Schriftenreihe des Fachbereichs 3
der Fachhochschule Frankfurt am Main -
University of Applied Sciences

Band 2

Marcus Sperlich

**Unternehmensbewertung
nach den Discounted Cashflow-Verfahren
und dem Ertragswertverfahren -
Eine kritische Würdigung**

Shaker Verlag
Aachen 2003

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Sperlich, Marcus:

Unternehmensbewertung nach den Discounted Cashflow-Verfahren und dem Ertragswertverfahren - Eine kritische Würdigung / Marcus Sperlich.

Aachen : Shaker, 2003

(Schriftenreihe des Fachbereichs 3 der Fachhochschule Frankfurt am Main - University of Applied Sciences ; Bd. 2)

ISBN 3-8322-1497-6

Copyright Shaker Verlag 2003

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 3-8322-1497-6

ISSN 1619-3261

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: www.shaker.de • eMail: info@shaker.de

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde in leicht veränderter Form im Sommersemester 2001 dem Fachbereich 3: Wirtschaft und Recht der Fachhochschule Frankfurt am Main als Diplomarbeit eingereicht.

Basis einer Unternehmensbewertung bleibt die zukunftsorientierte Investitionsrechnung. Diese Kenntnis hat sich in den letzten Jahrzehnten nicht verändert. Geprägt durch zunehmende Internationalisierungstendenzen haben sich indessen die Bewertungsmethoden verändert. Danach steht zunehmend nicht mehr die klassische Ertragswertmethode im Vordergrund, sondern die Discounted Cashflow-Verfahren. Angesichts dieser Entwicklung analysiert der Verfasser die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen den Discounted Cashflow-Verfahren und dem Ertragswertverfahren.

Bereits die Ausführungen zum Ertragswertverfahren bestechen durch eine äußerst zielgerichtete und detaillierte Darstellung. Beeindruckend ist dabei nicht nur die Entwicklung des Phasenmodells, sondern auch die praxisorientierte Umsetzung der von Adolf Moxter entwickelten Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung. Selbst schwierige Bereiche, z.B. die Auswirkung von Steuern auf die Unternehmensbewertung im Rahmen des Ertragswertverfahrens, werden inhaltlich zutreffend und interessant behandelt.

Bei den äußerst anspruchsvollen Discounted Cashflow-Verfahren diskutiert der Verfasser sowohl den Entity- als auch den Equity-Ansatz. Im weiteren Verlauf der Arbeit wird sehr sorgfältig und inhaltlich voll zutreffend die Berücksichtigung von Unsicherheiten, Inflation und Steuern im Rahmen des WACC-Ansatzes dargestellt. Im Rahmen der kritischen Würdigung zeigt der Verfasser die Grenzen der modernen market(ing)orientierten Discounted Cashflow-Verfahren auf.

Die Arbeit zeichnet sich insgesamt durch eine sehr gute und äußerst sinnvolle Literaturarbeit sowie einen logischen Aufbau aus.

Herrn Prof. Dr. Felix Liermann danke ich für das Engagement bei der Veröffentlichung der vorliegenden Arbeit als Band 2 der Schriftenreihe des Fachbereichs 3: Wirtschaft und Recht der Fachhochschule Frankfurt am Main – University of Applied Sciences.

Das dem Fachbereich nahestehende Institut für angewandte Wirtschaftswissenschaften e.V. hat den Druck dieser Schrift großzügig finanziell unterstützt.

Frankfurt am Main, im Mai 2003

Prof. Dr. Dejan Engel-Ciric

Inhaltsverzeichnis

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	III
1 EINLEITUNG	1
2 BEWERTUNGSANLÄSSE.....	2
2.1 Unternehmensgründung und Initial Public Offering	2
2.2 Mergers and Acquisitions	3
2.3 Private Equity, Beteiligungsverkäufe und Abspaltung.....	4
2.4 Sanierung und Liquidation	5
3 METHODEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG	6
3.1 Entwicklungen in der Bewertungspraxis	7
3.2 Konzeption von Ertragswertverfahren und Discounted-Cashflow-Verfahren	12
3.3 Ertragswertverfahren	13
3.3.1 Problematik der Erfolgsgrößen	14
3.3.1.1 Periodenerfolgsorientierter Ansatz.....	15
3.3.1.2 Zahlungsstromorientierter Ansatz	15
3.3.2 Prognostizierung der zukünftigen Erfolge	17
3.3.3 Bestimmung des Kalkulationszinssatzes	20
3.3.4 Berücksichtigung der Unsicherheit	22
3.3.5 Berücksichtigung der Geldentwertung	24
3.3.6 Berücksichtigung von Steuern	25

3.4	Discounted-Cashflow-Verfahren	28
3.4.1	Unterscheidung der DCF-Ansätze.....	28
3.4.1.1	Entity-Ansätze.....	28
3.4.1.1.1	WACC-Ansatz.....	28
3.4.1.1.2	APV-Ansatz.....	30
3.4.1.2	Equity-Ansatz.....	30
3.4.2	Problematik der Cashflows.....	31
3.4.3	Prognostizierung der zukünftigen Cashflows.....	34
3.4.4	Bestimmung der Kapitalkosten.....	36
3.4.4.1	Renditeforderung der Fremdkapitalgeber.....	37
3.4.4.2	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber.....	37
3.4.5	Berücksichtigung der Unsicherheit.....	38
3.4.6	Berücksichtigung der Geldentwertung.....	41
3.4.7	Berücksichtigung von Steuern.....	42
4	KRITISCHE WÜRDIGUNG	45
4.1	Ansatzpunkte eines Vergleichs.....	45
4.2	Entscheidungswertorientierung versus Marktwertorientierung.....	46
4.3	Zahlungsströme zwischen Investor und Unternehmen.....	47
4.4	Kalkulationszinssatz und Kapitalkosten.....	48
4.5	Ermittlung des WACC.....	50
5	THESENFÖRMIGE ZUSAMMENFASSUNG	53
	ANHANG	V
	LITERATURVERZEICHNIS	XVII

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abschn.	Abschnitt
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Anm. d. Verf.	Anmerkung(en) des Verfassers
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
Bd.	Band
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BuW	Betrieb und Wirtschaft (Zeitschrift)
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
DCF	Discounted-Cashflow
DRS	Deutscher Rechnungslegungsstandard
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee e.V.
DSR	Deutscher Standardisierungsrat
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
Est	Einkommensteuer
e.V.	eingetragener Verein
F & E	Forschung und Entwicklung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCF	Free-Cashflow
Fn	Fußnote(n)
GE	Geldeinheiten
GewSt	Gewerbesteuer
GewStG	Gewerbesteuergesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HBF	Handbuch des Finanzmanagements
HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HWB	Handwörterbuch der Betriebswirtschaft

IV

IAS	International Accounting Standards
i.d.R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IPO	Initial Public Offering
Jg.	Jahrgang
KapAEG	Gesetz zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Konzerne an Kapitalmärkten und zur Erleichterung der Aufnahme von Gesellschafterdarlehen (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz)
KöSt	Körperschaftsteuer
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
M & A	Mergers and Acquisitions
NCF	Netto-Cashflow
S.	Seite
Sp.	Spalte
StSenkG	Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (Steuersenkungsgesetz)
TCF	Total-Cashflow
Tz	Textziffer
u.	und
u.a.	und andere
UEC	Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers
USA	United States of America
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
u.s.w.	und so weiter
Vgl.	Vergleich
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WISU	Das Wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
WP	(Der) Wirtschaftsprüfer
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
z.B.	zum Beispiel
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfBF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
zit.	zitiert