

Matschke, Jürgen/Brösel, Gerrit, Unternehmensbewertung. Funktionen – Methoden – Grundsätze, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden 2005, 713 S., geb., € 44,90.

Das Lehrbuch dürfte bereits in seiner 1. Auflage zum deutschsprachigen Standardlehrbuch avancieren: Es informiert auf dem Hintergrund der funktionalen Unternehmensbewertungslehre umfassend und wohl begründet kritisch über den Stand der Unternehmensbewertungslehre, zeigt die Fehlentwicklungen und auch recht eindeutig die Sackgassen auf, in die sich die deutschsprachige anglophile Forschung hineinmanövriert hat. Dieses Lehrbuch setzt nicht nur Maßstäbe im theoretischen, sondern auch im didaktischen Bereich. Jedem der fünf Kapitel sind Lernziele vorangestellt; am Ende des Kapitels kann das Wissen über ausgewählte Kontrollfragen rekapituliert und vertieft werden. Hervorzuheben ist auch die exzellente Visualisierung durch zahlreiche Abbildungen.

Kapitel 1 befasst sich mit den Grundlagen der Unternehmensbewertung, Kapitel 2 mit der Entscheidungsfunktion und dem Entscheidungswert, Kapitel 3 mit der Vermittlungsfunktion und dem Arbitriumwert, Kapitel 4 mit der Argumentationsfunktion und dem Argumentationswert und abschließend Kapitel 5 mit den Grundsätzen der Unternehmensbewertung. Innovativ ist auch die konsequente Zerlegung der Ermittlung des Entscheidungs-, des Arbitrium- und des Argumentationswertes in jeweils drei Schritte: 1. Datenbeschaffung, 2. Transformation der Daten in den gesuchten Wert und 3. Verwendung des jeweiligen Wertes. In Schritt zwei wird ausführlich die theoretische Basis der wesentlichen Bewertungsverfahren erörtert und die Artefakte identifiziert sowie die exemplarische Anwendung dieser Bewertungsverfahren diskutiert. Innovativ ist weiterhin, dass die Analyse nicht nur aus Käufersicht erfolgt, die die Unternehmensbewertungslehre dominiert, sondern explizit auch die Sicht des Verkäufers sowie die Planungsproblematik thematisiert, die in den herkömmlichen Lehrbüchern in der Regel ebenso ausgeblendet bleiben. Analysiert werden weiter die in den Lehrbüchern nicht oder nur stiefmütterlich behandelten Probleme der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen bzw. der „Unternehmensfusion“ sowie (erstmal!) der „Unternehmensspaltung“.

In Kapitel 1 werden die objektive, die subjektive und die funktionale sowie die sogenannte „marktwertorientierte“ Konzeption der Unternehmensbewertung kritisch diskutiert, Haupt- und Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung herausgearbeitet, die Konfliktsituationen bei verschiedenen Anlässen der Unternehmensbewertung analysiert und so die systematische Grundlage für die Analysen in den folgenden Kapiteln gelegt. Da die Unternehmensbewertungsanlässe prinzipiell entscheidungsabhängig sind und somit die Bewertung subjektiv geprägt ist, resultiert daraus zwangsläufig der Schluss, dass eine Unternehmensbewertungslehre auf diesem Hintergrund keine Gleichgewichtstheorie sein kann. Die Autoren beziehen sich in den folgenden Kapiteln auf die von ihnen entwickelte Matrix der funktionalen Unternehmensbewertung als Referenz ihrer Analyse, die systematisch die verschiedenen Konfliktsituationen bei den verschiedenen Bewertungsanlässen einbezieht.

Zu Beginn des zweiten Kapitels wird die Grundlage des Entscheidungswertes diskutiert und die Bestimmung mehrdimensionaler bzw. eindimensionaler Entscheidungswerte in nicht dominierten, disjungen Konfliktsituationen demonstriert, wobei das investitionstheoretisch fundierte allgemeine Modell der Entscheidungswertermittlung von *Matschke* die theoretische Basis abgibt. Anschließend werden ausgewählte Probleme der Entscheidungswertermittlung erörtert, wobei irrige Auffassungen bezogen auf den Substanzwert als Basis spezieller Varianten des Zukunftsfolgswertes (als Entscheidungswert) kommentiert werden. Am Beispiel von Basel II wird gezeigt, wie sich Entscheidungen und Handlungen von Dritten, die eine Veränderung des Entscheidungsfeldes des Bewertungsobjektes bewirken, auf den Entscheidungswert auswirken können. Ausführlich werden zum Schluss dieses Kapitels die diversen Konfliktsituationen bei Fusion bzw. – bislang überhaupt in der Theorie noch nie behandelt – Spaltung abgehandelt.

Das dritte Kapitel dreht sich um den Arbitriumwert des Unternehmens als parteibezogenen Kompromiss, wobei die Untersuchung in die Wertermittlung in nicht dominierten und in die Wertermittlung in dominierten Konfliktsituationen unterteilt wird. Im Rahmen der Wertermittlung in nicht dominierten Konfliktsituationen werden ausgewählte Bewertungsverfahren (Geschäftswert, Kombiverfahren) theoretisch analysiert. Das Problemfeld „nicht dominierte Konfliktsituationen“ schließen ausgewählte Probleme der Bildung des Arbitriumwertes (Börsengang, M&A-Auktionen sowie Fusion ertragschwacher Unternehmen) ab. Die Wertermittlung in dominierten Konfliktsituationen wird am Beispiel der angemessenen Barabfindung von Minderheitskapitalgesellschaftern erörtert und damit eine höchstaktuelle Problematik (squeeze out) rangiert.

War Gegenstand des dritten Kapitels die Diskussion des Arbitriumwertes als Resultat einer angemessenen Konfliktlösung (= Interessenausgleich), so dreht sich die Analyse in Kapitel 4 um den Argumentationswert als Gesamtheit der

Argumente, die von den Verhandlungsparteien jeweils zur Beeinflussung der Gegenseite in die Verhandlung eingeführt werden. Hier geht es um die Ermittlung des eigenen Entscheidungswertes und die Einschätzung des vermutlichen gegnerischen Entscheidungswertes, d.h. Auswahl der Argumente und entsprechende Wertermittlung sowie Verwendung der Argumentationswerte bei den Verhandlungen. Damit wird eine von der Bewertungslehre bisher weitgehend vernachlässigte Bewertungssituation angepackt, die in praxi den häufigsten Fall darstellen dürfte. Die Autoren setzen sich kritisch mit verschiedenen „Bewertungsverfahren“ als potentiellen Argumentationswerten auseinander und zeigen u. a. die Irrelevanz der DCF-Verfahren zur Entscheidungswertermittlung auf, die auf kapitalmarkttheoretischen Gleichgewichtsmodellen basieren. Von den Autoren wird die Fundamentalkritik an diesen Verfahren, die sich schon im Eingangskapitel andeutet, noch vertieft, wobei sie u.a. die babylonische Sprachverwirrung bei der cash-flow-Herleitung drastisch vor Augen führen. Das Kapitel schließt mit der Diskussion der Verfahren der strategischen Bewertung, d.h. mit der Demontage des realoptionspreistheoretisch fundierten Ansatzes ab, bei der u.a. der große Manipulationspielraum dieses „Bewertungsverfahrens“ bei Unwissenheit des Verhandlungspartners aufgezeigt wird.

Das Kapitel 5 ist den Grundsätzen der Unternehmensbewertung gewidmet. Zu Beginn wird der Begriff „Grundsätze“ expliziert und die Charakteristika eines Normensystems dargestellt und zwei Normensysteme (von *Pooten* bzw. von *Moxter*) „vorgestellt“ und die vom IDW herausgegebenen IDW S 1 und IDW ES 1 n.F. sehr detailliert kritisch untersucht und die gravierenden Schwächen dieser Grundsätze bloßgelegt. Anschließend werden Grundsätze funktionsgemäßer Unternehmensbewertung (Basis-Grundsätze) auf der Basis der funktionalen Unternehmensbewertungstheorie deduktiv ermittelt.

Das Werk der beiden Autoren, das rund 700 Seiten umfasst, ist äußerst beeindruckend. Es ist streng systematisch aufgebaut und „durchkomponiert“, vom Duktus her sehr ansprechend. Es umfasst den ganzen Kosmos der Unternehmensbewertungslehre, verwertet die einschlägige deutsche und angelsächsische Literatur. Es ist vorauszusehen, dass sich Vertreter einer nicht funktionalen Unternehmensbewertungslehre an diversen Punkten „reiben“ werden, wobei es sehr schwer sein dürfte, gegen die wohlfundierte grundlegende Kritik anzukommen. Kritisch ist u.a. anzumerken, dass etwas zu viel in den Fußnoten diskutiert wird, – wahrscheinlich um den Umfang des Werkes nicht noch zu vergrößern. Das Buch ist für das Studium bzw. die Lehre in exzellenter Weise verwendbar. Ob sich die Wirtschaftsprüfer von der fundamentalen Kritik an der Bewertungspraxis bzw. an den immer mehr DCF- bzw. CAPM-orientierten, von den BIG FOUR geprägten IDW-Verlautbarungen beeindrucken lassen, wage ich aus praktischer Erfahrung in Spruchverfahren zu bezweifeln. Was auf dem Buchmarkt noch ergänzend fehlt, wäre eine an das vorliegende Lehrbuch strukturell „anschließende“ oder in das Lehrbuch (über CD) integrierte Fallstudie, die das authentische Zahlenmaterial einer multinationalen Unternehmung zugrundeliegt, um an diesem Beispiel die Bewertungsmethoden, Checklisten zur Datenerfassung, Plausibilisierung der Planung, Integration der Planungen usw., die „Bearbeitung“ der Sicherheit der Prognosen, der Kapitalisierung usw. üben und schulen zu können. Das Problem der Konzernbewertung pflegt in deutschsprachigen Lehrbüchern ausgeblendet zu werden, obwohl es z.B. in Spruchverfahren regelmäßig eine Rolle spielt.

Zusammenfassend können wir feststellen, dass es den beiden Autoren gelungen ist, ein beeindruckendes Werk vorzulegen, das jeder unvoreingenommene Leser mit Gewinn lesen wird, d.h., ich halte den Entscheidungswert dieses Lehrbuches für weit höher als seinen Preis.

o. Univ.-Prof. Dr. Wolf E. Fischer-Winkelmann, München