

---

Wolfgang Ballwieser/Dirk Hachmeister

# Unternehmensbewertung

Prozess, Methoden und Probleme

4., überarbeitete Auflage

---

2013  
Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

# Inhaltsverzeichnis

Vorworte . . . . .	V
Tabellenverzeichnis . . . . .	XIV
Abbildungsverzeichnis . . . . .	XVI
Symbolverzeichnis . . . . .	XVII
<b>1. Unternehmensbewertung als Mittel zum Zweck . . . . .</b>	<b>1</b>
1.1. Zweckadäquanzprinzip . . . . .	1
1.2. Literaturüberblick . . . . .	3
<b>2. Unternehmensbegriff für Zwecke der Unternehmensbewertung . . . . .</b>	<b>6</b>
2.1. Unternehmensabgrenzung . . . . .	6
2.2. Literaturüberblick . . . . .	7
<b>3. Verfahren zur Unternehmensbewertung im Überblick . . . . .</b>	<b>8</b>
3.1. Verfahrenseinteilung . . . . .	8
3.2. Literaturüberblick . . . . .	11
<b>4. Ertragswert . . . . .</b>	<b>13</b>
4.1. Komponenten des Ertragswerts . . . . .	13
4.1.1. Ertragswertkomponenten und Basisannahmen . . . . .	13
4.1.2. Literaturüberblick . . . . .	16
4.2. Vorbereitungen einer Ertragswertermittlung . . . . .	17
4.2.1. Vergangenheitsanalyse . . . . .	17
4.2.2. Lageanalyse . . . . .	43
4.2.3. Literaturüberblick . . . . .	44
4.3. Ertragsprognose . . . . .	47
4.3.1. Ertragsdefinition . . . . .	47
4.3.2. Ertrag als Kombination aus Geschäftspolitik und Umweltentwicklung . . . . .	47
4.3.3. Mehrwertigkeit künftiger Erträge . . . . .	49
4.3.4. Gestufte Ertragsprognose . . . . .	50
4.3.5. Zeit-, Zustands- und Wahrscheinlichkeitsabhängigkeit künftiger Erträge . . . . .	51
4.3.6. Umsatzprognose . . . . .	53
4.3.7. Umsatzkostenprognose . . . . .	54
4.3.8. Prognose der umsatzunabhängigen Kosten . . . . .	54
4.3.9. Ausschüttungspolitik . . . . .	54
4.3.10. Einhaltung rechtlicher und faktischer Nebenbedingungen . . . . .	56
4.3.11. Integrierte Unternehmensplanung . . . . .	56
4.3.12. Technische Unterstützung durch Bewertungssoftware . . . . .	57
4.3.13. Literaturüberblick . . . . .	58

4.3.14.	Notwendige Verarbeitung der Ertragsprognosen in Bewertungsformeln . . . . .	62
4.4.	Ertragswert bei Sicherheit. . . . .	63
4.4.1.	Überblick . . . . .	63
4.4.2.	Variables Ausschüttungsmodell . . . . .	64
4.4.3.	Unendliches Rentenmodell . . . . .	65
4.4.4.	Unendliches Wachstumsmodell . . . . .	66
4.4.5.	Phasenmodelle . . . . .	66
4.4.6.	Problem des Fortführungswerts in den Phasenmodellen . . . . .	68
4.5.	Ertragswert bei Unsicherheit. . . . .	69
4.5.1.	Überblick über Möglichkeiten der Erfassung der Unsicherheit . . . . .	69
4.5.2.	Sicherheitsäquivalente nach der Bernoulli-Theorie . . . . .	70
4.5.3.	Grade der Risikoscheu . . . . .	73
4.5.4.	Probleme der Aggregationsreihenfolge und des Bezugs für ein Sicherheitsäquivalent . . . . .	75
4.5.5.	Ertragswertformeln mit Sicherheitsäquivalenten (Risikoabschlagsmethode) . . . . .	79
4.5.6.	Einwendungen gegen Ertragswertformeln mit Sicherheitsäquivalenten . . . . .	81
4.5.7.	Ertragswertformeln mit risikoangepassten Zinsfüßen (Risikozuschlagsmethode) . . . . .	83
4.6.	Bestimmung des Zinsfußes . . . . .	86
4.6.1.	Äquivalenzprinzipien . . . . .	86
4.6.2.	Währungsäquivalenz . . . . .	87
4.6.3.	Laufzeitäquivalenz und Bestimmung des risikolosen Zinsfußes . . . . .	87
4.6.4.	Kapitaleinsatzäquivalenz. . . . .	94
4.6.5.	Geldwertäquivalenz . . . . .	94
4.6.6.	Risikoäquivalenz . . . . .	95
4.6.7.	Verfügbarkeitsäquivalenz . . . . .	125
4.6.8.	Komponentenverbund. . . . .	126
4.6.9.	Zinsfüße in der Rechtsprechung. . . . .	130
4.7.	Weiterer Literaturüberblick. . . . .	137
4.7.1.	Zum Verfahren . . . . .	137
4.7.2.	Zur Unsicherheitserfassung . . . . .	139
<b>5.</b>	<b>Discounted-Cash-Flow-Verfahren</b> . . . . .	<b>140</b>
5.1.	Übersicht. . . . .	140
5.2.	Adjusted-Present-Value-Verfahren (APV) . . . . .	142
5.2.1.	Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell . . . . .	142
5.2.2.	Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem . . . . .	144
5.2.3.	Einbezug persönlicher Steuern . . . . .	148
5.2.4.	Hauptproblem des APV-Ansatzes . . . . .	157
5.2.5.	Endlichkeitskalkül ohne persönliche Steuern . . . . .	159
5.2.6.	Phasenmodelle . . . . .	161
5.2.7.	Beispiel im Phasenmodell . . . . .	161

5.3.	Free-Cash-Flow-Verfahren (FCF) . . . . .	169
5.3.1.	Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell . . . . .	169
5.3.2.	Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem . . . . .	170
5.3.3.	Bedingung für die Ergebnisübereinstimmung . . . . .	170
5.3.4.	Einbezug persönlicher Steuern . . . . .	171
5.3.5.	Hauptproblem des FCF-Ansatzes . . . . .	175
5.3.6.	Endlichkeitskalkül . . . . .	175
5.3.7.	Beispiel im Phasenmodell vor persönlichen Steuern . . . . .	176
5.3.8.	Beispiel im Phasenmodell mit persönlichen Steuern . . . . .	183
5.4.	Total-Cash-Flow-Verfahren (TCF) . . . . .	192
5.4.1.	Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell . . . . .	192
5.4.2.	Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem . . . . .	192
5.4.3.	Bedingung für die Ergebnisübereinstimmung mit dem APV . . . . .	193
5.4.4.	Möglicher Einbezug persönlicher Steuern . . . . .	193
5.4.5.	Hauptproblem des TCF-Ansatzes . . . . .	194
5.5.	Flow-to-Equity-Verfahren (FTE) . . . . .	195
5.5.1.	Ertragswertentsprechung . . . . .	195
5.5.2.	Beispiel im Rentenmodell ohne persönliche Steuern . . . . .	195
5.5.3.	Beispiel im Rentenmodell mit persönlichen Steuern . . . . .	195
5.5.4.	Beispiel im Phasenmodell ohne persönliche Steuern . . . . .	196
5.5.5.	Beispiel im Phasenmodell mit persönlichen Steuern . . . . .	198
5.5.6.	Hauptproblem des FTE-Ansatzes . . . . .	201
5.6.	Modellvergleich und Ergebnisidentität . . . . .	202
5.7.	Literaturüberblick . . . . .	203
<b>6.</b>	<b>Liquidationswert</b> . . . . .	<b>206</b>
<b>7.</b>	<b>Substanzwert</b> . . . . .	<b>207</b>
<b>8.</b>	<b>Mischverfahren</b> . . . . .	<b>209</b>
8.1.	Bestimmungsgleichung . . . . .	209
8.2.	Mittelwertverfahren . . . . .	209
8.3.	Einfaches Übergewinnverfahren . . . . .	209
8.4.	Stuttgarter Verfahren . . . . .	210
8.5.	Residual Income Method (RIM) . . . . .	211
8.5.1.	Darstellung . . . . .	211
8.5.2.	Vermeintliche Vorteile . . . . .	212
8.5.3.	Würdigung . . . . .	212
<b>9.</b>	<b>Überschlagsrechnungen</b> . . . . .	<b>215</b>
9.1.	Varianten . . . . .	215
9.2.	Verwendung tatsächlicher Preise . . . . .	216
9.2.1.	Verwendung realisierter Preise für Anteile des zu bewertenden Unternehmens . . . . .	216

9.2.2.	Verwendung realisierter Preise für Anteile vergleichbarer Unternehmen . . . . .	216
9.3.	Verwendung fiktiver Preise . . . . .	220
9.3.1.	Fiktiver Preis des zu bewertenden Unternehmens als Grundlage . . . . .	220
9.3.2.	Fiktive Preise vergleichbarer Unternehmen als Grundlage . . . . .	221
9.3.3.	Analytische Verbindungen von Gewinnmultiplikatoren und Ertragswerten . . . . .	221
9.3.4.	Empirische Verknüpfung von Multiplikatoren und Börsenkursen . . . . .	223
9.4.	Würdigung . . . . .	223
9.5.	Literaturüberblick . . . . .	224
<b>10.</b>	<b>Vereinfachtes Ertragswertverfahren . . . . .</b>	<b>226</b>
<b>11.</b>	<b>Häufige Bewertungsfehler . . . . .</b>	<b>229</b>
<b>Anhang 1:</b>	<b>Ableitung der Ertragswertformel für eine unendliche Rente . . . . .</b>	<b>233</b>
<b>Anhang 2:</b>	<b>Ableitung der Ertragswertformel für eine geometrisch wachsende Ertragsreihe . . . . .</b>	<b>234</b>
<b>Anhang 3:</b>	<b>Eigenkapitalkosten nach <i>Modigliani/Miller</i> im Rentenmodell mit einfacher Gewinnsteuer . . . . .</b>	<b>235</b>
<b>Anhang 4:</b>	<b>Ableitung der Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern des verschuldeten Unternehmens <math>r_{EK,s}^v</math> . . . . .</b>	<b>236</b>
<b>Anhang 5:</b>	<b>Ableitung der Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern des verschuldeten Unternehmens <math>r_{EK,s,l}^v</math> . . . . .</b>	<b>238</b>
	Abkürzungsverzeichnis der Zeitschriften . . . . .	240
	Literaturverzeichnis . . . . .	242
	Namensverzeichnis . . . . .	261
	Stichwortverzeichnis . . . . .	262