

Veröffentlicht in
BewertungsPraktiker
2 / 2011

„Unternehmensbewertung oder Aktienbewertung?“
S. 28 – 29

Mit freundlicher Genehmigung der
BewertungsPraktiker-Redaktion

(www.iacva.de)

Dr. Werner Gleißner / CVA Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest

Unternehmensbewertung oder Aktienbewertung?



Dr. Werner Gleißner
ist Vorstand der
FutureValue Group AG,
Leinfelden-Echterdingen



CVA Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest
ist Geschäftsführer
der IACVA GmbH und
freier Corporate Valuation
Consultant

I Überblick

Sie lesen hier den ersten Beitrag in der neuen Reihe „Der kritische Bewerter“. Mit kurzen Beiträgen soll auf in der alltäglichen Bewertungspraxis oft nicht mehr beachtete – aber dennoch sehr wesentliche – Hintergründe der Unternehmensbewertung eingegangen werden. Insbesondere möchten wir für oft übersehene, aber „kritische“ Annahmen der in der Praxis üblichen Vorgehensweise zur Erstellung von Bewertungsgutachten sensibilisieren – auf diese Weise sollen Bewerter angeregt werden, ihr übliches Vorgehen fallbezogen zu hinterfragen.

In diesem ersten Beitrag beschäftigen wir uns mit dem Begriff „Unternehmensbewertung“ und grenzen diesen gegenüber der „Aktienbewertung“ ab. In der Bewertungspraxis wird ganz überwiegend von „Unternehmensbewertung“ gesprochen. Gibt es einen Unterschied zwischen Unternehmensbewertung und Aktienbewertung? Ist nicht die Summe der Werte der Aktien (Anteile) eines Unternehmens gerade der Unternehmenswert?

II. Anteilsbewertung und Diversifikationsgrad

Bewertungsobjekte sind grundsätzliche „Anteile“ an Unternehmen. Die Spannweite reicht dabei von der Bewertung einer einzelnen Aktie bis beispielsweise zu einem 100%-Anteil an einer GmbH. Auch die Rechtsposition eines Freiberuflers oder Einzelkaufmanns kann als „100%-Anteil“ im weiteren Sinne interpretiert werden. Unterschiedliche Anteilsumfänge beinhalten z.B. unterschiedliche Herrschafts- und Mitspracherechte, die im Bewertungskalkül Berücksichtigung finden müssen. Auf der anderen Seite weisen *Bewertungssubjekte* unterschiedliche Diversifikationsgrade hinsichtlich ihrer übrigen Einkommensquellen auf. Die Grenzfälle reichen hier von einem Aktieninvestor, für den die einzelne Aktienanlage lediglich ein Ertragsbaustein seines Portfolios ist bis hin zum Eigentümer-Unternehmer, dessen zumindest wichtigste Einkommensquelle seine Unternehmensbeteiligung darstellt. Sowohl hinsichtlich des Anteilsumfangs am Bewertungsobjekt als auch hinsichtlich des

Diversifikationsgrades des Bewertungsobjekts sind zahlreiche Kombinationen zwischen den Extrempositionen denkbar.

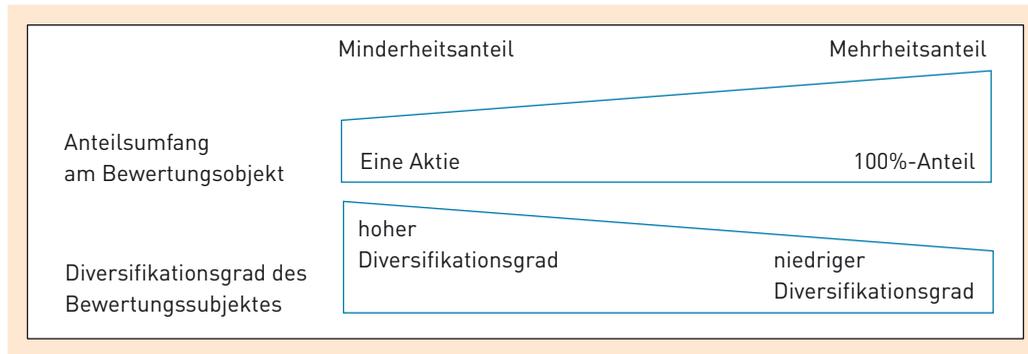
In der Praxis ist es durchaus üblich – entgegen den Vorstellungen eines vollkommenen Marktes – bei der Bewertung eines „ganzen“ Unternehmens bzw. von Mehrheitsanteilen eine „Kontrollprämie“ in der Bewertung zu berücksichtigen. Werteeinflüsse aus Kontrolleffekten führen jedoch bereits dazu, dass der Wert „aller Aktien (Anteile)“ eben nicht mehr der Summe der Werte der einzelnen Aktien (Anteile) entspricht. Aber Aktien- und Unternehmensbewertung unterscheiden sich doch wesentlich grundlegender.

III. Risiko

Welche Erträge erhält ein Aktionär, der lediglich einen kleinen Anteil an einem Unternehmen hält und welchen Risiken (Chancen und Gefahren) ist er ausgesetzt? Seine Risiken sind unsichere Dividenden und Kursschwankungen.² Der Minderheitsaktionär hat insbesondere keinen direkten Zugriff auf die freien Cashflows des Unternehmens. Für einen kurzfristig engagierten Aktieninvestor wird Rendite und Risiko sogar im ganz wesentlichen Umfang nur durch die Kursbewegungen (Preisschwankungen) bestimmt.

Betrachtet man ein „komplettes“ (z. B. mittelständisches) Unternehmen und bewertet dies aus Sicht eines Käufers, sind für diesen offenkundig die (unsicheren) zukünftigen Cashflows der Unternehmensbewertung relevant. Kurz- bis mittelfristig engagierte Eigentümer eines Unternehmens (z. B. Private Equity Gesellschaften) werden bei der Bewertung den unsicheren zukünftigen Verkaufspreis (Exit-Preis) im Kalkül haben. Dieser ist in Anbetracht der in der Praxis gebräuchlichen Multiple-Bewertungsverfahren abhängig von den zukünftigen Cashflows (oder EBITDA oder EBIT), den ebenfalls unsicheren zukünftigen Bewertungsrisiken (ausgedrückt durch den Multiple). Für einen Dauerinvestor sind Schwankungen der Bewertungsniveaus und der realisierbaren Preise eines Unternehmens(anteils) völlig

Abb. 1: Anteilsumfang und Diversifikationsgrad



Tab. 1: Aktien- vs. Unternehmensbewertung

Investitionsdauer	Ertrag und Risiko aus...	Risikoquantifizierung durch...	Aufgabenstellung
„kurz“	unsicherer Dividende- und Verkaufspreis	statistische Analyse von Aktienrenditen	„Aktienbewertung“
„ewig“	unsicheren freien Cashflows des Unternehmens	Wahrscheinlichkeitsverteilung der Cashflows	„Unternehmensbewertung“

irrelevant, er kauft letztlich einen unsicheren Cashflow-Strom.

Die Erläuterungen zeigen es sehr deutlich: Grundlage der Aktienbewertung sind künftige Dividenden und Aktienkursschwankungen. Unternehmensbewertung im eigentlichen Sinn bedeutet die Bewertung eines (unsicheren) Cashflow-Stroms, und damit die Berücksichtigung der Cashflow-Risiken³. Aus dieser Perspektive ist die bekannte Renditegleichung des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) ein „Aktienbewertungsmodell“, aber im eigentlichen engeren Sinne kein Bewertungsmodell für die unsicheren Cashflows eines Unternehmens – dies ermöglicht bestenfalls die Sicherheitsäquivalent-Variante des CAPM.⁴ Die Anwendung des CAPM erscheint aus dieser Perspektive am ehesten für die Bewertung von Aktien geeignet, da Erträge und Risiken von Aktien maßgeblich von Aktienkursschwankungen bestimmt werden. Wenn man aber die aus einem kompletten Unternehmen resultierenden unsicheren Zahlungen (Cashflows) bewerten möchte, benötigt man eben auch Cashflow-basierte Bewertungsansätze.⁵

Nur unter den restriktiven Prämissen eines vollkommenen Kapitalmarkts und speziell einer perfekten Korrelation zwischen (in praxi historischen gemessenen) Aktienrenditen und künftigen Cashflows⁶ stimmen „Aktienbewertungen“ und „Unternehmensbewertungen“ überein. In einem unvollkommenen Kapitalmarkt ist für eine Unternehmensbewertung eine Risikoanalyse der Cashflows nötig.

IV. Fazit

Es ist kritisch zu hinterfragen, ob man primär auf die Aktienbewertung ausgerichtete Bewertungsansätze unreflektiert auf die Bewertung kompletter (oft nicht börsennotierter) Unternehmen bzw. ihrer unsicheren Cashflows übertragen kann. Gerade in einem unvollkommenen Kapitalmarkt ist die Bewertung von Aktien (Minderheitsanteilen) und kompletter Unternehmen mit völlig unterschiedlichen Herausforderungen verbunden – zumal in einem unvollkommenen Kapitalmarkt bekanntlich Preis (Börsenkurs) und Wert auch nicht übereinstimmen.

¹ Siehe grundlegend *Dirrigl*, Die Bewertung von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften 1988, S. 28 ff.

² Vgl. *Schmidt*, Aktienkursprognose 1976, S. 62 f.

³ Vgl. *Dirrigl*, in: Kiesewetter/Niemann (Hrsg.), Accounting, Taxation, and Corporate Governance, 2009, S. B 21. abrufbar unter: <http://www.franz-w-wagner.de/startseite>

⁴ Für einen Überblick siehe *Röder/Müller*, FB 2001, S. 225 ff. m. w. N.

⁵ Siehe *Ballwieser*, BFuP 1981, S. 97 ff. und weiterführend zur simulationsbasierten Risikoprofilmethode siehe *Spremann*, Valuation: Grundlagen moderner Unternehmensbewertung, 2004, S. 261-271 ff. und *Gleißner*, FB 2005,

S. 217 ff. und *Gleißner/Wolfrum*, FB 2008, S. 602 ff. Für die Herleitung von Bewertungsgleichungen mittels Replikation für beliebige aus Häufigkeitsverteilungen abgeleitete Risikomaße, die die CAPM-Gleichung als Spezialfall enthalten, siehe *Jödicke*, FB 2007, S. 166 ff. Eine vereinfachte Annäherung ist möglich durch die Abschätzung des bewertungsrelevanten Risikomaßes (z. B. Value-at-Risk des Cashflows) aus „Stress-Szenarien“ (siehe das Fallbeispiel in *Gleißner*, Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen – Controlling, Unternehmensstrategie und wertorientiertes Management, 2. Aufl. 2011, S. 178 – 180).

⁶ Siehe *Mai*, ZfB 2006, S. 1225 ff.