
Gutachten zur Diplomarbeit von [REDACTED]
*Buchwertorientierte Finanzierung in der Praxis der
Unternehmensbewertung*

Vorbemerkung

In der letzten Zeit sind eine Vielzahl von Arbeiten zum Thema Unternehmensbewertung und DCF-Verfahren erschienen. Insbesondere das WACC-Verfahren erfreut sich dabei einer beständigen Beliebtheit. Allerdings ist nicht all denen, die dieses Verfahren benutzen, auch bewusst, dass die Anwendung der WACC-Theorie gewisse Voraussetzungen unterstellt, die nicht immer gegeben sein dürften. Insbesondere die Annahme eines vorgegebenen Verschuldungsgrades zu Marktwerten muss sehr kritisch gesehen werden. Wenn man aber den Verschuldungsgrad zu Buchwerten vorgibt, so darf man nicht das WACC-Verfahren verwenden, sondern muss sich einer anderen Bewertungsgleichung bedienen. [REDACTED] hat es sich zur Aufgabe gemacht zu zeigen, wie diese Bewertungsgleichung einer buchwertorientierten Finanzierung in der Praxis umgesetzt werden könnte. Es sich bei der Aufgabenstellung um eine interessante und aktuelle Frage.

Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit umfasst 69 Seiten und ist in zwei Kapitel (plus Einleitung und Zusammenfassung) gegliedert. Sie beinhaltet eine Excel-Datei, in der eine Berechnung exemplarisch vorgenommen wurde.

In der Einleitung geht [REDACTED] auf verschiedene Verfahren der Unternehmensbewertung ein. Er referiert das Ertragswertverfahren und stellt die Grundzüge der DCF-Verfahrens dar. Dabei unterlaufen ihm leider Schusselfehler (wie etwa auf S. 4 die Behauptung, das Ertragswertverfahren diskontiere Ertragsüberschüsse – im Standard S1 ist ganz deutlich davon die Rede, dass Zahlungsüberschüsse zu diskontieren sind).

Das erste Kapitel beginnt mit einer Notationstabelle, die aber teilweise schon in die Verzeichnisse integriert hätte werden können. Eine ausführlichere Darstellung der DCF-Verfahren erfolgt im Abschnitt 2.2. Auch hier finden sich leider wieder mehrere Schusselfehler, so haben die Fremdkapitalmengen in (2.1) eine Tilde, obwohl sie bei der Anwendung des APV-Verfahrens sicher sein müssen. Wären sie unsicher, könnten sie auch nicht mit dem risikolosen Zins diskontiert

werden. Zudem ist unverständlich, warum [REDACTED] die Darstellung der einzelnen DCF-Verfahren nicht mit den jeweils zugeordneten Finanzierungspolitiken beginnt, diese werden erst unsystematisch am Ende genannt. In Gleichung (2.3) bleibt auch unklar, welche der Variablen hier sicher und welche unsicher sind; in der genannten Darstellung müsste, weil $\tilde{V} = \tilde{E} + \tilde{D}$ gilt, auch der Verschuldungsgrad selbst wieder sicher sein, weil alle anderen Variablen sicher sind. Die Abbildung 2.3 hätte vermutlich mit etwas Geschick in die Abbildung 2.2 integriert werden können.

Im Abschnitt 2.3 und insbesondere 2.3.2 wird nun das WACC-Verfahren vorgestellt und kritisch beleuchtet. Die Annahme einer wertorientierten Finanzierungspolitik, Kernstück des WACC-Verfahrens, wird erst in der Mitte des Abschnittes erwähnt. [REDACTED] nennt das Zirkularitätsproblem die zentrale Schwierigkeit des WACC-Ansatzes (S. 21, Mitte). Dem kann ich nicht zustimmen: wenn man marktwertorientiert finanziert, *muss* man die Kenntnis der Verschuldungsgrade unterstellen, alles andere wäre unsinnig. Dann aber besteht auch kein Zirkularitätsproblem mehr. Vielmehr ist die Art und Weise, in der nun finanziert werden muss [REDACTED] [REDACTED] erläutert dies auf den Seiten 21f.) das eigentliche Problem des WACC-Ansatzes. Auf den nachfolgenden Seiten argumentiert [REDACTED] überzeugend, dass die Beschaffung der Plandaten selbst kein Problem des WACC-Ansatzes sein kann.

Das nächste Kapitel führt in die buchwertorientierte Finanzierung ein. Dabei wird recht übersichtlich das Grundmodell dargestellt, mit dem eine Bewertung eines Unternehmens gelingen kann, bei dem die Verschuldungsgrade zu Buch- und nicht zu Marktwerten vorgegeben werden. Auch hier finden sich wieder einzelne Schusselfehler, so auf der Seite 33 zwei Fußnoten, die zu einer hätten zusammengefasst werden können. Auch werden teilweise Argumente an verschiedenen Stellen doppelt formuliert, so gehören die Aussagen der Fußnote 28 zum 2-Phasenmodell nach vorn und nicht erst auf die S. 40. Die Sprechweise "Daten hart eingeben" ist kein schönes Deutsch, auch finden sich vereinzelt Rechtschreibfehler.

Insgesamt ist der Aufbau der Arbeit gut (2.0) gelungen.

Logik der Argumentation

Die Aufgabe [REDACTED] war es, einem sachkundigen Ökonomen die buchwertorientierte Finanzierung nahe zu bringen und ein dafür geeignetes Excel-Tool zu schaffen. Es finden sich die im obigen Abschnitt genannten Argumentationsfehler, die das Bild trüben. Auch ist die Darstellung der Excel-Datei nicht stringent gelungen, bei den Planungsprämissen finden sich Daten, die aus anderen Größen errechnet (Wachstum bspw.) werden neben Daten, die man eingeben muss (GuV bspw.) – während andererseits Plandaten im Blatt Unternehmensbewertung eingegeben werden müssen (auf diesen Punkt geht [REDACTED] in der Arbeit ein). Der "Cashflow unverschuldeter" hätte in die Seite "Kapitalflussrechnung" oder "Unternehmenswert" leichter integriert werden können. Auch sind die verwendeten Farben der Felder sehr grell (grau statt gelb wäre besser gewesen, auch hätten die Plandaten keines Hintergrundes bedurft). Die auf Seite 40f.

dargestellten Gleichungen verwenden einen Planungszeitraum von T , obwohl doch offensichtlich von einer unendlichen Lebensdauer auszugehen ist. Woher die Zahl 18.750 in den Gleichungen kommt, ist unklar. Insgesamt kann dieser Teil mit befriedigend bis gut bewertet werden (2.7).

Literaturrecherche und Eigenständigkeit

■■■■■ hatte eine klare und überschaubare Aufgabe. Ich hätte mir in der Einleitung ein wenig stärkere und deutlichere Kritik am WACC-Verfahren gewünscht: so hätte man etwa auf empirische Studien eingehen können, bei denen Praktiker nach der Art des von ihnen verwendeten Bewertungsverfahrens befragt werden und die die Dominanz des WACC-Ansatzes gut illustrieren. Auch gibt es in der Literatur sehr viele Autoren, die sich in scharfer Form über die Prämissen des WACC-Ansatzes geäußert haben, von dieser Schärfe ist in ■■■■■ Arbeit nichts zu spüren. Dass die Finanzierungspolitik nicht mit dem Aktienkurs "atmet" ist zwar intuitiv klar, hätte aber mit empirischen Studien oder anderen Belegen stärker akzentuiert werden können. Auch war ich etwas enttäuscht darüber, dass das Excel-Tool nur Abschreibungsdauern von 4 Jahren behandeln kann und anderenfalls eine Neuprogrammierung notwendig ist. Diesen Teil der Arbeit bewerte ich mit befriedigend (3.0).

Formale Anforderungen

Die Arbeit von ■■■■■ ist formal korrekt und entspricht den Anforderungen für Studienleistungen. Die verwendeten Quellen wurden, soweit stichprobenartig kontrolliert, richtig zitiert. Diese Teilleistung führt nicht zu einer Herabstufung.

Beurteilung

Die vorliegende Diplomarbeit macht insgesamt einen befriedigenden Eindruck. Die Arbeit wird daher mit

befriedigend (2,7)

bewertet.

Professor Dr. Dr. Andreas Löffler

■■■■■