

Wolfgang Ballwieser

# Unternehmensbewertung

Prozeß, Methoden und Probleme

2., überarbeitete Auflage

2007

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Vorworte	V
Tabellenverzeichnis	XIII
Abbildungsverzeichnis	XV
Symbolverzeichnis	XVI
<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	6
<b>3. Verfahren zur Unternehmensbewertung im Überblick</b>	<b>8</b>
3.1. Verfahrenseinteilung	8
3.2. Literaturüberblick	11
<b>4. Ertragswert</b>	<b>12</b>
4.1. Komponenten des Ertragswerts	12
4.1.1. Ertragswertkomponenten und Basisannahmen	12
4.1.2. Literaturüberblick	15
4.2. Vorbereitungen einer Ertragswertermittlung	16
4.2.1. Vergangenheitsanalyse	16
4.2.2. Lageanalyse	42
4.2.3. Literaturüberblick	43
4.3. Ertragsprognose	46
4.3.1. Ertragsdefinition	46
4.3.2. Ertrag als Kombination aus Geschäftspolitik und Umweltentwicklung	46
4.3.3. Mehrwertigkeit künftiger Erträge	48
4.3.4. Zeit-, Zustands- und Wahrscheinlichkeitsabhängigkeit künftiger Erträge	49
4.3.5. Umsatzprognose	52
4.3.6. Umsatzkostenprognose	52
4.3.7. Prognose der umsatzunabhängigen Kosten	52
4.3.8. Einhaltung rechtlicher und faktischer Nebenbedingungen	52
4.3.9. Technische Unterstützung durch Bewertungssoftware	53
4.3.10. Literaturüberblick	53
4.3.11. Notwendige Verarbeitung der Ertragsprognosen in Bewertungsformeln	58

4.4.	Ertragswert bei Sicherheit	59
4.4.1.	Überblick	59
4.4.2.	Variables Ausschüttungsmodell	60
4.4.3.	Unendliches Rentenmodell	61
4.4.4.	Unendliches Wachstumsmodell	62
4.4.5.	Phasenmodelle	62
4.4.6.	Problem des Fortführungswerts in den Phasenmodellen	64
4.5.	Ertragswert bei Unsicherheit	65
4.5.1.	Überblick über Möglichkeiten der Erfassung der Unsicherheit	65
4.5.2.	Sicherheitsäquivalente nach der Bernoulli-Theorie	65
4.5.3.	Grade der Risikoscheu	68
4.5.4.	Probleme der Aggregationsreihenfolge und des Bezugs für ein Sicherheitsäquivalent	70
4.5.5.	Ertragswertformeln mit Sicherheitsäquivalenten (Risikoabschlagsmethode)	75
4.5.6.	Einwendungen gegen Ertragswertformeln mit Sicherheitsäquivalenten	77
4.5.7.	Ertragswertformeln mit risikoangepaßten Zinsfüßen (Risikozuschlagsmethode)	78
4.6.	Bestimmung des Zinsfußes	82
4.6.1.	Äquivalenzprinzipien	82
4.6.2.	Währungsäquivalenz	82
4.6.3.	Laufzeitäquivalenz und Bestimmung des risikolosen Zinsfußes	83
4.6.4.	Kapitaleinsatzäquivalenz	89
4.6.5.	Geldwertäquivalenz	89
4.6.6.	Risikoäquivalenz	90
4.6.7.	Verfügbarkeitsäquivalenz	102
4.6.8.	Komponentenverbund	104
4.6.9.	Zinsfüße in der Rechtsprechung	108
4.7.	Weiterer Literaturüberblick	113
4.7.1.	Zum Verfahren	113
4.7.2.	Zur Unsicherheitserfassung	115
<b>5.</b>	<b>Discounted-Cash-Flow-Verfahren</b>	<b>116</b>
5.1.	Übersicht	116
5.2.	Adjusted-Present-Value-Verfahren (APV)	118
5.2.1.	Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell	118
5.2.2.	Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem	120
5.2.3.	Einbezug persönlicher Steuern	124
5.2.4.	Hauptproblem des APV-Ansatzes	133
5.2.5.	Endlichkeitskalkül ohne persönliche Steuern	135
5.2.6.	Phasenmodelle	137
5.2.7.	Beispiel im Phasenmodell	137
5.3.	Free-Cash-Flow-Verfahren (FCF)	145
5.3.1.	Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell	145

5.3.2.	Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem	146
5.3.3.	Bedingung für die Ergebnisübereinstimmung	147
5.3.4.	Einbezug persönlicher Steuern	148
5.3.5.	Hauptproblem des FCF-Ansatzes	151
5.3.6.	Endlichkeitskalkül	152
5.3.7.	Beispiel im Phasenmodell vor persönlichen Steuern	152
5.3.8.	Beispiel im Phasenmodell mit persönlichen Steuern	160
5.4.	Total-Cash-Flow-Verfahren (TCF)	172
5.4.1.	Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell	172
5.4.2.	Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem	172
5.4.3.	Bedingung für die Ergebnisübereinstimmung mit dem APV	173
5.4.4.	Einbezug persönlicher Steuern	173
5.4.5.	Hauptproblem des TCF-Ansatzes	174
5.5.	Flpw-to-Equity-Verfahren (FTE)	175
5.5.1.	Ertragswertentsprechung	175
5.5.2.	Beispiel im Rentenmodell ohne persönliche Steuern	175
5.5.3.	Beispiel im Rentenmodell mit persönlichen Steuern	175
5.5.4.	Beispiel im Phasenmodell ohne persönliche Steuern	176
5.5.5.	Beispiel im Phasenmodell mit persönlichen Steuern	178
5.5.6.	Hauptproblem des FTE-Ansatzes	182
5.6.	Modellvergleich und Ergebnisidentität	182
5.7.	Literaturüberblick	183
6.	Wirkungen der geplanten Steuerreform	187
7.	Liquidationswert	189
8.	Substanzwert	190
9.	Mischverfahren	192
9.1.	Bestimmungsgleichung	192
9.2.	Mittelwertverfahren	192
9.3.	Einfaches Übergewinnverfahren	192
9.4.	Stuttgarter Verfahren	193
9.5.	Residual Income Method (RIM)	194
9.5.1.	Darstellung	194
9.5.2.	Vermeintliche Vorteile	195
9.5.3.	Würdigung	195
10.	Überschlagsrechnungen	198
10.1.	Varianten	198
10.2.	Verwendung tatsächlicher Preise	198
10.2.1.	Tatsächliche Preise für Anteile des zu bewertenden Unternehmens	198
10.2.2.	Tatsächliche Preise für Anteile vergleichbarer Unternehmen	199

10.3.	Verwendung fiktiver Preise . . . . .	200
10.3.1.	Fiktiver Preis des zu bewertenden Unternehmens als Grundlage . . .	200
10.3.2.	Fiktive Preise vergleichbarer Unternehmen als Grundlage . . . . .	201
10.3.3.	Analytische Verbindungen von Gewinnmultiplikatoren und Ertragswerten . . . . .	203
10.3.4.	Empirische Verknüpfung von Multiplikatoren und Börsenkursen . . .	204
10.4.	Würdigung . . . . .	205
10.5.	Literaturüberblick . . . . .	206
<b>11.</b>	<b>Häufige Bewertungsfehler</b> . . . . .	<b>207</b>
<b>Anhang 1:</b>	Ableitung der Ertragswertformel für eine unendliche Rente . . . . .	<b>211</b>
<b>Anhang 2:</b>	Ableitung der Ertragswertformel für eine geometrisch wachsende Ertragsreihe . . . . .	<b>212</b>
<b>Anhang 3:</b>	Eigenkapitalkosten nach <i>Modigliani/Miller</i> im Rentenmodell mit einfacher Gewinnsteuer . . . . .	<b>213</b>
<b>Anhang 4:</b>	Ableitung der Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern des verschuldeten Unternehmens $r_{EKs}^V$ . . . . .	<b>214</b>
<b>Anhang 5:</b>	Ableitung der Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern des verschuldeten Unternehmens $r_{EKst}^V$ . . . . .	<b>216</b>
	Abkürzungsverzeichnis der Zeitschriften . . . . .	218
	Literaturverzeichnis . . . . .	220
	Namensverzeichnis . . . . .	235
	Stichwortverzeichnis . . . . .	237