

Stefan Behringer

Eine kurze Geschichte der Unternehmensbewertung

Die Entwicklung der Methoden
und Implikationen für die Zukunft



Springer Gabler

Eine kurze Geschichte der Unternehmensbewertung

Stefan Behringer

Eine kurze Geschichte der Unternehmensbewertung

Die Entwicklung der Methoden und
Implikationen für die Zukunft



Springer Gabler

Stefan Behringer
Rotkreuz, Schweiz

ISBN 978-3-658-28702-3 ISBN 978-3-658-28703-0 (eBook)
<https://doi.org/10.1007/978-3-658-28703-0>

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2020

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jedermann benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des jeweiligen Zeicheninhabers sind zu beachten.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature.

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

Vorwort

Unternehmensbewertung ist ein Thema, das mich von Anfang an bei meiner Beschäftigung mit betriebswirtschaftlichen Fragestellungen fasziniert hat. An der Universität zu Köln wurden mir im Treuhandseminar in meinem Studium von Günter Sieben, einem der Begründer der Kölner Funktionenlehre, die Grundlagen dieses Wertparadigmas in den Vorlesungen erläutert. Meine Promotion an der Universität Flensburg befasste sich dann mit der Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen. Das zugehörige Buch hat eine außerordentlich weite Verbreitung in der Praxis gefunden und ist inzwischen in deutlich veränderter Form in fünfter Auflage erschienen. Auch in der Praxis befasste ich mich ausführlich mit Fragen der Unternehmensbewertung. Als Verantwortlicher für das Controlling habe ich bei einem großen internationalen Konzern viele Gutachten erstellt bzw. erstellen lassen. Eine Erfahrung, die man jedem, der sich an Hochschulen mit dem immer jungen Thema Unternehmensbewertung auseinandersetzt, nur empfehlen kann: Man lernt die tatsächlichen – nicht die theoretischen – Probleme der Unternehmensbewertung gut kennen. Zwischen beiden Problemkreisen gibt es erhebliche Diskrepanzen. Wieder in die akademische Welt zurückgekehrt – jetzt als Hochschullehrer –, befasste ich mich mit Einzelfragen der Unternehmensbewertung und bin hier und da auch gutachterlich tätig. Diese umfangreichen Erfahrungen sowie die Lektüre von immer neuen Veröffentlichungen haben mich veranlasst, dieses Buch zu schreiben: Ein kurzer Abriss der Geschichte der Unternehmensbewertung. Dies kann nur in Auszügen gelingen, nicht alles kann gewürdigt werden, nicht jeder Bereich erwähnt werden.

Von der Idee bis zum fertigen Buch dauerte diese Arbeit sehr lange. Immer wieder bin ich bei der Lektüre von Werken zur Geschichte der Betriebswirtschaftslehre auf Quellen gestoßen, die zu würdigen sind. Insbesondere die Werke von Dieter Schneider waren dabei Inspiration, ohne der Hybris zu unterliegen, auch nur annähernd an die Qualität und profunde Belesenheit dieses Autors heranzukommen. Sicherlich werden Kritiker vieles vermissen, was es wert gewesen wäre, erwähnt zu werden. Dies liegt in der Natur der Sache: Seitdem es Unternehmen gibt, was seit mehr als 2000 Jahren der Fall ist, werden Unternehmensbewertungen gebraucht, interessieren sich Unternehmer für den Wert ihres Unternehmens.

Ich bedanke mich bei allen, die zu dem Gelingen dieses Buches beigetragen haben. Dem Springer Verlag danke ich für die verlegerische Betreuung. Gewidmet ist dieses Buch meiner Tochter Mathilda Luise, die ich sehr liebe.

Rotkreuz, Schweiz

Stefan Behringer

Inhaltsverzeichnis

- 1 Einleitung** 1
 - 1.1 Der Sinn der Ideengeschichte für die Unternehmensbewertung 1
 - 1.2 Ein Überblick über wirtschaftswissenschaftliche Werttheorien 3
 - 1.2.1 Die Objektive Wertlehre in der Ökonomie 3
 - 1.2.2 Die subjektiven Werttheorien der Ökonomie 8
 - 1.2.3 Übertragung der ökonomischen Werttheorien auf die
Unternehmensbewertung 12
 - Literatur 18
- 2 Vorläufer der Unternehmensbewertung** 21
 - 2.1 Bewertungsansätze in Mesopotamien 21
 - 2.2 Bewertungsansätze im antiken Griechenland 22
 - 2.3 Bewertungsansätze im antiken Rom 22
 - 2.4 Bewertungsansätze im Mittelalter 24
 - 2.5 Das Zinsverbot als mittelalterliche Rahmenbedingung 26
 - 2.5.1 Entwicklung des Zinsverbots von der Antike bis zum Mittelalter ... 26
 - 2.5.2 Leibniz und die Überwindung des Zinsverbots 30
 - 2.5.3 Praktische Ansätze zur Unternehmensbewertung zu Zeiten des
Zinsverbots 32
 - 2.5.4 Ein Beispiel für eine Unternehmensbewertung in Frankreich:
Honoré de Bazacle 34
 - 2.6 Die Bewertung der South Sea Company 36
 - Literatur 40
- 3 Der Beitrag der Land- und Forstwirtschaft und der Bergwerksbewertung
zur Unternehmensbewertung** 45
 - 3.1 Hintergrund der Auseinandersetzung mit betriebswirtschaftlichen
Fragen der Land- und Forstwirtschaft 45
 - 3.2 Exemplarische Methoden der Waldbewertung 47
 - 3.3 Ansätze zur Bewertung von Bergwerken in der Literatur 50
 - Literatur 51

4 Die Entwicklung der deutschen Unternehmensbewertung – Investitionstheoretischer Ansatz	53
4.1 Einführung: Ein kurzer Abriss zur Geschichte der deutschen Betriebswirtschaftslehre	53
4.2 Die Entwicklung des Ertragswerts	57
4.2.1 Grundlagen des Ertragswertverfahrens	57
4.2.2 Der Ertragswert als individueller Grenzpreis	59
4.2.3 Die Ableitung des Ertragswertkalküls	60
4.2.4 Substanzwert versus Ertragswert: Der Streit um die Vorherrschaft in der Unternehmensbewertung	64
4.2.5 Kombinationsverfahren	68
4.2.6 Die Durchsetzung des Ertragswertverfahrens zum deutschen Standard	70
Literatur	73
5 Die Entwicklung der angelsächsischen Unternehmensbewertung – kapitalmarktorientierter Ansatz	79
5.1 Spezifika der angelsächsischen Bewertung	79
5.2 Das Discounted Cashflow-Verfahren	80
5.3 Die historische Entwicklung zum DCF-Verfahren	85
5.3.1 Portfolio Selction	85
5.3.2 Das Modigliani-Miller Theorem	87
5.3.3 Das Capital Asset Pricing Model	90
5.3.4 Zusammenführung der Theorien im DCF Verfahren	93
5.3.5 Der Weg des DCF Verfahrens in den deutschsprachigen Raum	95
5.4 Der neue Streit um objektive und subjektive Werte	97
5.5 Marktwertorientierte Bewertung mit Multiplikatoren	98
Literatur	100
6 Die Bewertung von Unternehmen im Rechnungswesen	103
6.1 Ermittlung von Fair Values nach IFRS	103
6.2 Die Bewertung von ganzen Unternehmen in der Rechnungslegung	104
6.3 Der Wandel der Regulierungen	106
6.4 Ein Streifzug durch die Geschichte des Fair Values in Deutschland	108
6.4.1 Die Frühgeschichte bis zum Ersten Weltkrieg	108
6.4.2 Bewertung in Zeiten der Krise: Die Zeit bis zur Gründung der Bundesrepublik Deutschland	112
6.4.3 Die Entwicklung nach dem Zweiten Weltkrieg	114
6.5 Anwendung auf die Bewertung ganzer Unternehmen	116
Literatur	116
7 Anstatt eines Fazits – Die Herausforderungen und Chancen der Unternehmensbewertung in der Zukunft	119
Literatur	123

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
ADHGB	Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cashflow
EDF	Électricité de France
EG	Europäische Gemeinschaft
Et al.	Et alii
FAS	Statement of Financial Accounting Standards
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standard
IASB	International Accounting Standards Board
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
IVSC	International Valuation Standards Council
MBA	Master of Business Administration
MIT	Massachusetts Institute of Technology
OLG	Oberlandesgericht
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAC	Statement of Financial Accounting Concepts
UEC	Union Européenne des Experts Comptables, Economique et Financiers
US GAAP	Generally Accepted Accounting Principles in den USA
Vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1.1 Der Sinn der Ideengeschichte für die Unternehmensbewertung

In seiner akademischen Antrittsrede als Professor an der Universität Jena hat sich der Dichter Friedrich Schiller mit der Frage befasst „Was heißt und zu welchem Ende studiert man Universalgeschichte?“. Er sieht einen Gegenwartsbezug in der Beschäftigung mit der Geschichte: „Aus der ganzen Summe dieser Begebenheiten hebt der Universalhistoriker diejenigen heraus, welche auf die heutige Gestalt der Welt und den Zustand der jetzt lebenden Generation einen wesentlichen, unwidersprechlichen und leicht zu verfolgenden Einfluß gehabt haben.“ (Schiller 2017). Dies gilt auch für die Beschäftigung mit der Ideengeschichte. Wie die Ideen entstanden sind, hat eine Bedeutung für die Methoden und Konzepte, die heute Anwendung finden. Sie sind nur vordergründig ohne die Kenntnisse der Vergangenheit zu verstehen.

Es stellt sich die Frage, inwiefern sich insbesondere die Wirtschaftswissenschaften mit der Geschichte ihres Fachs beschäftigen sollten. Joseph A. Schumpeter (1883–1950) gibt in seiner postum von seiner Witwe veröffentlichten unvollendet gebliebenen Geschichte der ökonomischen Analyse drei Gründe an, warum sich insbesondere Ökonomen mit der Geschichte ihres Faches beschäftigen sollten (vgl. Schumpeter 2009, S. 32 ff.):

1. **Pädagogischer Gewinn:** Für Studierende und Lehrende ist es nicht möglich, die Richtung einer Wissenschaft zu erfahren und die Schwierigkeiten bei den wissenschaftlichen Erkenntnissen zu erkennen, da der Kontext der Theorien (z. B. die aktuellen Bedingungen in Politik und Wirtschaft) nicht mehr beachtet werden kann.
2. **Einblick in die Wege menschlichen Geistes:** Die Gedankenwelten und geistigen Höhenflüge der Vergangenheit erweitern den eigenen Geist. Man lernt auch wie man nicht

vorgehen darf, da man Irrwege der Vergangenheit erkennen kann. Im Gegensatz dazu zeigt sich, welche Strategien in der Wissenschaft erfolgsversprechend sein können.

3. **Neue Anregungen:** In den Wirtschaftswissenschaften gibt es keinen eindeutigen Stand der Wissenschaften, wie es ihn in den Naturwissenschaften gibt. Daraus ergibt sich auch, dass der Wirtschaftswissenschaftler aus der Beschäftigung mit der Vergangenheit mehr Anregungen erhält als der Naturwissenschaftler, da letzterer genau weiß, dass der heutige Stand der Forschung alles Wichtige seiner Vorgänger enthält. Außerdem – dieses Argument ist sehr ähnlich mit dem ersten – ist die wirtschaftswissenschaftliche Theoriebildung sehr eng mit den Bedingungen der Zeit verbunden.

Schumpeter war Sozialwissenschaftler, der Ökonomie immer im Zusammenhang mit den anderen Sozialwissenschaften sah. Zudem war der Österreicher sowohl in Deutschland (an der Universität Bonn) als auch in den USA, deren Staatsbürgerschaft er annahm, an der Harvard University tätig. Sein reichhaltiger Hintergrund, der ihn prädestinierte, sein bis heute als Referenzwerk verwendetes Buch zu schreiben, verband die Tätigkeit als Spekulant (der in der Weltwirtschaftskrise sein Vermögen verlor), als Politiker (als Staatssekretär der Finanzen der österreichischen Regierung nach dem 1. Weltkrieg) mit den akademischen Tätigkeiten (vgl. Swedberg 1991).

Ein weiterer Punkt, der für eine Beschäftigung mit der historischen Entwicklung eines Fachgebiets spricht, ist die Wiederentdeckung von eigentlich bekannten Theorien. So sind in der Geschichte der Wirtschaftswissenschaften häufig Theorien nach Jahrzehnten wiederentdeckt worden, die dann mit neuer – häufig englischsprachiger – Terminologie unter anderen Namen als Innovation vorgestellt worden sind (vgl. Schneider 1984). Dadurch werden betriebswirtschaftliche Entscheidungen schlechter getroffen, als es eigentlich notwendig gewesen wäre, wenn man sich mit der Geschichte des Fachs befasst hätte. Vorgeblich moderne Verfahren hätten schon lange zum Nutzen der Unternehmen eingesetzt werden können.

Insgesamt kann man also konstatieren, dass eine unhistorische Herangehensweise zu Defiziten in wissenschaftlichen Disziplinen führen kann. Allerdings muss man auch bei einer historischen Analyse Quellen adäquat verwenden, also so dass die Prämissen aber auch die zeitlichen Umstände gewürdigt werden (Brockhoff 2016, S. 635).

Die Prämissen der klassischen Autoren werden in den folgenden Ausführungen berücksichtigt. Die Entwicklungsschritte, die zu den heute gängigen Methoden der Unternehmensbewertung geführt haben, stehen im Mittelpunkt. Dabei soll immer ein Blick darauf gerichtet sein, welche neuen Erkenntnisse man aus der Entwicklungsgeschichte ziehen kann. Zukunftsperspektiven der Unternehmensbewertung bilden den Abschluss dieses Buches. Ergibt sich aus den vorherigen Ausführungen etwas, das der Lösung dient, aber bislang noch nicht wiederentdeckt worden ist, soll dies seinen Niederschlag in den Diskussionen finden. Die Geschichte der Unternehmensbewertung ist von Irrwegen und Umwegen geprägt. Manche dieser Irrläufer tauchen immer mal wieder auf. Der Blick in diese Irrungen und Wirrungen soll also auch ermöglichen, Fehler zu vermeiden, die mit eigentlich verworfenen Methoden, die aber eine unmittelbare Attraktivität haben, verbunden sind.

Trotz all dieser Vorteile der Auseinandersetzung mit der Geschichte darf man die Beschäftigung mit der Geschichte nicht zu weit treiben. Friedrich Nietzsche führt in seinem Werk „Vom Nutzen und Nachteil der Historie für das Leben“ aus: „Dass das Leben aber den Dienst der Historie brauche, muss ebenso deutlich begriffen werden als der Satz, der später zu beweisen sein wird – dass ein Uebermaass der Historie dem Lebendigen schade.“ (Nietzsche 1980, S. 258). Aus diesem Grund haben alle Ausführungen immer einen Bezug zur gegenwärtig vorwiegend angewandten Methode und geben Hinweise auf Entwicklungsschritte und Abweichungen zu alten Lehrmeinungen.

1.2 Ein Überblick über wirtschaftswissenschaftliche Werttheorien

Unternehmen müssen bewertet werden. Dabei bedarf es Werten, die in Geld ausgedrückt werden. Dies wäre nicht notwendig, in einer autonomen Wirtschaft, die ohne Beziehungen zu anderen auskommen würde. Robinson Crusoe auf seiner einsamen Insel muss sich bei seinen ökonomischen Entscheidungen nicht damit auseinandersetzen, was etwas in Geldeinheiten wert ist. Eine Bewertung kann allein mental in seinem Kopf stattfinden, da es keine Opportunitätskosten des Geldes gibt: das Geld kann gar nicht anders ausgegeben werden, da es keines gibt (Herbener und Rapp 2016, S. 7). Durch die Arbeitsteilung in der modernen Volkswirtschaft wird nicht alles selbst produziert, stattdessen dient Geld als Tauschmittel, was praktisch Surrogat ist für die Eigenproduktion von Gütern. Da man jeden Euro nur einmal ausgeben kann, muss sich der homo oeconomicus, der rational handelnde Mensch, jeweils für das Optimum entscheiden.

1.2.1 Die Objektive Wertlehre in der Ökonomie

Wert ist einer der Kernbegriffe der Ökonomie. Viele große Ökonomen haben sich im Laufe der Wissenschaftsgeschichte mit dem Begriff und seiner Messung auseinandergesetzt. Werttheorien gibt es mithin viele. Grundsätzlich kann man unterscheiden, ob ein Wert objektiv zu bestimmen ist, d. h. es handelt sich um eine Eigenschaft eines Objekts, die diesem anhaftet. Oder man geht davon aus, dass der Wert eines Objekts subjektiv ist, d. h. er entsteht durch das Individuum für den dieser Wert bestimmt wird. Der Unterschied besteht darin, dass objektive Werte nach den objektiv nachvollziehbaren Entstehungsbedingungen (z. B. dem Einsatz von Arbeit zur Produktion) entstehen. Subjektive Werte entstehen durch die Präferenzen der Entscheidungsträger für die der Wert bestimmt wird.

Die grundlegende Unterscheidung zwischen Gebrauchs- und Tauschwert geht auf Aristoteles (384–322 v. Chr.) zurück. Aristoteles, Lehrer des Alexander des Großen, prägte die Wissenschaften auf vielen Gebieten. Der Wirtschaftswissenschaften gab er den Namen Ökonomie (deutsch: Haushalt). Der Gebrauchswert kann nach Aristoteles als Objekt-Objekt-Beziehung verstanden werden. Dieser drückt den objektiv fassbaren Nutzen eines

Gutes aus, einen bestimmten Zweck zu erfüllen (vgl. Ott 1997, S. 21 f.). Allerdings kann der Nutzen auch subjektiv sein: So findet der Golfspieler einen Golfschläger nützlich, Menschen ohne Interesse an diesem Sport finden ihn nutzlos. Trotzdem gibt es einen gemeinsamen Maßstab aller Güter. Dieser wird nach Aristoteles von den Bedürfnissen der Menschen bestimmt. Vermittler zwischen den Bedürfnissen und den Gütern ist die „Münze“ (Aristoteles 2017). Dies wird durch den Tauschwert ausgedrückt, der am Markt beobachtbar ist. Bereits in diesen Überlegungen ist der grundlegende Widerstreit der Unternehmensbewertung angelegt, der diese betriebswirtschaftliche Teildisziplin bis heute immer wieder bewegt: Sind Unternehmenswerte objektive oder subjektive Werte. In der Theoriegeschichte der Wirtschaftswissenschaften hat diese Debatte eine lange Tradition, die hier nur rudimentär skizziert werden kann. Aristoteles Bestreben war nicht, eine Theorie der Bewertung zu entwickeln. Sein Interesse galt vielmehr der Frage nach der Gerechtigkeit des Preises (Schumpeter 2009, S. 100 ff.). Er erkannte aber, dass zwischen Gebrauchswert und Tauschwert ein Zusammenhang bestehen muss. Auch in seiner Analyse kommt schon das Grundproblem des objektiven Wertbegriffs zum Ausdruck. Sollte es einen objektiven Wert geben, gäbe es keine Veranlassung zu einem Tausch. Ein Tausch wird nur initiiert, wenn der Verkäufer mehr durch den Tausch bekommt als ihm die Aufgabe des Tauschobjekts wert ist. Umgekehrt wird der Käufer weniger hergeben als, was ihm das Tauschobjekt wert ist. Bei einem objektiven Wert, der für jeden gilt, ist ein Tausch also niemals sinnvoll.

Ein früher Vertreter der objektiven Werttheorie war der irisch-französische Ökonom Richard Cantillon. Cantillon war ein bedeutender Vertreter der frühen Ökonomie. Viele seiner Ideen wurden später von den französischen Physiokraten übernommen bzw. parallel von diesen entwickelt (vgl. Brewer 2002, S. 1). Vorläufer seiner Überlegungen sind bei englischen Wissenschaftlern, insbesondere Sir William Petty, zu sehen (vgl. Roncaglia 1985), der der Theorie sehr nahekam, dass der Wert eines Gutes durch die Menge Arbeit bestimmt wird, die für seine Produktion notwendig war (Meek 1973, S. 35). Er unterschied den Marktpreis und den intrinsischen Wert eines Gutes, wobei letzterer durch die Menge des Bodens und der Arbeit, die zur Produktion eines Gutes benötigt wird, entsteht (Cantillon 1931, S. 29). Er machte auch klar, dass Güter nicht immer zu ihren intrinsischen Werten am Markt gehandelt werden. Der Marktpreis hängt nämlich ab von den „Humours and Fancies of Men“ (Cantillon) wobei er letztlich davon ausging, dass die Unterschiede zwischen Marktpreis und intrinsischem Wert nicht so groß sind (Vaggi und Groenewegen 2003, S. 48).

Die erste geschlossene Theorie des Wertes geht zurück auf die Physiokraten. Herausragender Vertreter dieser häufig als erster umfassender Theorie der Volkswirtschaftslehre insgesamt (vgl. Schmidt 2002, S. 38) bezeichneten Lehre war Francois Quesnay (1694–1774). Physiokratie lässt sich als Herrschaft der Natur übersetzen. Zu ihrer Zeit wurde die Gruppe allerdings als „Le économistes“ die Wirtschaftswissenschaftler bezeichnet. Mit dem heute gebräuchlichen Begriff Physiokraten wird Bezug genommen auf die Ausbildung Quesnays als Mediziner. Er war Leibarzt des französischen Königs Ludwig XV. und seiner