im Bewusstsein der aktuellen und potentiellen Käufer im Sinne einer Marke – *Brand Assets*;
  - (c) Ansehen des Unternehmens bei Einfluss- und Interessengruppen (*stakeholder*) mit positivem und negativem Sanktionspotential – *Reputation Assets*.
3. *Assets* als Merkmale zweckmäßiger interner Strukturen des Betriebsablaufs, insbesondere:
  - (a) Bestand an technischen Spezifika der Leistungserstellung, vor allem dokumentiert in Patenten und Lizenzen, aber auch sonstigem innerbetrieblichen technischen Know-how – *Technological Assets*;
  - (b) ablauforganisatorische Strukturen der Leistungserstellung, unter anderem gestützt auf innerbetriebliche Logistikstrukturen – *Process Assets*;
  - (c) aufbauorganisatorische Strukturen als Gestaltung des zweckmäßigen Rahmens der Aufgabenerfüllung, sowohl innerbetrieblich als auch unternehmensgrenzenüberschreitend im Sinne von Unternehmensverbindungen und Allianzen – *Structure Assets*.

Die genannten *Assets* stellen Potentiale dar, die in spezifischer Ausprägung und Kombination die Weiterführung des Unternehmens bewirken und somit als Werttreiber von hoher Relevanz sind. Im Einzelfall lässt sich eine derartige Liste erweitern<sup>15</sup> oder kürzen – die Konzeption einer umfassenden Unternehmensbewertung auf qualitativer Basis ändert sich dadurch indessen nicht.

---

<sup>13</sup> Vgl. z. B. Arbeitskreis (2001: 990ff.).

<sup>14</sup> In der Literatur werden sehr unterschiedliche Begriffe verwandt, etwa „Intellectual Property“, „Intellectual Capital“, *Intellectual Assets*, *Knowledge Assets*. Eine einheitliche Begrifflichkeit hat sich bisher nicht herausgebildet. Vgl. Maul und Menninger (2000: 529) oder die Auflistung bei Völker (1999: 2413ff.).

<sup>15</sup> Beispielsweise lässt sich eine Segmentberichterstattung über Kennzahlen entwickeln; diese wird inzwischen vom Gesetzgeber gemäß § 297 Abs. 1 Satz 2 Handelsgesetzbuch (HGB) für deutsche börsennotierte Konzerne gefordert; vgl. Kirsch (2001: 1513).

## Kristall-Theorem der Unternehmensbewertung

Um die *Assets* zu einer Gesamtbewertung eines Unternehmens zusammenzuführen, bedarf es weiterer Schritte. Diese sind:

1. Operationalisierung der *Assets*,
2. Wertzumessung zu den *Assets*,
3. Relativierung der *Assets*,
4. Integration der *Assets*.

### Operationalisierung der *Assets*

Die aufgeführten *Assets* – mit Ausnahme der *Listed Assets*, die bereits eine Bewertung gefunden haben – sind regelmäßig nicht direkt willkürfrei in Werte umzusetzen; sie müssen vielmehr erst einer Operationalisierung unterzogen werden. Die Operationalisierung der *Assets* besteht in der Ableitung von beobachtbaren und messbaren Merkmalen, die in ihrer Gesamtheit das Asset ausmachen. Sind derartige Merkmale nicht gegeben, ist die Operationalisierung über *Items* zu versuchen. *Items* stellen ihrerseits messbare Sachverhalte dar, die – allein oder in Kombination mit anderen – das Asset bzw. seine Werthaltigkeit erklären. Dasselbe gilt für die jeweiligen *Items*: Sollte ein *Item* nicht direkt mess- und beobachtbar sein, lassen sich dahinterstehende *Items* zweiter Ordnung identifizieren, die das *Item* erster Ordnung determinieren. Eine derartige Vorgehensweise kann sich mehrfach wiederholen müssen; häufig genügen jedoch *Items* zweiter Ordnung zur Wertbestimmung.

Die Ableitung von Merkmalen und *Items* unterschiedlicher Ordnung erfolgt aufgrund theoretischer Überlegungen zum Zusammenhang von *Item* und Asset. Keineswegs kann es hierbei darum gehen, eine möglichst umfangreiche Liste von denkbaren Einflussfaktoren zu erarbeiten. Es handelt sich vielmehr um die Bestimmung derjenigen Zusammenhänge, die als gesichert gelten können. Hierzu ist es im Grunde erforderlich, über empirische Untersuchungen den behaupteten Zusammenhang nachzuweisen und in seiner jeweiligen Einflussstärke zu bestimmen. Nicht das Erhebliche steht im Vordergrund derartiger Analysen, sondern das Erhebliche.

In graphischer Darstellung lassen sich die *Assets* und deren Operationalisierungen über *Items* als zusammenhängendes Gebilde verdeutlichen, die aufgrund der hier genannten acht Einzelassets ein Oktaeder bilden, das zunächst aus gleichgroßen Flächen besteht. Die Operationalisierungen über *Items* erster Ordnung schließen sich an jede Oktaederteilfläche an, die ihrerseits durch *Items* zweiter Ordnung weiter konkretisierbar sind. Wie bei der Entstehung eines Kristalls lagern sich somit zunehmend weitere Operationalisierungsmerkmale in identischer Strukturmethodik an die jeweils vorgelagerten Merkmale an – damit ist das „Kristall-Theorem der Unternehmensbewertung“ gemäß Abbildung 1 als Visualisierung heranziehbar.

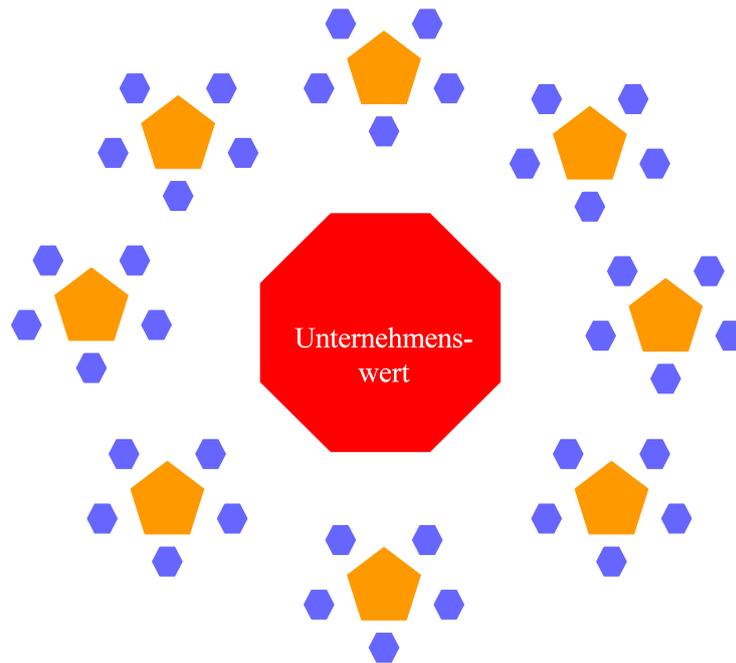


Abb. 1: Kristall-Theorem der Unternehmensbewertung

<i>Asset</i>	<i>Item erster Ordnung</i>	<i>Item zweiter Ordnung</i>
<i>Listed Assets</i>	Sachanlage-Vermögen	Maschinelle Anlagen Immobilien
	Finanzanlage-Vermögen	Beteiligungen Wertpapiere des Anlagevermögens
	Immaterielles Vermögen	Patente, Lizenzen Goodwill
	Umlauf-Vermögen	Waren, unfertige Erzeugnisse Material, Rohstoffe Forderungen liquide Mittel
<i>Human Assets</i>	Leistungs-Struktur	Pro-Kopf-Leistung je Abteilung Effektivitätsgrad je Abteilung
	Know-how-Struktur	Anteil Fachkräfte Anteil Akademiker
	Flexibilitäts-Struktur	Bereitschaft zum Auslandseinsatz Bereitschaft zum Ortswechsel Bereitschaft zu flexiblen Arbeitszeiten Anteil Teilzeitkräfte
	Sozial-Struktur	Anteil Leiharbeiternehmer Betriebsklima-Koeffizient
	Loyalitäts-Struktur	Betriebstreue-Koeffizient Fluktuations-Rate Ehrlichkeits-Koeffizient
	Innovationspotential-Struktur	Veränderungs-Restriktions-Koeffizient betriebliche Vorschlagsrate betriebliche Patentanmelderate
<i>Structure Assets</i>	Aufbau-Struktur	Änderungszeitbedarf Organisations-Prinzip Umfang strategischer Geschäftseinheiten

Individualisierung der Struktur	Anteil Projekt-Organisation Anteil Team-Organisation Ausmaß Inselfertigung
Konzern-Struktur	Tiefe der Konzern-Struktur Ausmaß der Konzern-Verknüpfung Anteil Konzern-Finanzierung
Netzwerk-Struktur	Anzahl Netzwerk-Zugehörigkeiten Anteil Netzwerk-Wertschöpfung Differenzierung Netzwerk-Zugehörigkeiten

Im Folgenden werden von den angeführten Asset-Kategorien jeweils ein Asset kategorial operationalisiert und durch *Items* erster und zweiter Ordnung modellhaft konkretisiert. Auf eine vollständige Operationalisierung wird indessen verzichtet, da keine aktuellen Bewertungen vorzunehmen sind, sondern lediglich das Modell qualitativer Unternehmensbewertung vorgestellt werden soll.

In gleicher Weise sind die übrigen *Assets* mit Hilfe von *Items* zu operationalisieren. Im nächsten Schritt ist eine Wertzumessung zu den einzelnen Merkmalen oder *Items* durchzuführen.

### Wertzumessung zu den *Assets*

Die Wertzumessung zu den einzelnen *Assets* oder *Items* unterschiedlicher Ordnung stellt ein eigenständiges, schwierig zu lösendes Problem dar. Denn jegliche Bewertung enthält subjektive Elemente, die von der die Bewertung vornehmenden Person in das Verfahren eingebracht werden. Dies zeigt sich insbesondere, wenn mehrere Personen unabhängig voneinander denselben Sachverhalt bewerten.<sup>16</sup> Schließlich wird keine Bewertung um ihrer selbst vorgenommen, sondern stets im Lichte einer spezifischen Anwendungsabsicht. Es bedarf keiner weiteren Erläuterung, dass die jeweilige Aussageabsicht auf die Bewertung „durchschlägt“. Will man einen unzulässig großen Einfluss der Aussageabsicht auf die Bewertung ausschließen, ist eine gründliche Darstellung des Bewertungsverfahrens erforderlich: Nur durch transparente Dokumentation der einzelnen Bewertungsschritte lässt sich einigermaßen sicherstellen, dass die Bewertungen zumindest intersubjektiv nachvollziehbar sind, wenn sie schon nicht als objektiv bezeichnet werden können.<sup>17</sup>

Im Interesse einer möglichst hohen Objektivität scheint es geboten, derartige Bewertungen nicht allein an modelltheoretischen Überlegungen auszurichten, sondern hierzu auch realtheoretische Referenzgrößen heranzuziehen. Auch damit kann zwar keine absolute Objektivität herbeigeführt, zumindest aber das Maß an Willkürlichkeit reduziert werden.

Als realtheoretische Referenzgrößen eignen sich Bewertungen vergleichbarer Unternehmen. Damit wird das als *Benchmarking*<sup>18</sup> bezeichnete System von ausgewählten Vergleichsmustern für die Bewertung des zu betrachtenden Unternehmens herangezogen. Auch *Benchmark*-Werte stellen keine absolute Objektivität dar, sie dienen aber der Objektivierung im Sinne des Normalitätsansatzes: Wenn viele Unternehmen aufgrund identischer *Benchmarks* einen bestimmten Wert zugewiesen erhalten, so kann es nicht gänzlich

<sup>16</sup> Vgl. Kasperzak (2000: 467).

<sup>17</sup> Vgl. Haller und Dietrich (2001: 1047).

<sup>18</sup> Vgl. Camp (1989) sowie Kajüter (2000).

falsch sein, einem vergleichbaren Unternehmen bei identischer *Benchmark*-Größe denselben Wert zuzuweisen.

Ein solches System setzt voraus, dass es gelingt, eine hinreichende Zahl von Vergleichsfirmen zu finden, die sich nach demselben Verfahren einer Bewertung unterwerfen wie das Betrachtungsunternehmen. Im empirischen Feld wird dies eine nicht zu unterschätzende Schwierigkeit darstellen; wenn es aber gelingt, die sich beteiligenden Unternehmen davon zu überzeugen, dass eine entsprechende Mitwirkung am Bewertungsverfahren ihnen selbst nützen kann, indem sie durch ihre Bewertung einen Hinweis auf ihre Positionierung in der Branche oder zu ausgewählten Wettbewerbern erhalten und wenn darüber hinaus absolute Vertraulichkeit hinsichtlich der Datenerhebung und -verwertung gewährleistet ist, dann sollte es nicht unmöglich sein, ein umfassendes System der qualitativen Unternehmensbewertung zu etablieren.

Mit der Operationalisierung und Bewertung der Einzel-*Assets* ist jedoch das Bewertungsverfahren nicht abgeschlossen. Es fehlen noch Hinweise auf die jeweilige Relevanz der *Assets* im Verhältnis zueinander. Dieser Bewertungsschritt wird durch die Relativierung vorgenommen.

### **Relativierung der *Assets***

Es ist davon auszugehen, dass die einzeln erarbeiteten *Assets* nicht unabhängig voneinander bestehen, sondern vielmehr interdependent verknüpft sind. So hängen etwa im Bereich der Human *Assets* die Know-how-Struktur und die Leistungs-Struktur partiell voneinander ab, so dass es nicht gerechtfertigt wäre, jedes *Item* gesondert zu bewerten, ohne diese Interdependenz zu berücksichtigen – man würde sich der Doppelmessung „schuldig“ machen und damit das Gesamtergebnis verfälschen.

Mit Hilfe statistischer Methoden – z. B. der Diskriminanz-, der Faktoren- oder der Korrelationsanalyse – ist herauszuarbeiten, inwiefern bestimmte Bewertungen aufeinander aufbauen, so dass Doppelerfassungen eliminiert werden können. Es geht darum, das jeweils relative Gewicht eines *Assets* oder *Items* zu erfassen und es mit dem so ermittelten Gewicht in die Gesamtbewertung einfließen zu lassen.

### **Integration der *Assets***

Aus den einzelnen gewichteten Asset-Werten ist ein Gesamtwert zu erarbeiten, der den Wert des Unternehmens zum Betrachtungszeitpunkt abzubilden in der Lage ist. Durch die Dokumentation der einzelnen Wert-Bestandteile wird Transparenz geschaffen, die es erlaubt, die jeweiligen Bewertungen nachzuvollziehen. Da Bewertungen stets subjektive Elemente enthalten, ist auf diese Weise gewährleistet, dass trotz unterschiedlicher Gesamtwerte, die durch verschiedene Personen erarbeitet werden, diese jeweils begründbar und auf die Basisbestandteile zurückführbar sind. In einem Verhandlungsprozess wäre dann die Möglichkeit gegeben, durch Offenlegung der jeweilig subjektiven Einschätzungen zu einer wertmäßigen Übereinstimmung zu gelangen, wie sie etwa für Unternehmensverkäufe erforderlich ist.

## Fazit

Die Unternehmensbewertung, die bisher hauptsächlich auf Angaben der Bilanz sowie der GuV bzw. weiterer quantitativer Finanzzahlen basierte, ist nicht in der Lage, ein hinreichend genaues Bild des Wertes eines Unternehmens zu einem bestimmten Stichtag zu erbringen. Es ist erforderlich, auf die den quantitativen Angaben zugrunde liegenden qualitativen Aspekte zurückzugreifen, um eine hinreichend präzise Aussage über den Unternehmenswert zu erlangen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Wert eines Unternehmens nicht eine absolute Größe darstellt, sondern stets relativiert werden muss. Ein Teil dieser Relativierung besteht in der Verwendungsabsicht des Unternehmenswertes: Bei der Frage des Kaufs oder Verkaufs eines Unternehmens werden andere Gewichtungen vorzunehmen sein als bei der Frage, ob man einem Unternehmen einen Kredit gewähren kann oder eine dauerhafte Kooperation eingehen möchte, oder ob es als Lieferant oder Kunde in Betracht kommt.

Unabhängig davon ist es geboten, ein transparentes Bewertungsverfahren zu etablieren, das nicht nur auf wenigen, bereits gestalteten Informationen beruht, sondern das auf nachprüfbar qualitativen Merkmalen des Unternehmens gründet. Dabei scheint angesichts der Komplexität der Materie ein normalitätsbezogener Ansatz über *Benchmarks* aussichtsreich, der auf einem wissenschaftlich gestützten Satz von Informationen beruht, über den innerhalb der Aussageadressaten ein hinreichender Konsens herbeigeführt wurde. Die Unternehmensbewertung ist damit nicht nur ein methodisches Problem, sondern auch ein Phänomen innerhalb einer interessierten ökonomischen Gesellschaft.

## Bibliographie

- ARBEITSKREIS „IMMATERIELLE WERTE IM RECHNUNGSWESEN“ DER SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT FÜR BETRIEBSWIRTSCHAFT E.V. „Kategorisierung und bilanzielle Erfassung immaterieller Werte“, *Der Betrieb* 54 (2001), 989-995.
- BALLWIESER, Wolfgang. „Wertorientierte Unternehmensführung: Grundlagen“, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 52 (2000), 160-166.
- BAMBERGER, Burkhard. „Unternehmensbewertung in Deutschland: Die zehn häufigsten Bewertungsfehler“, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 51 (1999), 653-670.
- BERENS, Wolfgang und Hans U. BRAUNER (Hrsg.). *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*. Stuttgart 1998.
- CAMP, Robert C. *Benchmarking. The Search for Industry Best Practices that lead to Superior Performance*. Milwaukee 1989.
- FISCHER, Thomas M., Julia WENZEL und Christian KÜHN. „Value Reporting“, *Der Betrieb* 54 (2001), 1209-1216.
- FLEISCHER, Holger und Thorsten KÖRBER. „Due diligence und Gewährleistung beim Unternehmenskauf“, *Betriebs-Berater* 56 (2001), 841-849.
- HALLER, Axel und Ralph DIETRICH. „Intellectual Capital Bericht als Teil des Lageberichts“, *Der Betrieb* 54 (2001), 1045-1052.
- HORVÁTH, Peter und Lutz KAUFMANN. „Balanced Scorecard – ein Werkzeug zur Umsetzung von Strategien“, *Harvard Business Manager* 5 (1998), 38-48.

- KAJÜTER, Peter. „Strategieunterstützung durch Benchmarking“, in: M. K. WELGE, A. AL-LAHAM und P. KAJÜTER (Hrsg.). *Praxis des Strategischen Managements*. Wiesbaden 2000, 113-131.
- KAPLAN, Robert S. und David P. NORTON. *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Boston 1996.
- KASPERZAK, Rainer. „Unternehmensbewertung, Kapitalmarktgleichgewichtstheorie und Komplexitätsreduktion“, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 52 (2000), 466-477.
- KIRSCH, Hanno. „Segmentberichterstattung nach IAS als Basis eines kennzahlengestützten Unternehmenscontrolling“, *Der Betrieb* 54 (2001), 1513-1518.
- MAUL, Karl-Heinz und Jutta MENNINGER. „Das ‚Intellectual Property Statement‘ – eine notwendige Ergänzung des Jahresabschlusses?“ *Der Betrieb* 53 (2000), 529-533.
- MEINCKE, Eberhard. „Geheimhaltungspflichten im Wirtschaftsrecht“, *Wertpapier-Mitteilungen* 15 (1998), 749-757.
- MOURITSEN, Jan. „Driving Growth: Economic Value Added versus Intellectual Capital“, *Management Accounting Research* (1999), 461-482.
- ROSCHMANN, Christian und Johannes FREY. „Geheimhaltungsverpflichtungen der Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften bei Unternehmenskäufen“, *Die Aktiengesellschaft* 41 (1996), 449-455.
- SCHWETZLER, Bernhard. „Unternehmensbewertung unter Unsicherheit – Sicherheitsäquivalent- oder Risikozuschlagsmethode?“, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 52 (2000), 469-486.
- VÖLKER, Stefan. „Das geistige Eigentum beim Unternehmenskauf“, *Betriebs-Berater* 54 (1999), 2413-2421.