

Gutachten zur Bachelorarbeit von [REDACTED]

»Unternehmensbewertung und Inflation«

Vorbemerkung

Will man ein Unternehmen bewerten, so bedient man sich üblicherweise der DCF-Verfahren. Wie dabei eine mögliche Inflation einbezogen werden kann, war in letzter Zeit Thema einer Auseinandersetzung zwischen mehreren Wissenschaftlern. [REDACTED] [REDACTED] hatte die Aufgabe, diese Auseinandersetzung kritisch zu würdigen.

Aufbau der Arbeit

Die Arbeit gliedert sich neben Einleitung und Schluss in die folgenden Abschnitte: »Unternehmenswert«, »Unternehmenswertmodelle« und »Terminal-Value-Betrachtung«.

Die Gliederung ist etwas holprig. So werden im Abschnitt »Unternehmenswert« die Grundlagen der Bewertung behandelt, dann hätte der Abschnitt aber auch so heißen sollen. Zudem wäre es vermutlich besser gewesen, im nächsten Abschnitt auf die konkrete Debatte zwischen Friedl-Schwetzer etc zu verweisen, denn Modelle zur Unternehmensbewertung gibt es ja sehr viele.

Dieser Teil wird mit *noch gut* (2,3) bewertet.

Logik der Argumentation

[REDACTED] Aufgabe bestand darin, die Diskussion zwischen Friedl-Schwetzer und Bradley-Jarrell kritisch zu würdigen. Eine solche Aufgabe besteht sinnvollerweise aus zwei Teilen. Zuerst müssen die Argumente der beteiligten Wissenschaftler wiedergegeben werden und dann muss man sich mit diesen Argumenten auseinander setzen. Dementsprechend sind beide Teile auch in der Bewertung zu berücksichtigen.

Leider ist der Text von [REDACTED] nicht so geschrieben, dass man als sachkundiger Leser weiß, was er sagen will. Das fängt mit Eigenheiten in der Darstellung an. So haben die Absätze häufig keinen Zusammenhang zueinander, was den Lesefluss sehr stört. Ich will das exemplarisch an der Einleitung zeigen, hätte aber auch einen anderen Abschnitt der Arbeit wählen können:

- Die Einleitung beginnt mit einem eher reißerischen Aufmacher, der aber nur bedingt zum Thema passt. Die Immobilienblase ist nicht ohne Weiteres mit einer Inflation (dem Thema der Arbeit) in Zusammenhang zu bringen – immerhin *fielen* die Hauspreise, sie stiegen nicht.
- Der nächste Absatz will auf die Unternehmensbewertung überleiten. Man liest: »Doch sind nicht nur die Bewertung von Unternehmen Bewertungsanlässe.« Dieser Satz macht gar keinen Sinn. Weitere Bewertungsanlässe werden fast zusammenhangslos genannt.
- Der nächste Abschnitt enthält eher Satzketten: »Von einer Krise zur nächsten. Die Euro-Krise ist in aller Munde. Experten warnen vor einer hohen Inflationsgefahr.« Nun muss man wissen, dass die öffentlich-rechtlichen Rundfunk- und Fernsehanstalten jeden, den sie vors Mikrofon kriegen, zum Experten machen.¹ Hier wäre eine wissenschaftliche Auseinandersetzung angemessener gewesen. Welche Wissenschaftler warnen vor einer Inflationsgefahr?
- Der nächste Absatz leitet übergangslos zu den Modellen hinüber, die hier interessieren: »Phasenmodelle dienen in der Unternehmensbewertung der Komplexitätsreduktion.« Weder Phasenmodell noch Komplexitätsreduktion wurden im Text vorher aber motiviert oder gar angesprochen. Hier wird mit der Tür ins Haus gefallen. Eine bedächtige Annäherung ans Thema wäre besser gewesen.

Die Argumentation ist nicht schlüssig, teilweise auch nicht nachvollziehbar. Das betrifft leider weite Teile im Text.

Es kommt hinzu, dass ich die kritische Würdigung in der Arbeit [REDACTED] nicht verstehe. So beginnt er die Darstellung des Unternehmenswertes mit einer Bewertungsgleichung, die einmal stetig und einmal diskret formuliert wird (Gleichung (6)). Einzelne der Variablen werden gar nicht erläutert. So heißt es auf Seite 19 »Der reale Gewinn ist mit $g_t = B_{t-1}r$ definiert«, aber die Rendite r wurde noch gar nicht eingeführt. Wird nun r oder wird g definiert? Die nächste Gleichung stellt eine Beziehung zwischen nominalem Gewinn und realem Gewinn dar und man weiß nicht, wo die Gleichung herkommt – kann man sie herleiten? Oder ist sie unmittelbare Folge einer Definition? Die gesamte logische Struktur der Argumentation sowohl von Bradley-Jarrell als auch Friedl-Schwetzler ist in der Darstellung [REDACTED] nicht erkennbar. Das liegt insbesondere daran, dass [REDACTED] statt »definieren« bzw. »herleiten« eher logisch unklare Verben wie »postulieren«, »umschreiben« und »beschreiben« wählt.

Ich vermute, dass das Hauptargument in der Würdigung von [REDACTED] die Aussagen im Abschnitt 3.3.2 sein sollen. Seine Idee besteht darin, dass er den Verkauf der

¹Ich selbst habe dieses fragwürdige Privileg öfter genießen dürfen.

Maschine als Auflösung stiller Reserven interpretiert: »In dem Modell von F/S wird unter Berufung auf Rechnungslegungsnormen der Wertgewinn von Vermögensgegenständen im Unternehmen nicht berücksichtigt« (S. 29). Er schlägt vielmehr vor anzunehmen, dass die Maschine nach Ablauf der Nutzungsperiode mit einem inflationsbedingt gestiegenen Preis verkauft werden kann.

Diese Annahme passt aber nicht in das Modell, das bisher entwickelt wurde. Der Marktpreis einer Maschine kann sich da nur als Summe der diskontierten Cashflows ergeben. Wenn die Maschine in $t = 3$ nicht mehr benutzt wird, kann sie keine Cashflows erwirtschaften und *muss* Null Wert sein. Ich kann daher die Idee von [REDACTED] nicht nachvollziehen.

Ich kann diese Leistung leider nur mit *ungenügend* (5,0) bewerten.

Literaturrecherche und Eigenständigkeit

Die Schwierigkeit in der Arbeit [REDACTED] bestand darin, sich mit aktueller wissenschaftlicher Literatur auseinander zu setzen und sich eine eigene Meinung zu bilden. Ein eigener wissenschaftlicher Beitrag war nicht Gegenstand der Bachelorarbeit. Auch war es nicht seine Aufgabe, eine Fülle aktueller Literatur zu dem Thema zu finden. Insofern ist die Literaturrecherche absolut angemessen. Dass [REDACTED] den (wie ich finde: vergeblichen) Versuch unternommen hat, die Literatur in ein einheitliches Modell einzuordnen und gegenüber zu stellen, ist ihm anzurechnen. Daher bewerte ich diesen Teil mit *sehr gut* (1,0).

Beurteilung

Unter Einbeziehung der bisherigen Überlegungen bewerte ich die Arbeit von [REDACTED] mit

2,7 (befriedigend bis gut).

Prof. Dr. Dr. Andreas Löffler

[REDACTED]

