

Bernd Heesen

# Basiswissen Unternehmens- bewertung

Schneller Einstieg  
in die Wertermittlung

*2. Auflage*

**EXTRAS ONLINE**



Springer Gabler

---

# Basiswissen Unternehmensbewertung

---

Bernd Heesen

# Basiswissen Unternehmensbewertung

Schneller Einstieg in die  
Wertermittlung

2. Auflage

 Springer Gabler

Bernd Heesen  
IFAK-BGL GmbH & Co KG  
Marktschellenberg, Deutschland

Ergänzendes Material zu diesem Buch finden Sie auf <http://extras.springer.com>.

ISBN 978-3-658-25291-5      ISBN 978-3-658-25292-2 (eBook)  
<https://doi.org/10.1007/978-3-658-25292-2>

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2018, 2019

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jedermann benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des jeweiligen Zeicheninhabers sind zu beachten.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

---

# Vorwort

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser

Sie halten mit diesem Buch „Basiswissen Unternehmensbewertung – schneller Einstieg in die Vorgehensweise und Analytik“ den vierten Teil einer Reihe von (derzeit) vier „Basiswissen“-Büchern in Händen.

Bereits erschienen sind die Bände I bis III:

- Basiswissen Bilanzanalyse – Schneller Einstieg in Jahresabschluss, Bilanz und GuV
- Basiswissen Bilanzplanung – Schneller Einstieg in die individuelle Unternehmensplanung
- Basiswissen Insolvenz – Schneller Einstieg in die Insolvenzprävention und Risikomanagement

Allen Büchern ist gemein, dass auch Leser(innen) mit eingeschränkten buchhalterischen und/oder gar keinen Vorkenntnissen, weil sie nicht über die entsprechende kaufmännische Ausbildung verfügen, selbst ein Zahlenwerk verstehen können und dass es immer begleitende Excel-basierte (einfache) Programme zu den Analysen, Planungen und Berechnungen gibt.

Im ersten Buch haben wir uns intensiv mit der Bilanzanalytik beschäftigt. Paragraphen haben wir ganz außen vorgelassen, da man Abschlüsse auch ohne juristisches Beiwerk leicht verstehen kann.

Dabei war das Niveau aber nicht gering. Die Analyse des Jahresabschlusses ist nämlich nicht kompliziert, wenn man einmal weiß, wie man mit Kennzahlen das Wesentliche ans Tageslicht bringt.

Eine Baufirma („Bauco“ genannt) hatte uns dafür als Vorlage gedient. Im Zahlenwerk zeigten sich für die letzten beiden Jahre dramatische Verschlechterungen, die aber größtenteils struktureller Natur und damit hausgemacht waren. Gerade

dies wird meistens nicht gesehen. Und hier kommt dann natürlich auch die Insolvenz ins Spiel. So weit sind wir dann aber in diesem Band I nicht gegangen, ich hatte schon damals vor, zur Insolvenzproblematik ein eigenes (Basiswissen-) Buch zu schreiben.

Die Bilanz ist dabei viel wichtiger als die GuV, denn Insolvenzrisiken sehen Sie nicht/kaum in der GuV. Ok, wenn Sie natürlich einen oder sogar mehrjährige Verluste ausweisen, dann sehen Sie auch in der GuV ganz unten das entsprechende Risiko.

Im zweiten Buch der Reihe haben wir uns mit Bilanzplanung beschäftigt. Dabei haben wir zwar die Abschlüsse der „Bauco“ nicht genutzt, aber wir haben mit den Analysen aus dem ersten Buch unsere Planungen gegengeprüft und dabei auch gesehen, dass Planung und Analytik eng zusammengehören. An vielen Stellen haben wir somit erkannt, dass die Planungen noch nicht optimal waren.

Auch die Planungen haben wir erneut so aufgesetzt, dass Damen und Herren mit eingeschränkten buchhalterischen und/oder gar keinen Vorkenntnissen in die Lage versetzt wurden, Planungen selbstständig zu erstellen und zwar sogar auf einem Niveau, das dem maximalen Gliederungsschema nach HGB entspricht.

Das war der Ausgangspunkt für die Analysen im ersten Buch. So hatten wir einmal den ersten Kreis geschlossen.

Dann erschien „Basiswissen Insolvenz“, das die Analytik weiter mit speziellem Fokus vertiefte. Einerseits werden die entsprechenden Insolvenzverhältnisse dargestellt (auch mit einem Vergleich Deutschland und Österreich), andererseits wurden wie immer mit einem begleitenden Excel-basierten (einfachen) Programm Analysen aufgezeigt, die Insolvenztatbestände bzw. die Entwicklung hin zu einem insolvenzrelevanten Tatbestand aus dem Abschluss heraus darstellen können.

Jetzt halten Sie Band IV „Basiswissen Unternehmensbewertung“ in Händen. Die Bewertung setzt Verständnis in Analytik und Planung von Abschlüssen voraus und somit baut dieses Buch auch auf alle Titel der Reihe auf.

Aber auch für dieses Buch gilt: Sie müssen die o. g. Werke I bis III nicht gelesen haben, um die Inhalte dieses Buches zu verstehen und/oder im Excel mitarbeiten zu können.

Mir ist aber wichtig herauszustellen, dass die Lektüre/das Durcharbeiten dieses Buches und das Buch zur Insolvenz nicht das Gespräch mit IHREM Steuerberater und/oder Juristen ersetzen soll und kann.

Die unterschiedliche Position des Betrachters („sell – verkaufen“ oder „buy – kaufen“) hat großen Einfluss auf den subjektiven Wert einer Gesellschaft, wie Sie sich sicherlich vorstellen können. Da die Berechnungen aber immer gleich sind,

hängt der unterschiedliche Wertansatz maßgeblich mit der Aufbereitung der Planperioden zusammen.

Welche Fehler man dabei machen kann, zeige ich dann sukzessiv auf und werde auch darlegen, welchen Wert man verschenken kann („sell-side“), wenn man die Planung nicht intelligent und durchdacht aufsetzt.

Das ist aber kein Hexenwerk – Sie werden (eventuell erneut) sehen, dass auch die Unternehmensbewertung gar nicht kompliziert ist.

Direkt an dieser Stelle muss ich aber deutlich sagen, dass es keinen wirklich richtigen Wert einer Firma gibt. Da bei Ertragswertverfahren (inkl. Cash Flow Verfahren) immer zukünftige Überschüsse (wie immer dann definiert) maßgeblich für den Wert einer Gesellschaft sind, wir aber nicht in die Zukunft sehen können, muss einem bewusst sein, dass der Wert einer Firma nicht objektiv sein kann. Die Bewertung kann nach bestem Wissen und Gewissen aufgebaut sein, das ändert aber nichts an der Tatsache, dass sie letztendlich immer auf ‚intelligente Schätzungen‘ beruht.

Die bereits erwähnten Excel Dateien stehen wieder auf den Internetseiten meiner Firmen [www.ifak-bgl.com](http://www.ifak-bgl.com) und [www.abh-partner.de](http://www.abh-partner.de) bzw. auf der Seite des Springer Verlages <http://www.springer.com/de/book/9783658213206> kostenfrei zum ‚download‘ bereit. Alternativ kontaktieren Sie mich per Email unter [Bernd.Heesen@ifak-bgl.com](mailto:Bernd.Heesen@ifak-bgl.com) bzw. [Bernd.Heesen@abh-partner.de](mailto:Bernd.Heesen@abh-partner.de) und ich sende Ihnen die Dateien gerne zeitnah zu.

Die Excel Dateien gibt es (wie immer) in einer fertigen und in einer Übungs-version, in Letzterer können Sie dann selbst arbeiten. Aber auch hier gilt: keine Angst – es sind nur Excel-Grundkenntnisse notwendig und beim Programm handelt es sich nicht um ein Makro, sondern um einfache Tabellenkalkulation, die Sie sogar jederzeit selbst für Ihre Belange anpassen und/oder erweitern können.

Und wenn Sie beim Lesen und/oder beim Arbeiten mit dem Excel-Programm Fragen haben, dann kontaktieren Sie mich eben auch unter o. g. Email Adressen ganz direkt.

Erneut viel Spaß und Muße.

Bernd Heesen

---

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Unternehmensbewertung</b>	1
1.1	Einleitung	1
1.2	Verfahren der Unternehmensbewertung	2
1.3	Einzelbewertungsverfahren (Substanzwertverfahren)	3
1.4	Gesamtbewertungsverfahren	4
1.4.1	Ertragswertverfahren	4
1.4.2	Discounted Cash Flow-Verfahren	5
1.5	Vergleich der DCF-Verfahren	15
1.6	Vergleichsverfahren	16
1.7	Mischverfahren	17
1.8	Vor- und Nachteile der DCF-Methoden	17
1.9	Fazit	18
<b>2</b>	<b>Die Firma und die Abschlüsse bzw. Planung</b>	19
2.1	Anmerkungen zur Gesellschaft	20
2.2	Die Gewinn und Verlustrechnung – GuV	20
2.2.1	Unterschiede zwischen dem Gesamt- und Umsatzkostenverfahren	21
2.2.2	Die Posten der GuV	24
2.3	Die Bilanz	31
2.3.1	Passiva	32
2.3.2	Aktiva	39
2.4	Fazit	46

<b>3</b>	<b>Das Zahlenwerk der Ledco</b> .....	47
3.1	Schritt 1: Vereinfachung der GuV .....	48
3.2	Schritt 2: Erste Betrachtung des Zahlenbildes der GuV .....	56
3.3	Schritt 3: Vereinfachung der Bilanz .....	60
3.4	Schritt 4: Erste Betrachtung des Zahlenbildes der Bilanz .....	71
3.5	Fazit .....	73
<b>4</b>	<b>Kennzahlenanalyse der Ist- und Plan-Perioden</b> .....	75
4.1	Die notwendigen GuV und Bilanzposten und anstehende Auswertungen .....	77
4.2	Der 1. Kennzahlenblock: Vermögen und langfristige Finanzierung .....	84
4.2.1	Kapitalumschlag (Faktor) .....	84
4.2.2	Eigenkapitalquote .....	89
4.2.3	Liquidität als Faktor zu den monatlichen Personalkosten .....	92
4.2.4	Debitoren und Kreditoren im direkten Vergleich .....	96
4.2.5	Anlagendeckung A („Goldene Finanzierungsregel“) .....	98
4.2.6	Anlagendeckung B („Silberne Finanzierungsregel“) .....	101
4.2.7	Gesamtwürdigung 1. Analyseblock .....	105
4.3	Der 2. Analyseblock: Klassische Kennzahlenanalyse Liquidität & Cash Flow .....	105
4.3.1	Liquidität I. Grades .....	107
4.3.2	Liquidität II. Grades .....	109
4.3.3	Forderungen in der dynamischen Betrachtung (auf einer Zeitschiene) .....	112
4.3.4	Liquidität III. Grades .....	124
4.3.5	Vorräte in der dynamischen Betrachtung (auf einer Zeitschiene) .....	126
4.3.6	Weiteregehende Betrachtungen zu Liquidität .....	137
4.3.7	Die Kreditoren in der dynamischen Betrachtung .....	143

4.3.8	Der ‚Cash Cycle‘	153
4.3.9	Der Cash Conversion Cycle	156
4.3.10	Das im NUV gebundene Kapital	159
4.3.11	Der Cash Flow	160
4.3.12	Zusammenfassung 2. Analyseblock	174
4.4	Der 3. Analyseblock: Ertragskraft und operative Stärke	175
4.4.1	Umsatzrendite (ROS – Return on Sales)	175
4.4.2	Kapitalrendite (ROC – Return on Capital)	180
4.4.3	Material und bezogene Leistungen (kurz Materialquote)	185
4.4.4	Personalkostenquote	186
4.4.5	Sonstige betriebliche Aufwendungen als Quote	188
4.4.6	Zinsaufwandsquote	191
4.4.7	Zinsdeckungsquote	193
4.4.8	Dynamische Verschuldung	195
4.4.9	Gesamtwürdigung 3. Analyseblock „Ertragskraft und operative Stärke“	199
4.5	Fazit	200
<b>5</b>	<b>Zinstragendes Kapital, Kapitalkosten und Marktwert des Fremdkapitals</b>	<b>203</b>
5.1	Berechnung des zinstragenden Kapitals	205
5.2	Berechnung der Kapitalkosten	208
5.2.1	Die Eigenkapitalkosten	210
5.2.2	Eigenkapitalkosten und Leverage Integration	221
5.2.3	Die Fremdkapitalkosten (im Ansatz nach Copeland)	229
5.2.4	Die Fremdkapitalkosten nach Steuern	229
5.2.5	Die gewichteten Fremdkapitalkosten nach Steuern	231
5.3	Die Gesamtkapitalkosten – ‚WACC‘ (Ansatz nach Copeland)	232

5.4	Die ‚Leverage‘ Berechnung und Integration nach ‚Stewart‘ .....	234
5.4.1	Eigenkapitalkosten nach ‚Stewart‘ .....	235
5.4.2	Leverage Integration nach ‚Stewart‘ .....	235
5.5	Fremdkapitalkosten nach ‚Stewart‘ und Gewichtung .....	238
5.6	Gesamtkapitalkosten nach ‚Stewart‘ .....	240
5.7	Gegenüberstellung der Ergebnisse .....	242
5.8	Zusammenfassung .....	245
5.9	Grafische Darstellungen .....	249
5.10	Mathematische Ableitung von $\beta$ -Faktoren (‚De- und Relevern‘) .....	255
5.11	Marktwert des Fremdkapitals .....	263
5.12	EVA – Economic Value Added .....	268
5.12.1	Das Konzept .....	269
5.12.2	EVA Berechnung .....	269
5.12.3	EVA Würdigung .....	275
5.13	Fazit .....	276
<b>6</b>	<b>Bewertung über das DCF-Verfahren .....</b>	<b>277</b>
6.1	Die Berechnung der Cash Flows bzw. freien Cash Flows .....	278
6.2	Die freien Cash Flows der Ledco .....	281
6.3	Die Berechnung der ewigen Rente .....	283
6.4	Integration eines Wachstums in die ewige Rente .....	296
6.5	Integration sonstiger Vermögenswerte .....	302
6.6	Integration des Marktwertes des Fremdkapitals .....	303
6.7	Der finale Wert der Ledco (Fair Value) .....	305
6.8	Das Zirkularitätsproblem in der Bewertung .....	307
6.9	Das Executive Summary .....	309
6.10	Q-Ratios .....	316
6.10.1	Definition der Q-Ratios .....	316
6.10.2	Berechnung der Q-Ratios .....	318
6.10.3	Würdigung der Q-Ratios .....	321
6.10.4	Grafische Darstellungen der Bewertungen (im Konzern bzw. in der Gruppe) .....	321
6.11	Substanzwert und Ermittlung .....	334
6.12	Fazit .....	338

---

<b>7 Optimierung der Planung</b> .....	339
7.1 Die Ausgangssituation .....	340
7.2 Optimierung der Vorräte in der Planung .....	341
7.3 Optimierung der Debitoren in der Planung .....	344
7.4 Optimierung der Liquidität .....	349
7.5 Optimierung der Kreditoren .....	352
7.6 Ausschüttungen .....	355
7.7 Ausgleich Aktiva und Passiva in der optimierten Bilanz .....	356
7.8 Ergebnisse der optimierten Planung .....	360
7.9 Fazit .....	366
<b>8 Schlussworte</b> .....	369
<b>Anhang</b> .....	371
<b>Literatur</b> .....	403



## 1.1 Einleitung

Die Unternehmensbewertung ist nichts Neues, auch wenn noch viele Bücher dazu erscheinen. Die Vorarbeiten und daraus resultierende Erkenntnisse wurden aber fast alle in den neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts publiziert. Neuere/jüngere Bücher gehen aus meiner Erfahrung immer stärker in Richtung von Detailfragen wie die steuerliche Handhabung und die richtige Berechnung von Cash Flows<sup>1</sup> nach Steuern aus verschiedenen Blickwinkeln.

Steuerliche Detailbetrachtungen lasse ich ganz außen vor – mir geht es um den Überblick (Basiswissen) und nicht um Details. Dafür gibt es aber auch genügend aktuelle Literatur. Allerdings sind diese Werke und Details nicht immer leichte Kost.

Es gibt mehrere Verfahren, die im Laufe der Zeit genutzt wurden, allerdings wird heute fast immer über Cash Flows bewertet. Daher nutzen wir auch den Begriff „DCF Ansatz – Discounted Cash Flows“, wobei das eigentlich nicht ganz richtig ist, da die Freien Cash Flows für die Bewertung herangezogen werden.

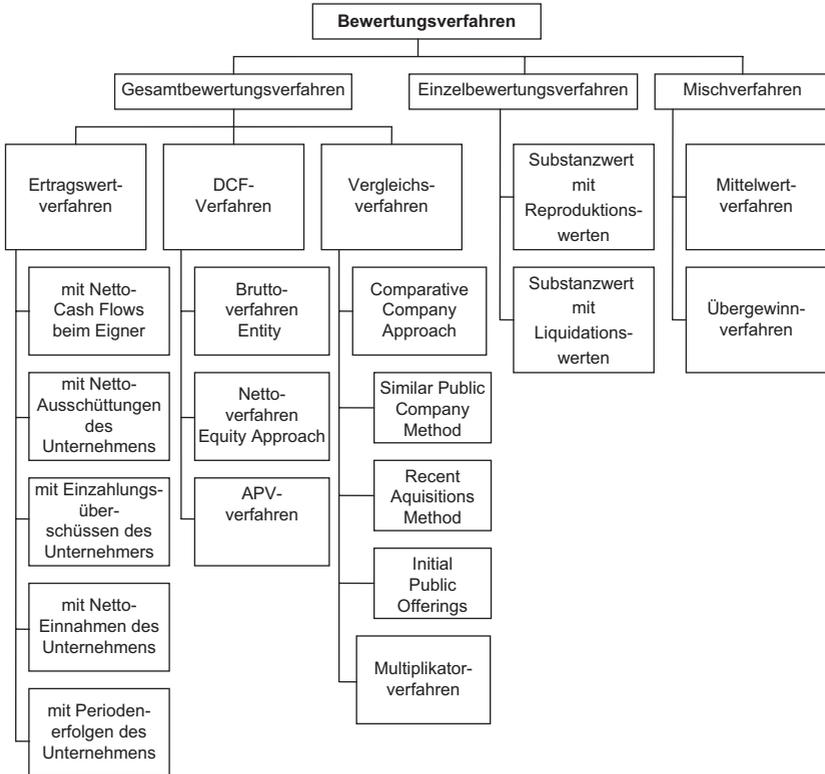
Das werde ich aber alles noch bei den späteren Berechnungen darstellen.

---

<sup>1</sup>Wie in allen meinen Büchern nutze ich aus eigener Präferenz eine vom Duden abweichende Schreibweise (Duden: Cashflow).

## 1.2 Verfahren der Unternehmensbewertung

Jetzt werden wir zunächst die wichtigsten Bewertungsverfahren schemenhaft darstellen, auch wenn wir später dann das DCF-Verfahren in den Vordergrund stellen. Wir werden aber nicht in Details abtauchen.



Die Bewertungsverfahren im Überblick. (Vgl. Peemöller 2005; Mandl und Rabel 1997, S. 51)

In dieser Abbildung werden die drei grundsätzlich verschiedenen Verfahrensgruppen dargestellt.

Dabei unterscheiden sich das

- Gesamtbewertungsverfahren,
- Einzelbewertungsverfahren und das
- Mischverfahren

in Bezug auf ihre zugrunde liegende Bewertungskonzeption.<sup>2</sup>

---

### 1.3 Einzelbewertungsverfahren (Substanzwertverfahren)

Die Thematik Einzelbewertungsverfahren umfasst die Berechnung des Unternehmenswertes durch eine isolierte Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden zu einem bestimmten Stichtag. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von Substanzwertverfahren. Allgemein definiert errechnet sich der Unternehmenswert daher als Substanzwert nach folgendem Schema:

$$\begin{array}{r} \text{Wert der einzelnen Vermögensgegenstände} \\ - \quad \text{Wert der Schulden} \\ \hline = \quad \text{Substanzwert} \end{array}$$

Bei der Anwendung dieser Verfahren ergeben sich durch die unterschiedlichen Wertmaßstäbe zur Bewertung der einzelnen Vermögens- und Schuldpositionen unterschiedliche Ausprägungen des Substanzwertverfahrens. Dies möchte ich hier aber nicht weiter darstellen.

Generell gilt, dass der Wert aus dem Substanzwertverfahren dann anzusetzen ist, wenn Ertragswert- und/oder Cash Flow-Verfahren zu einem geringeren Wert als dem Substanzwert kommen.

Eine detaillierte Berechnung für diesen Substanzwert werden wir uns auch noch anschauen.

Allerdings ist hier natürlich deutlich zu sagen, dass es eigentlich keinen Sinn macht, dann in eine Bewertung einzusteigen, wenn der Substanz- größer als der Ertragswert ist, es sein denn, weitergehende Verluste sind nicht mehr zu vermeiden, eine drohende Zahlungsunfähigkeit steht an, man also mit dem Rücken zur Wand steht.

---

<sup>2</sup>Vgl. Mandl und Rabel (1997, S. 28 ff.).

## 1.4 Gesamtbewertungsverfahren

Bei den Gesamtbewertungsverfahren wird das Unternehmen als Gesamtheit betrachtet. Es wird davon ausgegangen, dass sich der Unternehmenswert aus der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens ableitet. Zu den Gesamtbewertungsverfahren gehören das Ertragswertverfahren, ‚Discounted Cash Flow‘ -Verfahren und das Vergleichsverfahren.

Diese kommen weltweit bei Bewertungen fast immer zum Einsatz, wobei sich das Discounted Cash Flow-Verfahren inzwischen durchgesetzt hat und als der Standard mittlerweile gilt.

Wir werden später ebenfalls anhand dieses Standards die Bewertungsschritte durchsprechen. Alle anderen Verfahren werden wir ausschließen, da sie in der Praxis keinerlei Bedeutung haben.

### 1.4.1 Ertragswertverfahren

Die Ertragswertmethode, eigentlich aus dem deutschsprachigen Raum stammend, wurde traditionell von Wirtschaftsprüfern in Deutschland gefördert und angewandt. Untersuchungen aus der Mitte der neunziger Jahre zeigen, dass dieses Verfahren zu den meistverbreiteten Methoden in Deutschland zählte.<sup>3</sup> Mit diesem Verfahren wird versucht, den derzeitigen Wert einer Unternehmung durch Abzinsung zukünftiger Unternehmensüberschüsse zu ermitteln.<sup>4</sup> Genauer gesagt bedeutet dies, dass der Unternehmenswert als Barwert (Bruttokapitalwert, abgezinst) der künftigen Erträge, unter Berücksichtigung des Barwertes der erwarteten Liquidationserlöse aus der Veräußerung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, bestimmt wird.<sup>5</sup>

Konzeptionell als entscheidungsorientiertes Verfahren betrachtet, basiert die Ertragswertmethode auf alternativen Handlungsmöglichkeiten eines Investors. Bei näherer Betrachtungsweise dieser Bewertungsmethode mit den individuellen Rahmenbedingungen und Zielvorstellungen des Investors wird der ‚individualistische Ansatz‘<sup>6</sup> deutlich. Dieser bei der Bewertung zugrunde gelegte Netto-Ansatz zielt konkret auf die tatsächlichen Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber ab.<sup>7</sup>

---

<sup>3</sup>Vgl. Peemöller et al. (1994, S. 741 f.).

<sup>4</sup>Vgl. Madrian und Schulte (2004, S. 319).

<sup>5</sup>Vgl. Peemöller (2005), Mandl und Rabel (1997, S. 52).

<sup>6</sup>Vgl. Drukarczyk (1976, S. 137).

<sup>7</sup>Vgl. Rödl und Zinser (2000, S. 293).

Durch die Vielfalt der verschiedenen Ansichten bei der Ermittlung der Unternehmenserträge haben sich in der Bewertungspraxis unterschiedliche bewertungsrelevante Zukunftserträge etabliert. Hierzu werden in der praktischen Anwendung folgende Ertragsbegriffe differenziert:

- Netto-Cash Flow(s) beim (potenziellen) Eigner,
- Netto-Ausschüttungen aus dem Unternehmen,
- Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens,
- Periodenerfolge des Unternehmens,
- Residualgewinne des Unternehmens.

Im Allgemeinen wird nach zahlungsstromorientierten (Cash Flow-orientierten) und periodenerfolgsorientierten Ertragswerten unterschieden. In der Praxis stützen sich, wie bereits dargestellt, jedoch die Unternehmensbewerter seit ca. 20 Jahren fast ausschließlich auf die Ausrichtung an künftige Zahlungsströme (Cash Flows) und von daher werden wir hier die einzelnen Ausprägungen auch nicht weiter betrachten.

### 1.4.2 Discounted Cash Flow-Verfahren

Jetzt wollen wir uns mit der Discounted Cash Flow-Methode beschäftigen, dem weltweit wohl am häufigsten genutzten Bewertungsansatz. Förderer dieser Verfahren waren schon immer anglo-amerikanische Investmentbanken und Unternehmensberatungen. In Deutschland sind inzwischen auch diese Verfahren maßgeblich.

Hier werden wir auch die 3 Unterverfahren ansprechen, wenngleich für unsere späteren Betrachtungen immer das Bruttoverfahren („Entity Approach“) maßgeblich sein wird.

Grundsätzlich finden diese, wie auch die Ertragswertverfahren, aus der Investitionsrechnung kommenden Barwertverfahren Anwendung auf das Unternehmen als Ganzes.<sup>8</sup> Betrachtet wird das Unternehmen aus der Sicht der Kapitalgeber, deren Erwartungen als Richtlinie erfolgreicher Unternehmenstätigkeit gelten.

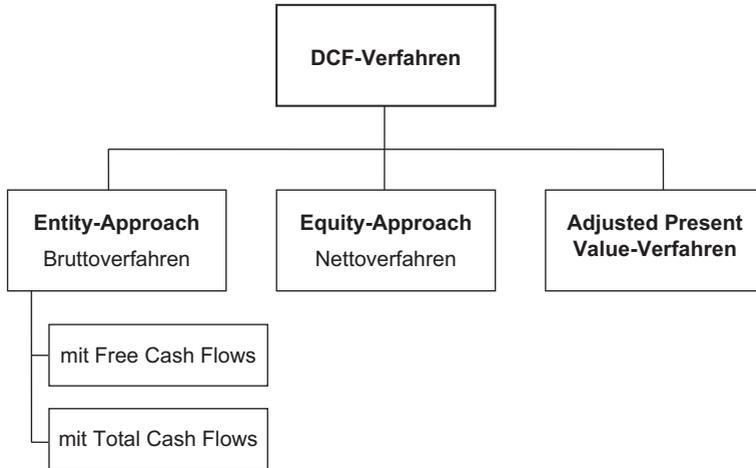
Zahlreiche Varianten dieser Methode existieren, die sich allesamt eigentlich darin unterscheiden, wie die bewertungsrelevanten Cash Flows und die anzuwendenden

---

<sup>8</sup>Vgl. Steiner und Wallmeier (1999, S. 1).

Diskontierungssätze bestimmt werden. Zusätzliche Unterschiede ergeben sich durch die Art und Weise, wie die Fremdfinanzierung sowie daraus resultierende Steuerwirkungen und Auswirkungen von Kapitalstrukturveränderungen erfasst werden.<sup>9</sup>

Grundsätzlich lassen sich die DCF-Methoden in drei verschiedene Ansätze unterteilen, welche in folgender Abbildung dargestellt werden:



Überblick über die DCF-Verfahren. (Vgl. Mandl und Rabel 1997, S. 285)

Relevant für uns ist später nur das Bruttoverfahren mit Free Cash Flows. Die anderen Verfahren werden daher im Folgenden auch nur ganz kurz dargestellt.

#### 1.4.2.1 Entity Approach (Bruttoverfahren)

Das Bruttoverfahren stellt zwei Arten für die Anwendung zur Verfügung. Zum einen auf Basis von Free Cash Flows (Standard) und zum anderen auf Basis von Total Cash Flows. Letzteres hat sich nicht durchsetzen können.

##### „Entity Approach“ auf Basis von „Free Cash Flows“

Beim Bruttoverfahren („Entity Approach“) auf Basis von Free Cash Flows (FCF) handelt es sich um den bereits erwähnten (derzeitigen) Standard und wird auch als WACC (Weighted Average Cost of Capital) Ansatz bezeichnet.

<sup>9</sup>Vgl. Hachmeister (1996, S. 357).

Die Bestimmung des Wertes des Eigenkapitals (das ist der Unternehmenswert) geschieht indirekt, indem vom Gesamtwert der Wert des Fremdkapitals abgezogen wird.<sup>10</sup>

Der erste Schritt umfasst die Prognose so genannter freier Cash Flows. Diese künftigen ‚Free‘ Cash Flows sind den Eigen- und Fremdkapitalgebern zuzuordnen und beinhalten Dividenden, Zahlungen aus Kapitalherabsetzungen und Kapitalerhöhungen, Zinsen, Kreditaufnahmen und Kredittilgungen. Diese werden mit einem Mischzinssatz in Form des gewogenen Kapitalkostensatzes (WACC) diskontiert. Der WACC entspricht den gewichteten Durchschnittskosten von Eigen- und Fremdkapital.

Alle gerade genannten Punkte sowie die Herleitung des WACC werden wir uns im Detail anschauen und dann auch am konkreten Beispiel immer (selbst) berechnen.

Der Marktwert des Gesamtkapitals ergibt sich aufgrund der Summe aus dem durch Anwendung des WACC errechneten Barwertes der Free Cash Flows (per Diskontierung) und dem Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, welches, wie beim traditionellen Ertragswertverfahren, gesondert zu bewerten ist. Den Shareholder Value oder Marktwert des Eigenkapitals erhält man dann durch Abzug des Marktwertes des Fremdkapitals vom Marktwert des Gesamtkapitals. Im einfachsten Fall ist der Fremdkapitalwert der Buchwert (Nominalwert) der zum Bewertungsstichtag vorhandenen verzinslichen Verbindlichkeiten. Dies erfolgt dann mit folgender Berechnung<sup>11</sup>:

$$\begin{array}{rcl} & \text{Barwert der Free Cash Flows} & \\ + & \text{Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Betriebsvermögens} & \\ = & \text{Marktwert des Gesamtkapitals} & \\ - & \text{Marktwert des Fremdkapitals} & \\ = & \text{Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value)} & \end{array}$$

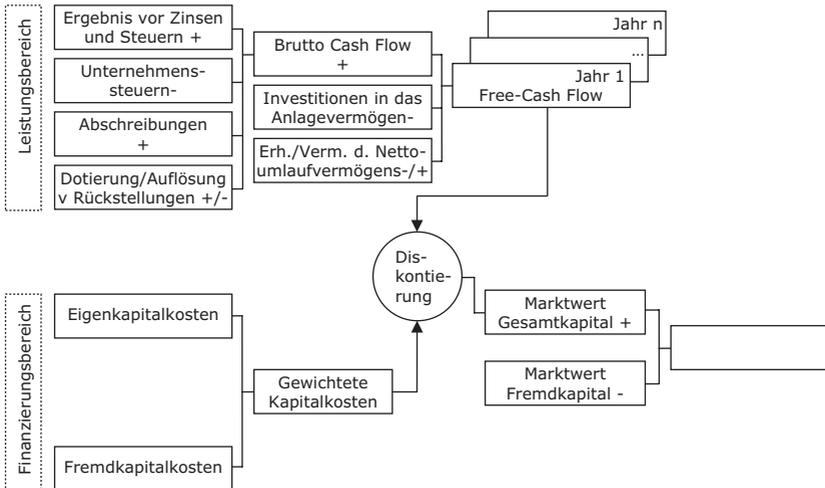
Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes auf Basis von Free Cash Flows geschieht eine Aufspaltung des Unternehmens in einen Finanzierungs- und einen Leistungsbereich, wobei nur Zahlungsströme aus dem Leistungsbereich die Höhe des Free Cash Flows bestimmen. Die Kosten, welche aus dem Finanzierungsbereich

---

<sup>10</sup>Vgl. Mandl und Rabel (1997, S. 311).

<sup>11</sup>Vgl. Drukarczyk (1996, S. 143).

kommen, gehen erst über die gewogenen Kapitalkosten (WACC) mittels Diskontierung der Free Cash Flows in die Berechnung des Wertes ein. Nachfolgende Darstellung verdeutlicht dies:



Trennung des Leistungs- und Finanzierungsbereiches. (Vgl. Mandl und Rabel 1997, S. 313)

Das hört sich zum jetzigen Zeitpunkt mit all den Begrifflichkeiten noch kompliziert an, ist es aber nicht. Und ich werde Ihnen das beweisen; Leser(innen) meiner vorhergehenden Bücher wissen das auch. Wenn man Schritt für Schritt vorangeht, ist die Bilanz und alles darum herum eigentlich einfach zu verstehen und auch einfach selbst anzuwenden.

In Anlehnung an *Copeland/Koller/Murrin* ist der Freie Cash Flow (FCF) nach folgendem Schema, welches noch von *Mandl/Rabel* für österreichische und auch deutsche Gegebenheiten um die Erhöhung bzw. Verminderung langfristiger Rückstellungen ergänzt wurde, zu berechnen:

	Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT <sup>a</sup> )
-	Adaptierte Steuerzahlungen
=	Operatives Ergebnis vor Zinsen und nach Steuern (NOPAT bzw. NOPAT <sup>b</sup> )
±	Abschreibungen/Zuschreibungen
±	Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
±	Erhöhung/Verminderung der langfristigen Rückstellungen

---

=	Operativer Brutto Cash Flow
±	Veränderungen im Working Capital
∓	Investitionen/Desinvestitionen

---

=	Operativer Free Cash Flow
±	Nicht operativer Free Cash Flow

---

=	Free Cash Flow
---	----------------

<sup>a</sup>EBIT: Earnings before Interest and Taxes, in deutsch sprechen wir vom Betriebsergebnis

<sup>b</sup>NOPAT: Net Operating Profit after Taxes, NOPLAT: Net Operating Profit Less Adjusted Taxes – in deutsch sprechen wir vom Betriebsergebnis nach Steuern

Durch das ‚zur Bedienung der Eigen- und Fremdkapitalgeber zur Verfügung stehen‘ wird der Cash Flow als ‚frei‘ bezeichnet. Dieser Wert entspricht jener Größe, die den Wert des Unternehmens aus Sicht sämtlicher Kapitalgeber widerspiegelt. Es wird also dadurch das Potenzial an finanziellen Mitteln einer Periode gebildet, welches für Ergänzungs- und Erweiterungsinvestitionen, für Zins- und Tilgungszahlungen auf das Fremdkapital, für Ausschüttungen auf das Eigenkapital sowie für (eingeschränkt – der Freie Cash Flow ist ein nach Steuer Größe) Steuerzahlungen zur Verfügung steht.<sup>12</sup>

Den Ausgangspunkt der Free Cash Flow-Ermittlung bildet das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT). Man kann sagen, dass es dem Betriebsergebnis gemäß der Gliederung der Gewinn- und Verlustrechnung nach § 275 HGB entspricht. Eine Korrektur dessen um Ergebniskomponenten aus dem nicht-operativen Bereich ist eventuell noch durchzuführen, da der Free Cash Flow nur von Teilen des Leistungsbereiches determiniert wird. Allerdings sieht man das in der Praxis auch nur noch selten.

Vom EBIT sind die adaptierten Steuern abzuziehen, wobei hier jedoch nur die Unternehmenssteuern gemeint sind. Diese sind auf Basis der erwarteten steuerrechtlichen Ergebnisse unter Verwendung künftig erwarteter Steuersätze zu ermitteln. Das Ergebnis aus steuerrechtlicher Sicht darf, wie das Betriebsergebnis, nicht um Zinsen vermindert werden, da die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinsen schon/auch bei der Kapitalkostenermittlung (WACC – das werden wir noch sehen) für das Fremdkapital zur Geltung kommt. Somit wird vermieden, dass die Fremdkapitalkosten einschließlich der steuerlichen Abzugsfähigkeit redundant, also doppelt, eingehen.

---

<sup>12</sup>Vgl. Serfling und Pape (1996, S. 60).

Nach Abzug des adaptierten Steueraufwandes erhält man das operative Ergebnis nach Steuern, auch NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) oder NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) genannt. Es folgt dann noch eine Korrektur um nicht zahlungswirksame Aufwands- und Ertragspositionen. Neben Abschreibungen und Zuschreibungen sind hier Buchgewinne und -verluste aus dem Abgang von Anlagevermögen ebenso zu berücksichtigen wie Veränderungen der langfristigen Rückstellungen.

Mit operativem Brutto-Cash Flow wird jener Wert bezeichnet, den das Unternehmen aus der Betriebstätigkeit erwirtschaftet und der für Investitionen zur Verfügung steht. Von diesem Cash Flow werden dann die Investitionen in das Anlage- und Netto-Umlaufvermögen (Working Capital) abgezogen. Im Allgemeinen spricht man von Veränderungen von Posten des Netto-Umlaufvermögens, wenn Werte wie Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, geleistete Anzahlungen, sonstige Forderungen, kurzfristige Rückstellungen, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, erhaltene Anzahlungen, sonstige Verbindlichkeiten sowie Rechnungsabgrenzungen gemeint sind.<sup>13</sup>

Als Konstante betrachtet wird in der Regel der Bestand an liquiden Mitteln im operativen Bereich. Ausgegrenzt bleiben auch Veränderungen kurzfristiger Verbindlichkeiten, welche aus dem Finanzierungsbereich kommen sowie Abweichungen des Bestandes nicht-operativer Vermögensgegenstände. Das Ergebnis stellt dann den operativen freien/Free Cash Flow dar.

Wird zum so ermittelten operativen Free Cash Flow der nicht-operative Free Cash Flow addiert (wenn überhaupt bei kleineren Gesellschaften vorhanden), bekommt man den gesamten Free Cash Flow einer Periode. Erfolgt jedoch keine Aufspaltung in eine operative und nicht-operative Komponente, kann der Free Cash Flow in einer vereinfachten Form direkt aus der Kapitalflussrechnung gemäß folgendem Schema dargestellt werden:

Cash Flow aus der Betriebstätigkeit	
+/-	Cash Flow aus der Investitionstätigkeit
+	Fremdkapitalzinsen
-	Unternehmenssteuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen
=	Free Cash Flow

„Entity Approach“ auf Basis von „Total Cash Flows“

---

<sup>13</sup>Vgl. Mandl und Rabel (1997, S. 318).

Bei der Anwendung des Bruttoverfahrens können anstatt der Free Cash Flows (FCF) auch sogenannte Total Cash Flows (TCF) herangezogen werden. Folgendes Schema zeigt die Berechnung:

	Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern
–	Fremdkapitalzinsen
<hr/>	
=	Operatives Ergebnis vor Steuern
–	Steuern auf das operative Ergebnis vor Steuern
<hr/>	
=	Operatives Ergebnis nach Steuern
+	Fremdkapitalzinsen
±	Abschreibungen/Zuschreibungen
±	Veränderungen im Working Capital
∓	Investitionen/Desinvestitionen
<hr/>	
=	Total Cash Flow

Im Unterschied zur Free Cash Flow-Methode, bei der die Steuerersparnis aus den Fremdkapitalzinsen im Diskontierungszinssatz berücksichtigt wird, ist hier bei diesem Verfahren die Steuerersparnis („Tax-Shield“) bereits in die Cash Flow-Berechnung mit einbezogen. Der Total Cash Flow (TCF) ist demnach genau um die Steuerersparnis höher als der Free Cash Flow (FCF).

Somit gilt:

	Free Cash Flow
+	Steuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen
<hr/>	
=	Total Cash Flow

Der Total Cash Flow ist ebenfalls mit dem durchschnittlichen Kapitalkostensatz zu diskontieren, allerdings erfolgt bei der Berechnung der Fremdkapitalkosten keine steuerliche Entlastung (durch Multiplikation mit dem „tax shield 1- Steuersatz“).

Der Total Cash Flow ist anders als der Free Cash Flow nicht mehr finanzierungsneutral. Durch Kreditaufnahmen bzw. Kredittilgungen mit dadurch verbundenen Steuerersparnissen bei den Zinsaufwendungen erfolgt eine Beeinflussung in der Ermittlung des Total Cash Flows.

Um es aber klar zu sagen, dieser Ansatz hat sich nicht durchgesetzt. Wir werden später mittel Freier Cash Flows bewerten.

### 1.4.2.2 ‚Equity Approach‘ (Nettoverfahren)

Bei der Anwendung des Nettoverfahrens, auch ‚Equity Approach‘ genannt, wird der Wert des Eigenkapitals auf direktem Wege durch Diskontierung von Cash Flow-Größen ermittelt, von denen Zinszahlungen an die Fremdkapitalgeber bereits abgezogen wurden. Diese so resultierenden Cash Flows entsprechen den vom Unternehmen erwirtschafteten Einzahlungsüberschüssen, welche allein den Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen. Man bezeichnet sie als Flow(s)-to-Equity (FTE) oder Cash Flow an die Eigner.

Die Berechnung erfolgt laut nachfolgendem Schema:<sup>14</sup>

	Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern
–	Fremdkapitalzinsen
<hr/>	
=	Operatives Ergebnis vor Steuern
–	Steuern auf das operative Ergebnis vor Steuern
<hr/>	
=	Operatives Ergebnis nach Steuern
±	Abschreibungen/Zuschreibungen
±	Veränderungen im Working Capital
∓	Investitionen/Desinvestitionen
+	Kreditaufnahmen
–	Kredittilgungen
<hr/>	
=	Flow(s)-to-Equity

Die Unterscheidung der Flow(s)-to-Equity zu den Free Cash Flows liegt einerseits in der Berücksichtigung der zukünftigen Fremdkapitalzinsen einschließlich der daraus entstandenen Steuerwirkung und andererseits in der Veränderung des Fremdkapitalbestandes schon bei der Bestimmung der zu diskontierenden Cash Flows.

Im Vergleich zum Free Cash Flow ergeben sich damit folgende Differenzen:

	Free Cash Flow
–	Fremdkapitalzinsen
+	Steuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen
+	Kreditaufnahmen
–	Kredittilgungen
<hr/>	
=	Flow(s)-to-Equity

<sup>14</sup>Vgl. Kirsch und Krause (1996, S. 794).

Aufgrund der Gegebenheit, dass die Flows-to-Equity nur noch den Eigenkapitalgebern des Unternehmens zustehen, d. h. es sind Dividenden, Kapitalherabsetzungen und Kapitalerhöhungen enthalten, werden sie nur mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber diskontiert.

Als Unterscheidung zum Bruttoverfahren kommt hier kein Mischzinssatz (WACC) als gewogener Kapitalkostensatz zur Anwendung. Der Marktwert des Eigenkapitals bestimmt sich unmittelbar aus dem Barwert der Flow(s)-to-Equity und dem Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens:<sup>15</sup>

$$\begin{array}{rcl} & \text{Barwert der Flows-to-Equity} & \\ + & \text{Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens} & \\ \hline = & \text{Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value)} & \end{array}$$

Konzeptionell haben vor allem die Nettomethode und die Ertragswertmethode die größten Gemeinsamkeiten. Wenn man die Begriffe „Eigenkapitalgeber“ und „Eigner“ gleichsetzen würde und von externen Synergien absehen kann, die im Einzahlungsüberschuss des Unternehmens nicht beinhaltet, jedoch im Flow-to-Equity schon zu finden sind, dann besteht eine Gleichheit zwischen dem ‚Equity Approach‘ und dem Ertragswertverfahren.<sup>16</sup>

Das Verfahren über die FTE (Netto-Verfahren) sieht man in den USA manchmal bei Bewertungen von Banken und Versicherungen, hat sich aber in Deutschland und Österreich nie/noch nicht durchgesetzt.

### 1.4.2.3 ‚Adjusted Present Value‘-Verfahren

Beim Adjusted Present Value-Verfahren (APV) wird der Unternehmensgesamt-wert schrittweise ermittelt, d. h. die Bestimmung erfolgt durch isoliert betrachtete Kapitalwerte.

Auch dieses Verfahren hat sich bei uns nie/noch nicht durchgesetzt. Es gilt gemeinhin als zu theoretisch bzw. zu komplex.

---

<sup>15</sup>Vgl. Kirsch und Krause (1996, S. 801).

<sup>16</sup>Vgl. Drukarczyk (1996, S. 177).

Die Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals stellt sich wie folgt dar:

	Barwert der Free Cash Flows
+	Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
=	Marktwert des unverschuldeten Unternehmens
<hr/>	
+	Marktwerthöhung durch Fremdfinanzierung („Tax Shield“)
=	Marktwert des Gesamtkapitals des verschuldeten Unternehmens
–	Marktwert des Fremdkapitals
<hr/>	
=	Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value)

Der erste Schritt dient zur Ermittlung der zukünftigen Cash Flows unter der Annahme einer vollständigen Eigenfinanzierung des Unternehmens. Im Anschluss daran werden diese Werte mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen diskontiert. Zur Berechnung dieser Eigenkapitalrendite wird ein bestimmter Zusammenhang zwischen der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber und dem Verschuldungsgrad unterstellt. Die Summe aus dem so ermittelten Barwert der künftigen Free Cash Flows und dem Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens beschreibt dann den Marktwert des unverschuldeten Unternehmens.

Die Auswirkungen einer Fremdfinanzierung des Unternehmens findet erst in einem zweiten Schritt Berücksichtigung. Dabei kommt es zu einer Erhöhung des Marktwertes des Gesamtkapitals, um das Ausmaß der Steuerersparnis aufgrund der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen vom steuerpflichtigen Gewinn, also durch das „Tax Shield“, definiert als  $(1 - \text{Steuersatz } t)$ .

Den Marktwert des Gesamtkapitals erhält man dann durch Addition des Marktwertes des unverschuldeten Unternehmens und des Barwertes der Steuerersparnis aus den Fremdkapitalzinsen. Nach Subtraktion des Marktwertes des Fremdkapitals erhält man den Marktwert des Eigenkapitals oder auch Shareholder Value genannt.

Das APV-Verfahren hat in der Praxis kaum Bedeutung, wird später von uns in den Berechnungen auch nicht weiterverfolgt.

## 1.5 Vergleich der DCF-Verfahren

Die jeweiligen Unterschiede der DCF-Methoden sind in nachfolgender Tabelle zusammengefasst und dargestellt:

Merkmale	„Entity“-Ansatz	„Equity“-Ansatz	„APV“-Verfahren
Cash Flow-Definitionen	Free Cash Flows (FCF) oder Total Cash Flows (TCF)	Flow to Equity (FTE)	Free Cash Flow (FCF)
Diskontierungssatz	Mischzinsfuß (WACC oder $k_{TCF}$ ) aus Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen $k_{e\text{lev}}$ und Fremdkapitalkosten $k_d$	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen $k_{e\text{lev}}$	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen $k_{e\text{unlev}}$
Ermittlung des Shareholder Value	Marktwert des Gesamtkapitals (im WACC-Ansatz) – Marktwert des zinstragenden Fremdkapitals = Shareholder Value	Barwert der FTE = Shareholder Value	Marktwert des unverschuldeten Unternehmens + Barwert des „Tax Shield“ aus Fremdfinanzierung = Marktwert des Gesamtkapitals (APV-Ansatz) – Marktwert des zinstragenden Fremdkapitals = Shareholder Value
Kapitalstruktur	Konstante Kapitalstruktur wird unterstellt	Kapitalstruktur-unabhängige Renditeforderung der Eigenkapitalgeber wird unterstellt	Berücksichtigungen von Kapitalstrukturänderungen im Rahmen des „Tax Shield“ aus der Fremdfinanzierung

Gegenüberstellung von DCF-Verfahren. (In Anlehnung Mandl und Rabel 1977, S. 383)

Betrachtet man die Wertermittlung, so ergeben sich schon hier offensichtliche Unterschiede. Während beim „Equity“-Ansatz die Berechnung des Marktwertes

auf direkte Weise erfolgt, geschieht die Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes beim ‚Entity‘-Ansatz und beim ‚APV‘-Verfahren inklusive Fremdkapitalanteil.

Der Eigentümerwert wird erst in einem zweiten Bewertungsschritt durch Subtraktion des Fremdkapitals bestimmt.<sup>17</sup>

Nicht nur im Bereich der Unternehmenswertermittlung sind Unterschiede zu finden, sondern auch hinsichtlich der Steuererfassung. Sowohl beim ‚Equity‘ – als auch beim ‚Entity‘-Ansatz auf Basis von Total Cash Flows werden die tatsächlich ersparten Unternehmenssteuerzahlungen durch die Fremdfinanzierungskomponente im Zahlungsstrom erfasst.

Hingegen erfolgt beim ‚Entity‘-Ansatz auf Basis von Free Cash Flows eine Korrektur der Fremdkapitalkosten bei der Ermittlung der gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC).

Anders wiederum beim ‚APV‘-Verfahren – hier findet grundsätzlich eine isolierte Bewertung des ‚Tax Shields‘ (Steuerschutz  $1 - t$ ) statt.<sup>18</sup>

Tiefer möchte ich hier aber nicht einsteigen, da ich Basiswissen in den Vordergrund gesetzt habe. Wenn Sie allerdings doch tiefer einsteigen wollen, dann empfehle ich mein Buch ‚Beteiligungsmanagement und Bewertung für Praktiker‘, ebenfalls erschienen bei Springer Gabler.

---

## 1.6 Vergleichsverfahren

Aus dieser Gruppe ist lediglich das Multiplikatorenverfahren relevant, meist mit EBIT Multiples nach Branchen. Alle anderen Ansätze sind in der Praxis nicht relevant. Da diese Methoden nicht Kern des vorliegenden Buches sind, da sie von den Bewertern in der Praxis als i. d. R. nicht haltbar angesehen werden, will ich sie hier auch nur in ihren Grundsätzen dargestellt.

Die Multiplikatoren leiten sich aus Börsenkursen vergleichbarer Unternehmen ab. Aufgrund der Situation, dass es in der Regel keine wirklich vergleichbaren Unternehmen gibt, ist die Anwendung der Vergleichsverfahren als alleiniges Instrument der Unternehmensbewertung nicht zulässig. Außerdem wird Wachstum in der Zukunft, anders als bei Ertrags- und/oder Cash Flow-Verfahren nicht berücksichtigt.

---

<sup>17</sup>Vgl. Hachmeister (1996, S. 256).

<sup>18</sup>Vgl. Hachmeister (1996, S. 263).

Meist werden Multiplikatoren lediglich zur Plausibilitätsprüfung eingesetzt, wobei bei jungen Unternehmen mit entsprechender positiver Entwicklung in den Folgeperioden dieser Gegencheck immer falsch ist.

---

## 1.7 Mischverfahren

Mischverfahren entstehen aus der Kombination von Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren. Der Unternehmenswert bildet sich in dieser Konzeption über das Mittelwertverfahren oder über das Übergewinnverfahren.<sup>19</sup>

Diese spielen aber in der Praxis auch keine Rolle, daher werde ich hier nicht näher darauf eingehen.

---

## 1.8 Vor- und Nachteile der DCF-Methoden

Von ihren Befürwortern werden die DCF-Methoden als die theoretisch besten und investitionsrechnerisch einzig widerspruchsfreien Bewertungsverfahren charakterisiert. Der ‚Equity‘-Ansatz wählt den direkten Weg zur Berechnung des Unternehmenswertes, indem eine Abzinsung der nur an die Eigenkapitalgeber fließenden Zahlungsüberschüsse erfolgt. Die indirekte Ermittlung auf Basis des ‚Entity‘ Ansatzes erscheint daher etwas komplizierter.

Als wesentliche Stärke des ‚Entity‘-Ansatzes wird jedoch die Ausrichtung an den Nettozahlungen, die zur Bedienung aller Kapitalgeber zur Verfügung stehen, gewertet. Dies trägt überdies noch zur Verdeutlichung des Zusammenhangs zwischen Finanzierung und Unternehmenswert bei.

Ein weiterer Vorteil der DCF-Methoden begründet sich darin, dass sich der Bewerter sehr eingehend mit der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens bzw. der wertbestimmenden Faktoren befassen muss. Darüber hinaus werden die Akzeptanz im internationalen Umfeld, die klare Wertorientierung im Sinne des Shareholder-Value Ansatzes und die Transparenz der Bewertungsunterlagen durch die direkte Berücksichtigung der Bewertungsparameter sehr positiv bewertet.

Vorteilhaft für die als Zielgröße verwendeten Cash Flows ist die Tatsache, dass sie von der zukünftigen Investitionspolitik des Unternehmens relativ unbeeinflusst bleiben. Wegen der Simulationsmöglichkeiten durch die Modifikation der

---

<sup>19</sup>Vgl. Peemöller (2005), Mandl und Rabel (1997, S. 84).

wertbestimmenden Faktoren eignen sich die DCF-Verfahren zudem besser zur strategischen Unternehmens- und Finanzführung als die Ertragswertmethode.

Die DCF-Methoden sind aber auch nicht frei von Kritik. Als wesentlicher Schwachpunkt wird die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes gesehen. Zu Problemen führt sowohl die Wahl der Rendite einer Finanzinvestition als Vergleichsmaßstab für die Eigenkapitalkosten, als auch die Zirkularität der WACC-Berechnung.

Weiterhin kritisiert werden die Festlegung der Zielkapitalstruktur und die relativ engen Bedingungen der Kapitalmarktmodelle, welche zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten herangezogen werden. Die überdies unzureichende Berücksichtigung der Besonderheiten des deutschen Steuersystems – insbesondere in puncto Körperschaftsteuer – verfälschen zusätzlich das Ergebnis.<sup>20</sup>

---

## 1.9 Fazit

Es gibt nicht den *richtigen* Bewertungsansatz. Die Unternehmensbewertung ist keine Wissenschaft, sondern lediglich ein Versuch

- durch objektive Beurteilung und
- Nutzung von Vergleichen einen
- i. d. R. auf der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens basierenden Wert
- unter Berücksichtigung von Risiken und Schulden sowie
- steuerlicher Gegebenheiten

zu berechnen.

Durchgesetzt hat sich in den letzten 20–30 Jahren das Discounted Cash Flow-Bruttoverfahren, das weltweit wohl in mehr als 95 % der Fälle zum Einsatz kommt.

Und mit diesem Verfahren werden wir uns später in diesem Buch auch abschließlich, aber detailliert (trotz ‚Basiswissen‘) beschäftigen.

Voraussetzung zur Nutzung des Verfahrens sind Bilanzen und GuVs. Maßgeblich werden dann Plan-Abschlüsse sein. Aber auch die Vergangenheit darf nicht außer Acht gelassen werden, gibt sie doch Auskunft, inwieweit Planungen überhaupt realistisch sein können.

Wir kommen am Verständnis der Bilanz und GuV wieder nicht vorbei.

---

<sup>20</sup>Vgl. Peemöller et al. (1994, S. 746 f.).