

Stefan Drefke

Der Fortführungswert in der Unternehmens- bewertung

Ansätze zur Operationalisierung
des Gleichgewichtszustandes



Springer Gabler

Der Fortführungswert in der Unternehmensbewertung

Stefan Drefke

Der Fortführungswert in der Unternehmens- bewertung

Ansätze zur Operationalisierung
des Gleichgewichtszustandes



Springer Gabler

Stefan Drefke
Essen, Deutschland

Dissertation Universität Duisburg-Essen, 2015

ISBN 978-3-658-15475-2 ISBN 978-3-658-15476-9 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-658-15476-9

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 2016

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 Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

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.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist Teil von Springer Nature

Die eingetragene Gesellschaft ist Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

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

*Meiner Frau
sowie meinen Eltern.*

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	X
Tabellenverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Symbolverzeichnis	XV
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Gang der Untersuchung	9
2 Grundlagen der Unternehmensbewertung	11
2.1 Vorbemerkung	11
2.2 Bewertungsmethoden	12
2.2.1 Überblick	12
2.2.2 Das Dividenden Diskontierungs-Modell (DDM)	17
2.2.3 Die Discounted Cashflow-Methoden (DCF)	19
2.2.3.1 Die Weighted Average Cost of Capital (WACC)-Methode	23
2.2.3.1.1 Ermittlung der Free Cashflows	25
2.2.3.1.2 Ermittlung der gewogenen Kapitalkosten	28
2.2.3.2 Die Flow-to-Equity (FTE)-Methode	38
2.2.3.2.1 Ermittlung der Flows-to-Equity	39
2.2.3.2.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten	40
2.2.4 Das Residualgewinn-Modell (RIM)	42
2.3 Prognoseproblematik und Phasendifferenzierung im Rahmen der zukunfts-orientierten Bewertungsmethoden	46
2.3.1 Planung und Prognose innerhalb des Zukunftserfolgswertkonzeptes	46
2.3.2 Zur Annahme der ewigen Lebensdauer in der Unternehmensbewertung	54
2.3.2.1 (Normative) Grundlagen der Annahme der ewigen Lebensdauer in der Unternehmensbewertung	54
2.3.2.2 Die Diskussion um die Annahme der ewigen Lebensdauer in der Unternehmensbewertung	56
2.3.3 Zur Phasendifferenzierung innerhalb des Bewertungskalküls	59
2.3.3.1 (Hinter-)Gründe zur Phasendifferenzierung	59
2.3.3.2 Ansätze zur Bestimmung des Planungshorizontes	65
2.3.3.3 Die Phasendifferenzierung in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung	73
2.3.3.4 Kritische Anmerkungen zur Phasendifferenzierung	75

3	Der Fortführungswert in der Unternehmensbewertung	78
3.1	Vorbemerkung	78
3.2	Grundlagen und (quantitative) Bedeutung des Fortführungswertes	78
3.3	Die ewige geometrisch veränderliche Rente als Basismodell zur Ermittlung des Fortführungswertes	84
3.3.1	Grundsätzliche Anmerkungen zur Bestimmung der Zukunftserfolge in der fernerer Phase	89
3.3.2	Grundsätzliche Anmerkungen zur Bestimmung der Wachstumsrate in der fernerer Phase	94
3.3.2.1	Ursachen und Bestandteile des Wachstums in der fernerer Phase	95
3.3.2.2	Ansätze zur Quantifizierung der Wachstumsrate	100
3.3.3	Grundsätzliche Anmerkungen zur Bestimmung der Kapitalkosten	107
4	Der Gleichgewichtszustand in der Unternehmensbewertung	111
4.1	Vorbemerkung	111
4.2	Modellierungsansätze mit (partieller) Offenlegung der gesetzten Prämissen für den Gleichgewichtszustand	113
4.2.1	Das Werttreibermodell von <i>Copeland, Koller</i> und <i>Murrin</i>	115
4.2.1.1	Herleitung und Kernaussagen des Werttreibermodells	115
4.2.1.2	Der Gleichgewichtszustand im Rahmen des Werttreibermodells	122
4.2.1.3	Kritische Würdigung des Werttreibermodells	127
4.2.2	Der Modellierungsansatz von <i>Levin</i> und <i>Olsson</i>	129
4.2.2.1	Ein komprimiertes Unternehmensmodell in Anlehnung an <i>Levin</i> und <i>Olsson</i>	129
4.2.2.2	Der Gleichgewichtszustand im Rahmen des komprimierten Unternehmensmodells	137
4.2.2.2.1	Anmerkungen zur zentralen steady state-Bedingung des komprimierten Unternehmensmodells	146
4.2.2.2.2	Anmerkungen zur Modellierung der Übergangsphase innerhalb des komprimierten Unternehmensmodells	151
4.2.2.3	Kritische Würdigung des Modellierungsansatzes von <i>Levin</i> und <i>Olsson</i>	153
4.2.3	Zwischenfazit	155
4.3	Strukturierte Implementierung des Gleichgewichtszustandes im Rahmen einer Unternehmensplanung	159
4.3.1	Grundsätzliche Anmerkungen zur Erstellung der Unternehmensplanung	161
4.3.2	Die Modellierung des Sachanlagevermögens innerhalb der Unternehmensplanung	166

4.3.3	Die Modellierung der Finanzierung innerhalb der Unternehmens-	
	planung	174
4.3.4	Anmerkungen zu den Wertberechnungen und Fazit	178
5	Thesenförmige Zusammenfassung	187
6	Erratum	E1
	Literatur	193

Abbildungsverzeichnis

1	Übersicht über die Bewertungsverfahren	13
2	Grundlegende Konzeption der Zukunftserfolgswertermittlung	16
3	Entity- und Equity-Ansatz bei der Ermittlung von Zukunftserfolgswerten	20
4	Vereinfachtes Ermittlungsschema für den Free Cashflow	26
5	Das (lösbare) Zirkularitätsproblem	37
6	Vereinfachtes Ermittlungsschema für den Flow to Equity	39
7	Grundlegende Struktur des Planungs- und Prognoseprozesses	48
8	Informationsbezogene Stufen des Bewertungsprozesses	51
9	Der relative Bewertungsfehler in Abhängigkeit von Kapitalkosten und (tatsächlicher) Lebensdauer	57
10	Spektrum möglicher Entwicklungspfade des Unternehmens im Zeitablauf	60
11	Diskontierungseffekt und Höhe der Kapitalkosten	62
12	Bewertungstichtag und Phasenmethode der Unternehmensbewertung	64
13	Ansätze zur Abgrenzung der Detailplanungsphase	66
14	Einflussgrößen auf den prozentualen Anteil des Fortführungswertes am Gesamtunternehmenswert	79
15	Der Anteil des Fortführungswertes am Gesamtunternehmenswert in Abhängigkeit von den Kapitalkosten und der Länge der Detailplanungsphase	80
16	Der Anteil des Fortführungswertes am Gesamtunternehmenswert in Abhängigkeit von der Wachstumsrate und der Länge der Detailplanungsphase	81
17	Alternativen der Wertermittlung am Planungshorizont	82
18	Approximation des Wachstums in der fernerer Phase durch eine Trendgerade	87
19	Der Einfluss von Wachstumsrate und RONIC auf die Höhe des Fortführungswertes	121
20	Die Entwicklung des Parameters ρ im Zeitablauf bei $g = 5\%$	149
21	Die Entwicklung des Parameters ρ im Zeitablauf bei $g = 10\%$	150
22	Transitionszeitpunkt und Parameter steady state	152
23	Vereinfachtes Ablaufschema der Umsatz-Prozent-Methode	160
24	Die historische Gewinn- und Verlustrechnung als Basis der selbsterstellten Unternehmensplanung	164
25	Die historische Bilanz als Basis der selbsterstellten Unternehmensplanung	165
26	Exemplarische Berechnung des Free Cashflow	179
27	Exemplarische Berechnung des Flow-to-Equity	179
28	Ableitung des Flow-to-Equity aus dem Free Cashflow	180

Tabellenverzeichnis

1	Anpassungsgleichungen für den Betafaktor in Abhängigkeit von der Finanzierungspolitik	35
2	Mögliche Wachstumskomponenten in der fernerer Phase	99
3	Modellparameter des komprimierten Unternehmensmodells	133
4	Zustandsvariablen des komprimierten Unternehmensmodells	134
5	Bilanzgleichungen des komprimierten Unternehmensmodells	134
6	Gewinn- und Verlustrechnung des komprimierten Unternehmensmodells . .	135
7	Steady state-Bedingungen der Zukunftserfolgsgrößen	143
8	Die Bedingungen des „Bilanz steady states“ (BSS)	145
9	Eine vereinfachte Unternehmensentwicklung	148
10	Vergleich der Modellierungsansätze	158

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
APV	Adjusted Present Value
BDU	Bundesverband Deutscher Unternehmensberater e. V.
BewG	Bewertungsgesetz
BSS	Bilanz steady state
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CAP	Competitive Advantage Period
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFROI	Cashflow Return on Investment
<i>const.</i>	constants
CSR	Clean surplus relation
DCF	Discounted Cashflow-Methoden
DDM	Dividenden Diskontierungs-Modell
d. h.	das heißt
DIV	Dividende
DRS	Deutscher Rechnungslegungs Standard
DSS	Dividenden steady state
EAT	Earnings after taxes
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EBT	Earnings before taxes
EKR	Eigenkapitalrentabilität
ESTG	Einkommensteuergesetz
et al.	et alii
etc.	et cetera
e. V.	eingetragener Verein
EVA	Economic Value Added™
evtl.	eventuell
EWM	Ertragswertmethode
f.	folgende (Seite)
FCF	Free Cashflow
ff.	fortfolgende (Seiten)
Fn.	Fußnote
FSS	Free Cashflow steady state
FTE	Flow to Equity
GE	Geldeinheiten
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
GoBil	Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung
GOP	Grundsätze ordnungsgemäßer Planung

GoU	Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensleitung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HFA	Hauptfachausschuss
Hrsg.	Herausgeber
IASB	International Accounting Standards Board
IC	investiertes Kapital
i. d. F.	in der Fassung
IdU	Institut der Unternehmensberater
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
insb.	insbesondere
IR	Investitionsquote
i. S. d.	im Sinne des/der
IVS	International Valuation Standards
Jg.	Jahrgang
KSS	Kapitalstruktur steady state
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NI	Nettoinvestitionen
NOPLAT	Net operating profit less adjusted taxes
Nr.	Nummer
PSS	Parameter steady state
RG	Residualgewinn
RIM	Residualgewinn-Modell
Rn.	Randnummer
ROIC	Return on invested capital
RONIC	Return on new invested capital
RSS	Residualgewinn steady state
S.	Seite
SAV	Nettosachanlagevermögen
sog.	sogenannte
Sp.	Spalte
Tz.	Textziffer
u. a.	unter anderem, auch: und andere
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z. B.	zum Beispiel

Symbolverzeichnis

a	Nettoumlaufvermögen in % der Umsatzerlöse im L/O-Modell
A_t	kumulierte Abschreibungen am Ende der Periode t im L/O-Modell
b	Bruttosachanlagevermögen in % der Umsatzerlöse im L/O-Modell
β^u	Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens
β^v	Betafaktor des verschuldeten Unternehmens
d	Abschreibungen in % des Bruttosachanlagevermögens der Vorperiode im L/O-Modell
EK_{BW}	Buchwert des Eigenkapitals
EK_{MW}	Marktwert des Eigenkapitals
FK_{MW}	Marktwert des (verzinslichen) Fremdkapitals
F_n	nominales Bruttosachanlagevermögen
F_r	reales Bruttosachanlagevermögen
$g_{\text{BZW}}.g_n$	nominale (Umsatz-)Wachstumsrate in der Fortführungsphase
g_{DCF}	Wachstumsrate des Cashflow
g_{DDM}	Wachstumsrate der Dividende
g_{FCF}	Wachstumsrate des Free Cashflow im Werttreibermodell
g_{FK}	Wachstumsrate des (verzinslichen) Fremdkapitals im Werttreibermodell
g_{Higgins}	sustainable growth rate nach <i>Higgins</i>
g_{IC}	Wachstumsrate des investierten Kapitals im Werttreibermodell
g_{NI}	Wachstumsrate der Nettoinvestitionen im Werttreibermodell
g_{NOPLAT}	Wachstumsrate des NOPLAT im Werttreibermodell
g_r	reale (Umsatz-)Wachstumsrate in der Fortführungsphase
g_{Revenues}	Wachstumsrate der Umsatzerlöse (revenues) im Werttreibermodell
g_{RIM}	Wachstumsrate des Residualgewinns
g_s	sustainable growth rate
GK_{MW}	Marktwert des Gesamtkapitals
H	kumulierte Abschreibungen in % des nominalen Bruttosachanlagevermögens
i	nominaler Fremdkapitalzinssatz im L/O-Modell
K	(benötigtes) reales Bruttosachanlagevermögen in % der realen Umsatzerlöse
M	nominales Bruttosachanlagevermögen in % der nominalen Umsatzerlöse
ω	(marktwertbasierte) Fremdkapitalquote im L/O-Modell
p	betriebsbedingter Aufwand in % der Umsatzerlöse im L/O-Modell
q	Thesaurierungsquote
π	Inflationsrate in der Fortführungsphase
R_t	Umsatzerlöse der Periode t im L/O-Modell
r	rate of interest/Kapitalkosten
ρ	Anlagenabgänge in % des Bruttosachanlagevermögens der Vorperiode im L/O-Modell

r_{EK}^{u}	Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens
r_{EK}^{v}	Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens
r_f	risikoloser Zinssatz
r_{FK}	Fremdkapitalkosten
r_i	(erwartete) Rendite der Anlage i
r_M	(erwartete) Rendite des Marktportfolios
r_{WACC}	gewogene Kapitalkosten
τ	relevanter Steuersatz auf Unternehmensebene
w	(buchwertbasierte) Fremdkapitalquote im L/O-Modell

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Der Unternehmensbewertung wird bereits seit geraumer Zeit eine besonders hohe Aufmerksamkeit in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis zu Teil.¹ Sie bildet ein zentrales und aufgrund ihres vielfältigen Problemspektrums zugleich äußerst komplexes Aufgabenfeld der Betriebswirtschaftslehre, das bis zum heutigen Tage weder an Aktualität noch an Bedeutung verloren hat.² Die nahezu unüberschaubare Vielzahl an Veröffentlichungen, in denen sich Vertreter aus Theorie und Praxis mit den verschiedenen Facetten der Unternehmensbewertung auseinandersetzen,³ dokumentiert dies eindrucksvoll und zeugt zudem von einem intensiven Dialog, der in diesem Bereich zwischen Wissenschaft und Praxis stattfindet.⁴

Die Erkenntnisfortschritte der betriebswirtschaftlichen Forschung haben seither nicht nur zur Entwicklung neuer Bewertungskonzeptionen beigetragen,⁵ vielmehr fließen diese regelmäßig auch in praktisch maßgebliche Bewertungsstandards ein.⁶ Umgekehrt werden die Theorien, die den in der Praxis angewendeten Bewertungsmethoden zu Grunde liegen, kontinuierlich hinterfragt und anhand praktisch gewonnener Erkenntnisse weiterentwickelt. Im Rahmen der Unternehmensbewertung gehen betriebswirtschaftliche Theorie und Praxis folglich eine enge Symbiose ein,⁷ aus der jedoch ein immanentes Spannungsverhältnis zwischen theoretischer Fundierung und praktischer Anwendbarkeit der entwickelten Bewertungsmethoden hervorgeht.⁸

¹Vgl. BAETGE et al. (2009), S.342; WAGNER (2007), S.1; MANDL/RABEL (1997a), S.1, 5. Die nachfolgend ausgewählten Beiträge in chronologischer Reihenfolge verdeutlichen dies ebenfalls: SCHMALENBACH (1917); WILLIAMS (1938); KÄFER (1946); MELLEROWICZ (1952); BUSSE VON COLBE (1957); GORDON (1962); MÜNSTERMANN (1966); MATSCHKE (1975); MOXTER (1983); RAPPAPORT (1986b); DIRRIGL (1988); STEWART (1991); BALLWIESER (1990); DRUKARCZYK (1996); COPELAND/KOLLER/MURRIN (1996). Zur historischen Entwicklung der Unternehmensbewertung vgl. HENSELMANN (2009), S.91ff. sowie SCHNEIDER (2001), S.769ff.

²Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.598; DIRRIGL (1988), S.1; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.1; LANGGUTH (2008), S.7; NÖLLE (2009), S.15; PEEMÖLLER (1993), S.409.

³Die Unternehmensbewertung vereinigt verschiedene Teildisziplinen der Betriebswirtschaftslehre. Exemplarisch seien hier die Entscheidungstheorie, die Rechnungslegung, die Bilanzanalyse, die Investitions- und Finanzierungsrechnung sowie die strategische und operative Planung genannt. Für eine Übersicht vgl. HENSELMANN (2009), S.96. Aufgrund dieses Umstandes wird die Unternehmensbewertung vereinzelt auch als „Königsdisziplin“ der Betriebswirtschaftslehre bezeichnet vgl. WAGNER (2008), S.1; BALLWIESER (2008c), S.1. Zu den Teildisziplinen vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.598ff..

⁴Vgl. WAGNER (2008), S.1; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.1; KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2005), S.22; MANDL/RABEL (1997a), S.1, 5.

⁵Vgl. ERNST/SCHNEIDER/THIELEN (2012), S.1ff.; MANDL/RABEL (1997a), S.28.

⁶Vgl. WAGNER (2008), S.1.

⁷Vgl. BALLWIESER (2002), S.736.

⁸Vgl. ALVANO (1988), S.3f.; LEUTHIER (1988), S.3ff.; LÖFFLER (2007), S.808ff.; OSSADNIK (1984), S.1f.; WAGNER et al. (2006), S.1006.

Unabhängig von der gewählten Methode basiert die Bewertung eines Unternehmens in der Regel auf einem Modell, welches idealiter die Komplexität der Bewertungssituation angemessen abbildet und zugleich soweit reduziert, dass es in der Praxis einfach anzuwenden ist und dennoch ein hohes Maß an Bewertungsgenauigkeit liefert.⁹ Die Entwicklung solcher (idealtypischer) Modelle ist Aufgabe der Unternehmensbewertungstheorie.¹⁰ Häufig divergieren jedoch der Komplexionsgrad sowie die Annahmen theoretischer Modelle von den Anforderungen und Gegebenheiten, die in der Praxis an Unternehmensbewertungen gestellt werden.¹¹ Theoretisch fundierte Erkenntnisse lassen sich von daher nicht unreflektiert auf praktische Fragestellungen übertragen. Der Praktiker muss wiederum auch dann eine Wertermittlung vornehmen, wenn theoretische Begründungen zu spezifischen Bewertungsproblemen (noch) ausstehen. Behelfsweise kommen dann Adhoc-Lösungen zur Anwendung,¹² die aus wissenschaftlicher Sicht mitunter kritisch zu beurteilen sind.

Die Ausgestaltung anwendungsorientierter Bewertungsmodelle wird offenbar durch zwei weitgehend konträre Anforderungsprofile geprägt: Modelltheoretische Exaktheit sowie Konsistenz bilden wesentliche Maßstäbe innerhalb der Bewertungstheorie, während seitens der Praxis vor allem Komplexitätsreduktion(en) und Operationalität gefordert werden.¹³ Ein zentraler Aspekt bei der Lösung jedweder bewertungsspezifischer Probleme besteht folglich darin, dass rechte Maß in diesem Spannungsverhältnis auszumachen.¹⁴

Trotz des zuvor skizzierten Dilemmas haben sich im Laufe der Zeit grundlegende Bewertungsprinzipien herausgebildet, deren Gültigkeit heutzutage in Theorie und Praxis unumstritten ist, obwohl ihnen keine Rechtsnormqualität innewohnt.¹⁵ In Folge eines mehrfachen Paradigmenwechsels in der Entwicklungsgeschichte der Unternehmensbewertungslehre,¹⁶ wurden diese erstmalig von Moxter in den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung (GoU) zusammengefasst.¹⁷ Neben dem zentralen Grundsatz der Zweckabhängigkeit der Bewertung,¹⁸ nach dem die Bewertungsmethode maßgeblich durch den Bewertungszweck bzw. den damit verbundenen Anlass bestimmt werden, ist es vor allem das Prinzip der Zukunftsbezogenheit, welches die gegenwärtige Bewertungslehre

⁹Vgl. BALLWIESER (1990), S.6ff., insb. S.9f.; SIEBEN (1993), Sp.4322f.

¹⁰Vgl. BALLWIESER (1990), S.VII; HERING (2006), S.4.

¹¹Vgl. dazu und zum folgenden WAGNER et al. (2006), S.1006.

¹²Vgl. KRUSCHWITZ/LÖFFLER (2008), S.810.

¹³Vgl. KROMSCHRÖDER (1979), S.12; WAGNER et al. (2006), S.1006.

¹⁴Vgl. BALLWIESER (1990), S.VII sowie S. 12ff.; HERING (2006), S.4; MOXTER (1980), S.458.

¹⁵Vgl. GoB bzw. GoBiL MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.719.

¹⁶Vgl. GORNY (2002), S.1ff.; MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.22. Für einen Überblick zur Entwicklung von der objektiven über die subjektive hin zur funktionalen Bewertungslehre, die sich gewissermaßen als salomonische Lösung des Disputs zwischen ihren „Vorgängern“ präsentiert vgl. HENSELMANN/BARTH (2009), S.110ff.; MANDL/RABEL (1997a), S.5ff.; PEEMÖLLER (2009b), S.4ff. sowie SERFLING/PAPE (1995), S.811.

¹⁷Vgl. MOXTER (1976), S.1ff..

¹⁸Vgl. BALLWIESER (2011), S.1ff.; COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.597; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2009), S.87; MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.22; MOXTER (1983), S.5ff.; SIEBEN (1993), Sp.4315.

und -praxis dominiert.¹⁹ Eng mit dem Gesamtbewertungsprinzip verknüpft, bildet es die Grundlage des Zukunftserfolgsansatzes,²⁰ der sich in der wissenschaftlichen Diskussion der 70er und zu Beginn der 80er Jahre um die Frage nach der richtigen Bewertungsmethode und dem richtigen Unternehmenswert gegenüber den substanzorientierten Einzelbewertungsverfahren durchsetzen konnte.²¹

Ausschlaggebend für die Wertermittlung ist demnach der Gegenwartswert des zukünftigen Nutzens, den ein *Bewertungssubjekt* - eine einzelne natürliche oder juristische Person oder eine Gruppe von Personen - dem *Bewertungsobjekt* - dem Unternehmen, welches bewertet werden soll - beimisst.²² In den zukünftigen Nutzen können grundsätzlich sowohl finanzielle, als auch nichtfinanzielle Zielgrößen einfließen.²³ Um jedoch die Komplexität des Bewertungskalküls zu reduzieren, bleiben Letztere aufgrund ihrer mangelnden Quantifizierbarkeit im Allgemeinen unberücksichtigt, so dass ausschließlich die erwarteten, zukünftigen finanziellen Überschüsse von Bedeutung sind (Zukunftserfolgswert).²⁴

Aus finanzwirtschaftlicher Sicht gilt es folglich einen künftigen Nutzen- bzw. Zahlungsstrom zu bewerten, der aufgrund seiner Zukunftsbezogenheit zumeist in hohem Maße unsicher ist.²⁵ Die theoretischen Grundlagen hierzu liefern die Investitions- und Finanzierungstheorie, weshalb sich die Unternehmensbewertung nach herrschender Lehrauffassung im deutschen und angloamerikanischen Sprachraum auch als ein Anwendungsfall derselben erweist.²⁶ Auf dieser Erkenntnis aufbauend, sieht auch der für die deutsche Bewertungspraxis maßgebliche Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW), der die berufsständischen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen enthält (IDW S1 i. d. F. 2008), eine grundsätzliche Orientierung am Zukunftserfolgswert vor.²⁷

Die inhärente Zukunftsbezogenheit birgt im Kern ein Planungs- und Prognoseproblem.²⁸ So ist es zur Abschätzung der künftigen finanziellen Überschüsse notwendig, Prognosen über die Entwicklung wertbestimmender Größen zu erstellen. Gleichzeitig sind solche Unternehmensvariablen zu planen, die dem Einfluss des Managements unterliegen.

¹⁹Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.616; HELBLING (2002), S.735f.; PEEMÖLLER/KUNOWSKI (2009), S.268.

²⁰Vgl. BUSSE VON COLBE (1957).

²¹Vgl. PEEMÖLLER (2009a), S.31.

²²Vgl. BUSSE VON COLBE (1957), Sp.595.

²³Vgl. BALLWIESER (2011), S.16f..

²⁴Vgl. MANDL/RABEL (2009), S.55; PEEMÖLLER/KUNOWSKI (2009), S.272ff.; SIEBEN (1993), Sp.4322f..

²⁵Vgl. dazu und zum folgenden HERING (2006), S.3. Ferner BUSSE VON COLBE (1957), S.39ff..

²⁶Vgl. MATSCHKE/BRÖSEL (2007), S.119f. sowie HERING (2006), S.3.

²⁷Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.7.

²⁸Vgl. BRETZKE (1975b), S.87f.; DIRRIGL (1988), S.154ff.. Ferner HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.68 sowie INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A220.

Beide Tätigkeiten gehen in der Regel mit einem erheblichen Informationsbeschaffungs- bzw. -verarbeitungsaufwand einher und stellen den wohl wichtigsten und zugleich schwierigsten Arbeitsschritt im Rahmen einer Unternehmensbewertung dar.²⁹

Die Komplexität beginnt in diesem Zusammenhang bereits mit der Festlegung des Zeithorizonts, über den sich die Planung bzw. Prognose erstrecken soll.³⁰ Da sämtliche, künftig anfallenden Zahlungsüberschüsse wertrelevant sind, ist der Planungs- bzw. Prognosehorizont mit der Lebensdauer des Unternehmens gleichzusetzen. Letztere ist aber, wie die Überschüsse selbst, unsicher.³¹ Aufgrund der Unmöglichkeit, die genaue Lebensdauer eines Unternehmens a priori zu bestimmen, wird in Theorie und Praxis regelmäßig die Fiktion eines ewig lebenden Unternehmens unterstellt.³²

Für den aufzustellenden Bewertungskalkül sind demnach die Zahlungsüberschüsse für einen unendlichen Zeitraum zu schätzen. Mit zunehmender zeitlicher Entfernung vom Bewertungsstichtag nimmt allerdings die Prognosegenauigkeit ab. Zudem ist der Planungsaufwand aus wirtschaftlichen Gründen einzugrenzen.³³ Eine fundierte, periodenspezifische Schätzung erscheint somit, entgegen der zuvor festgelegten Prämisse, nur für einen begrenzten Zeitraum sinnvoll bzw. überhaupt möglich.³⁴ Als gängiger Ansatz zur Berücksichtigung dieses Problems, hat sich in der modernen Unternehmensbewertung die Anwendung der sog. Phasenmethode etabliert,³⁵ die bereits in den frühen Quellen der angloamerikanischen Bewertungslehre zu finden ist und mittlerweile als ein Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung gilt.³⁶ Hierbei wird der Planungs- bzw. Prognosehorizont in (mindestens) zwei Phasen unterteilt.³⁷ Innerhalb der ersten, zeitlich näheren Phase - der sog. Detailplanungsphase - werden die erwarteten, finanziellen Überschüsse auf Basis einer integrierten Planungsrechnung detailliert und periodengenau geplant. Für die sich anschließende Ermittlung des Restwerts³⁸ in der ferneren Phase - der sog. Fortfüh-

²⁹Vgl. HELBLING (2002), S.736; KRUSCHWITZ (2002), S.3; KUHNER/MALTRY (2006), S.93; WALLMEIER (2008), S.139.

³⁰Vgl. KUHNER (2006), S.716.

³¹Vgl. SIEGEL (1994), S.459.

³²Vgl. statt vieler PEEMÖLLER (2009a), S.39 sowie HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.85. Die an sich unrealistische Annahme der ewigen Existenz eines Unternehmens wird in der Literatur bisweilen kontrovers diskutiert. Vgl. BACHL (2010), S.41; FRÜHLING (2009), S.200; KÄFER (1972), S.118 sowie Abschnitt 2.3.2.2 auf Seite 56ff..

³³Vgl. PEEMÖLLER (2009a), S.40.

³⁴Vgl. HERTER (1994), S.52f..

³⁵Die Begriffe Phasenmethode bzw. Phasenmodell bezeichnen dieselbe Methodik und werden in der vorliegenden Arbeit, wie auch in der Literatur, synonym verwendet. Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A233ff.; MANDL/RABEL (1997a), S.153ff..

³⁶Vgl. DIRRIGL (1988), S.280; KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.112; SCHULTZE (2003), S.241.

³⁷Die Anzahl und Länge der einzelnen Phasen wird seitens des IDW nicht verbindlich vorgeschrieben. Insgesamt hat sich bis heute keine herrschende Meinung hierzu herausgebildet. Vgl. WOLLNY (2010), S.201.

³⁸Anstelle des Terminus „Restwert“ finden sich im Schrifttum auch andere Bezeichnungen wie z. B. Terminal Value, Continuing Value, Residual Value, Horizon Value, Perpetuity Value, Fortführungswert, Residualwert, etc. die sich indes allesamt auf den selben Sachverhalt beziehen.

rungsphase - basiert die Planung zumeist auf pauschalen Annahmen, die eine Entwicklung der finanziellen Überschüsse auf einem konstanten bzw. konstant wachsenden Niveau „bis in alle Ewigkeit“ vorsehen. Die Einbindung dieser Entwicklung in den Bewertungskalkül erfolgt in der Regel auf Grundlage der sog. ewigen Rente bzw. der ewigen geometrisch veränderlichen Rente, wodurch die eigentlich zu bewertende, originäre Finanzplanung im Zuge der Restwertermittlung auf eine finanzmathematische Formel verdichtet wird.³⁹

Der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert setzt sich folglich aus zwei Komponenten zusammen: dem Barwert der Überschüsse aus der Detailplanungsphase und dem Barwert der ewigen Rente aus der Fortführungsphase. Trotz aktueller Kritik am zuvor skizzierten Zwei-Phasenmodell,⁴⁰ wird dieses gemeinhin als Standardfall in der Bewertungspraxis und -theorie erachtet,⁴¹ weshalb sich auch die vorliegende Arbeit hierauf konzentriert.

In der jüngeren Vergangenheit ist zu beobachten, dass im Rahmen des Phasenmodells vor allem die Fortführungsphase zunehmend in den Fokus der Forschung rückt.⁴² Eine Ursache für diese Entwicklung liegt zweifellos in der praktischen Bedeutung, die dem Restwert aufgrund seines hohen Anteils am Gesamtunternehmenswert zukommt.⁴³ So belegen verschiedene empirische Untersuchungen, dass der Anteil regelmäßig mehr als 50% beträgt.⁴⁴ Ein inkonsistentes Vorgehen bei der Restwertermittlung kann sich demnach erheblich auf den errechneten Unternehmenswert auswirken. Hinzu kommt die hohe Prognoseunsicherheit, die aus der zeitlichen Entfernung der Fortführungsphase zum Bewertungsstichtag resultiert und die dessen Planbarkeit in der Praxis erschwert. Berücksichtigt man die Diskrepanz beider Effekte, d. h. geringe Prognostizierbarkeit bei zugleich hoher Wertrelevanz,⁴⁵ so erscheint es aus heutiger Sicht recht kurios, dass der Restwert im Schrifttum noch vor wenigen Jahren ein eher stiefmütterliches Dasein fristete und der Bewertungspraxis kaum theoretisch fundierte Vorschläge zu dessen konsistenter Ermittlung unterbreitet wurden. Die Versäumnisse der Vergangenheit sind mittlerweile erkannt worden und die Restwertermittlung gilt aktuell als ein zentrales Problem in der Unternehmensbewertung.⁴⁶ Ihrer Methodik sowie den zugrundeliegenden Prämissen ist daher eine besondere Aufmerksamkeit beizumessen.

³⁹Vgl. PAWELZIK (2010), S.964.

⁴⁰Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2002b), S.607; WOLLNY (2010), S.202f..

⁴¹Vgl. statt vieler MANDL/RABEL (2009), S.59 sowie PEEMÖLLER/KUNOWSKI (2009), S.299 unter Verweis auf den HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.77. Im Rahmen einer aktuellen Studie wird diese Annahme empirisch bestätigt. Vgl. LORENZ (2009), S.18.

⁴²Vgl. ALBRECHT (2004), S.732ff.; BAUSCH/PAPE (2005), S.474ff.; BERKMAN/BRADBURY/FERGUSON (1998), S.27ff.; CASSIA/VISMARA (2009), S.135ff.; CHERIDITO/SCHNELLER (2004), S.735ff.; HENSELMANN (2000), S.151ff.; KNOLL (2005), S.1120ff.; KREYER (2009); LOBE (2006); MEITNER (2009b), S.491ff.; MOSER (2002), S.17ff.; STELLBRINK (2005); TINZ (2010); TSCHÖPEL/WIESE/WILLERSHAUSEN (2010a), S.349ff.; TSCHÖPEL/WIESE/WILLERSHAUSEN (2010b), S.405ff.; WEILER (2005).

⁴³Vgl. MANDL/RABEL (1997a), S.155.

⁴⁴Vgl. BARNES (1996), S.24; FRANCIS/OLSSON/OSWALD (2000), S.46; KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.213f.; STELLBRINK (2005), S.3f..

⁴⁵Vgl. BAUSCH/PAPE (2005), S.474.

⁴⁶Vgl. PAWELZIK (2010), S.964.

Unabhängig davon, ob der Fortführungswert methodisch mittels der ewigen Rente, des Gordon-Wachstumsmodells⁴⁷ oder der aus diesem Modell von *Copeland et al.* abgeleiteten Werttreiberformel bestimmt wird, ist in allen Fällen die modellimmanente Prämisse des eingeschwungenen Zustands⁴⁸ als wesentliche Anwendungsvoraussetzung zu beachten.⁴⁹ Die Prüfung dieser Prämisse gestaltet sich allerdings äußerst schwierig, weil bei Anwendung derartiger Modelle in der Regel nur wenige explizite Annahmen zu treffen sind. Sie beziehen sich auf die Höhe des (nachhaltigen) Zahlungsüberschusses, den Kapitalisierungszinssatz sowie gegebenenfalls die erwartete Wachstumsrate der Zahlungsüberschüsse.⁵⁰ Die Ausprägungen dieser Parameter zu Beginn der Fortführungsphase, die folglich den eingeschwungenen Zustand des Bewertungsobjekts repräsentieren sollen, bestimmen sich trotz der formelmäßigen Verdichtung nach allen wertrelevanten Informationen, die auch im Rahmen einer detaillierten, integrierten Planungsrechnung aufbereitet werden müssen. Der Komprimierungs- bzw. Vereinfachungsgrad, der zwar im Sinne einer anzustrebenden Komplexitätsreduktion gerade bei der Restwertberechnung geboten erscheint,⁵¹ ist bei dieser Vorgehensweise somit nicht nur rechentechnisch beträchtlich; er verdeckt zudem eine Fülle impliziter Annahmen. So werden z. B. indirekt Annahmen bezüglich der (Alters-)Struktur des Anlagevermögens und der damit verbundenen Investitions- bzw. Abschreibungspolitik des Unternehmens, sowie hinsichtlich der Struktur der Pensionsrückstellungen und der Ausschüttungsquote getroffen.⁵²

In der unternehmerischen Realität sind viele dieser Bedingungen, die sich aus der Prämisse des eingeschwungenen Zustands ableiten, häufig nicht bzw. zu Beginn der Fortführungsphase (noch) nicht erfüllt, wodurch es zu eklatanten Fehlbewertungen kommen kann, falls eine starke Diskrepanz zwischen den impliziten Prämissen und den realen Gegebenheiten besteht.⁵³ Infolge der mangelnden Explikation dieser Prämissen ist eine Überprüfung ihrer Plausibilität sowie die Feststellung etwaiger Diskrepanzen nur erschwert möglich.⁵⁴ Empirische Untersuchungen bestätigen dies und belegen, dass man sich in der Bewertungspraxis der impliziten Prämissen vielfach nicht bewusst ist oder andererseits unplausible

⁴⁷Aus finanzmathematischer Sicht entspricht das Gordon-Wachstumsmodell der ewigen geometrisch wachsenden Rente.

⁴⁸Das IDW verwendet stattdessen die Begriffe Gleichgewichts- oder Beharrungszustand. Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.78; INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A236. Im Schrifttum wird auch vom stationären Zustand, Stationaritätskonzept oder „steady state“ gesprochen. Sämtliche Begriffe sind allerdings inhaltlich deckungsgleich und werden daher innerhalb der vorliegenden Arbeit synonym verwendet.

⁴⁹Vgl. dazu u. a. KOLLER/GOEDHART/WESSELS (2010), S.188, 216; LUNDHOLM/O'KEEFE (2001b), S.695; SAUR et al. (2011), S.1018.

⁵⁰Vgl. dazu und zum folgenden HENSELMANN (2000), S.152; HENSELMANN/WEILER (2007), S.354; LEVIN (1998), S.47; WOLLNY (2010), S.211.

⁵¹Vgl. HENSELMANN (2000), S.157.

⁵²Vgl. DIRRIGL (1988), S.483ff.; MEITNER (2009a), S.21; MOSER (2002), S.17f.; STELLBRINK (2005), S.225ff..

⁵³Vgl. HENSELMANN (2000), S.152; PAPE/KREYER (2009a), S.282.

⁵⁴Vgl. KREYER (2009), S.54.

Annahmen trifft, die einen Gleichgewichtszustand von vornherein ausschließen.⁵⁵ Die Vermutung liegt daher nahe, dass die Restwertberechnung in der Praxis häufig auf Ad-hoc-Lösungen basiert.⁵⁶ Hierbei wird z. B. der Zahlungsüberschuss des letzten Detailplanungsjahres (gegebenenfalls um die Wachstumsrate korrigiert) einfach übernommen,⁵⁷ ohne das ein kritischer Abgleich mit den Bedingungen eines eingeschwungenen Zustands bzw. eine sorgfältige Prüfung dahingehend erfolgt.

Das IDW betont hingegen zwar die enorme Bedeutung der Analyse des eingeschwungenen Zustands innerhalb des S1.; „Wegen des starken Gewichts der finanziellen Überschüsse in der zweiten Phase kommt der kritischen Überprüfung der zugrundeliegenden Annahmen eine besondere Bedeutung zu.“⁵⁸, sowie im Wirtschaftsprüfer Handbuch: „...“, dass gerade der Ansatz eines einheitlichen repräsentativen oder eines mit einer konstanten Rate wachsenden durchschnittlichen finanziellen Überschusses in der ferneren Phase vielseitige Analysen und/oder Plausibilitätsüberlegungen erfordert.“⁵⁹, gibt dem Bewertenden allerdings keine geeigneten Kriterien zur Prüfung, geschweige denn eine genaue Definition dieses Zustandes an die Hand.⁶⁰ So bleibt es im Wesentlichen bei dem Hinweis, dass sich die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des zu bewertenden Unternehmens im sog. Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden sollte.⁶¹ Es obliegt damit allein dem Ermessen des Bewertungssubjekts dieses definitorische Vakuum im Rahmen einer konkreten Bewertungssituation mit Inhalt zu füllen.

Auch innerhalb der Bewertungstheorie herrscht hinsichtlich der Festlegung geeigneter Kriterien oder der Definition eines solchen Zustandes häufig Konfusion.⁶² Zwar werden in diesem Zusammenhang z. B. ein konstanter Kapitalumschlag, eine konstante Reinvestitionsrate sowie konstante Kapitalkosten angeführt,⁶³ eine weitere Präzisierung in Bezug auf die operative Umsetzung dieser Kriterien innerhalb einer integrierten Planungsrechnung, aus der letztlich die Parameter des Terminal Value Modells abzuleiten sind, bleibt jedoch weitestgehend aus.⁶⁴ Zudem lässt sich zeigen, dass die Konstanz verschiedener Kennzahlen über die Zeit lediglich eine notwendige, keinesfalls jedoch eine hinreichende Bedingung für das Eintreten eines stationären Zustands darstellt.⁶⁵ Vielmehr gilt es die Wirkungszusam-

⁵⁵Vgl. BAMBERGER (1999), S.658f.; PETERSEN/PLENBORG (2009), S.7; sowie allgemein hierzu ADERS/SCHRÖDER (2004), S.99.

⁵⁶PENMAN (1998), S.303.

⁵⁷Vgl. KNIEST (2006), S.11; LEVIN/OLSSON (2000), S.2; LUNDHOLM/O'KEEFE (2001a), S.316, 328ff.; STELLBRINK (2005), S.112.

⁵⁸Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.79.

⁵⁹Vgl. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A237.

⁶⁰Vgl. FISCHER-WINKELMANN (2006), S.161; TINZ (2010), S.136, 170, 234.

⁶¹Vgl. HFA DES INSTITUTS DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2008), Tz.78; INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND E.V. (2014), Rn. A236.

⁶²Vgl. LOBE (2006), S.22.

⁶³Vgl. exemplarisch COPELAND/KOLLER/MURRIN (2002), S.326.

⁶⁴Vgl. LEVIN (1998), S.68f.. Ausnahmen hiervon bilden lediglich der vorgenannte Verfasser bzw. LEVIN/OLSSON (2000) sowie in Teilen STELLBRINK (2005).

⁶⁵Vgl. dazu und zum folgenden LEVIN/OLSSON (2000), S.2f..

menhänge zwischen entsprechenden Bilanz- und Gewinn- und Verlustrechnungspositionen zu berücksichtigen, die sich insbesondere aus gesetzlichen Rechnungslegungsvorschriften ergeben und dazu führen, dass einzelne Werte nicht unabhängig voneinander bestimmt bzw. ohne weitere Überlegungen als konstant angenommen werden können.

Verglichen mit der Komplexität und der Anzahl an Problemen, die mit der Prämisse eines stationären Zustands verbunden sind, findet eine Auseinandersetzung mit diesem Thema verhältnismäßig selten im Schrifttum statt, so dass sich bis heute in diesem Bereich der Unternehmensbewertung keine herrschende Meinung identifizieren lässt.⁶⁶ [Wallmeier] bezeichnet den eingeschwungenen Zustand von daher äußerst prägnant als „Phantom“ der Unternehmensbewertung, so wie einzelne Autoren die Ermittlung des Rest- bzw. Fortführungswertes analog dazu als „Black Box“ charakterisieren.⁶⁷

Aufgrund der zuvor skizzierten Probleme werden im Rahmen der vorliegenden Arbeit insbesondere die folgenden Fragen aufgegriffen:

- Welche Implikationen ergeben sich aus der Anwendung der ewigen (geometrisch veränderlichen) Rente für die dahinterstehende integrierte Planungsrechnung und wie lassen sich diese in geeigneter Weise aufdecken?
- Ist eine allgemeingültige Definition des Gleichgewichtszustandes möglich bzw. zweckmäßig und welche Kriterien können hierzu gegebenenfalls festgelegt werden?
- Wie lässt sich eine sachgerechte Ermittlung des Fortführungswertes und damit zugleich die Implementierung des Gleichgewichtszustandes im Rahmen einer konkreten Planungsrechnung möglichst pragmatisch operationalisieren?

⁶⁶Vgl. ähnlich dazu TINZ (2010), S.136f..

⁶⁷Vgl. WALLMEIER (2008), S.139; HENSELMANN et al. (2009), S.113.

1.2 Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit unterteilt sich unter Berücksichtigung der Einleitung in fünf Kapitel.

Innerhalb von **Kapitel 2** werden zunächst die theoretischen Grundlagen für das Verständnis der anschließenden Untersuchung gelegt. Neben einem Überblick über die gängigen Bewertungsverfahren, erfolgt dazu innerhalb von Abschnitt 2.2 eine detaillierte Vorstellung von vier Bewertungsmethoden, denen erwiesenermaßen nicht nur im Rahmen theoretischer Arbeiten zur Unternehmensbewertung, sondern vor allem auch in der Bewertungspraxis eine vorrangige Bedeutung zukommt. Die präsentierten Bewertungsmethoden entspringen allesamt dem Konzept des Zukunftserfolgswertes, nach dem sich der Wert eines Unternehmens grundsätzlich an den erwarteten finanziellen Überschüssen bemisst. Zur Quantifizierung von künftigen Überschüssen ist eine prospektive Rechnung erforderlich, die mit einem Planungs- bzw. Prognoseproblem einhergeht. Eine Auseinandersetzung mit diesem Kernproblem der modernen Unternehmensbewertung findet in Abschnitt 2.3 statt. Dort wird u. a. auf die regelmäßig getroffene Annahme der ewigen Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens eingegangen. Zweifellos kann die Gültigkeit dieser Prämisse am ehesten vor dem Hintergrund empirischer Ergebnisse zur Lebensdauer von Unternehmen beurteilt werden, was innerhalb von Abschnitt 2.3.2.2 geschieht. Ein Schwerpunkt des Abschnittes 2.3 wird daraufhin der sog. Phasendifferenzierung gewidmet, die aus unterschiedlichen Gründen ein bewährtes Mittel im Umgang mit dem Problem eines unendlichen Prognosezeitraumes darstellt. Die Phasendifferenzierung verlangt vom Bewertenden die Bestimmung eines geeigneten Planungshorizontes, wofür ihm diverse Ansätze zur Verfügung stehen, die innerhalb von Abschnitt 2.3.3.2 kritisch beurteilt werden. In diesem Zusammenhang wird erstmals die Tragweite des Stationaritätskonzeptes im Rahmen der zukunftsorientierten Bewertung herausgestellt.

Aus der Anwendung der Phasendifferenzierung resultiert vorzugsweise eine zweigeteilte Ermittlung des Unternehmenswertes. Der wertmäßig bedeutendere Anteil entfällt dabei in der Regel auf den Fortführungswert, weshalb dieser den zentralen Untersuchungsgegenstand von **Kapitel 3** bildet. Hier erfolgt zunächst eine beispielhafte Quantifizierung des Fortführungswertes unter Variation der maßgeblichen Einflussparameter. Zudem wird die ewige (geometrisch) veränderliche Rente als Basismodell zu dessen Ermittlung identifiziert. Die Rentenformel zeichnet sich vor allem durch ihren enormen Komprimierungsgrad aus, der indes der wertmäßigen Bedeutung nahezu diametral entgegensteht. An Stelle einer integrierten Planungsrechnung hat der Bewertende nunmehr lediglich drei Eingabegrößen zu schätzen: Den Zukunftserfolg, die Kapitalkosten und die Wachstumsrate. Dementsprechend werden innerhalb der Abschnitte 3.3.1 bis 3.3.3 verschiedene Möglichkeiten zu deren Bestimmung vorgestellt und hinsichtlich ihrer Anwendungsseignung kritisch beurteilt. Dies geschieht einerseits vor dem Hintergrund, dass eine pauschale bzw. autonome Festlegung der drei Parameter ein erhebliches Fehlerpotential birgt, wie u. a. die Ausführungen in Abschnitt 3.3.1 belegen. Vielmehr hat der Bewertende die Interdependenzen der Eingabeparameter zu berücksichtigen.

begrößen zu beachten, weil sie insgesamt den Gleichgewichtszustand des Unternehmens erfassen bzw. abbilden sollen. Gemeinhin wird dieser als zentrale Anwendungsvoraussetzung der ewigen (geometrisch veränderlichen) Rente anerkannt.

In **Kapitel 4** wird der Fokus der Untersuchung zunächst auf die Beschreibung des Gleichgewichtszustandes gerichtet. Zwar ist der eingeschwungene Zustand als Anwendungsvoraussetzung der Rentenformel aus mathematischer Sicht eindeutig definiert, insofern hierfür „nur“ die Konstanz bzw. ein konstantes Wachstum der Eingabeparameter notwendig ist. Übertragen auf die dahinterstehende integrierte Planungsrechnung des Unternehmens ergibt sich aus dieser Bedingung jedoch eine Fülle an ökonomischen Implikationen, die dem Bewertenden bei bloßer Betrachtung der Formel verborgen bleibt. Eine sorgfältige (Plausibilitäts-)Überprüfung der Annahmen für die fernere Phase, wie sie beispielsweise in den Empfehlungen des IDW hervorgehoben wird, ist also schier unmöglich. Mit dem Werttreibermodell in Abschnitt 4.2.1 und dem Modell von *Levin* und *Olsson* in Abschnitt 4.2.2 werden zwei Ansätze vorgestellt, die eine (partielle) Offenlegung der Prämissen des eingeschwungenen Zustandes vorsehen und die somit das zuvor skizzierte (Transparenz-)Problem aufgreifen. Die entsprechenden Modelle werden innerhalb des jeweiligen Abschnittes formal hergeleitet und im Anschluss daran hinsichtlich der (notwendigen) Bedingungen bzw. Implikationen eines Gleichgewichtszustandes analysiert. Das Zwischenfazit in Abschnitt 4.2.3 beschließt die vorherigen Ausführungen in Form einer kritischen Gegenüberstellung der beiden Ansätze, wobei zu diesem Zweck vorab geeignete Vergleichskriterien erarbeitet werden. Abschnitt 4.3 enthält daraufhin (praktische) Hinweise zur Implementierung des Stationaritätskonzeptes, die am Beispiel einer selbsterstellten Unternehmensplanung veranschaulicht werden. Im Zuge der Wertermittlung anhand der in Kapitel 2 vorgestellten Methoden, resultiert dabei vor allem ein einheitlicher Unternehmenswert. Zwar ist die Wertidentität aller zukunftsorientierten Bewertungsmethoden in der Theorie heutzutage unumstritten, die praktische Anwendung zeichnet sich hingegen in der Regel durch erhebliche Wertabweichungen aus. Offenbar ist dies u. a. auf eine fehlerhafte Implementierung des Gleichgewichtszustandes zurückzuführen. Der Abschnitt 4.3 lässt sich vor diesem Hintergrund gewissermaßen als eine Anleitung auffassen, in der Möglichkeiten aufgezeigt werden, wie man diesbezügliche Fehler vermeiden kann.

Kapitel 5 fasst die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit in Thesenform zusammen.