

**SCHÄFFER**  

---

**POESCHEL**

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur zweiten Auflage . . . . .	V
Vorwort zur ersten Auflage . . . . .	VI
Einleitung . . . . .	VIII

## A. Allgemeines

<b>I. Anlässe für eine Unternehmensbewertung und Zweck einer Unternehmensbewertung . . . . .</b>	<b>1</b>
1. Bewertung eines Unternehmens aus konkretem Anlaß . . . . .	1
2. Bewertung des eigenen Unternehmens oder strategischer Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens . . . . .	2
a) Bewertung strategischer Konzepte . . . . .	3
b) Bewertung der Synergieeffekte im eigenen Unternehmen beim Kauf eines Unternehmens . . . . .	4
c) sonstige Gründe . . . . .	4
3. In diesem Buch behandelte Anlässe . . . . .	4
4. Zweck einer Unternehmensbewertung . . . . .	5
<b>II. Wert und Preis . . . . .</b>	<b>5</b>
1. Wert . . . . .	5
2. Unternehmenswert . . . . .	6
3. Wertfindung . . . . .	6
4. Preis . . . . .	7
<b>III. Wertkategorien . . . . .</b>	<b>8</b>
1. Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt) – Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode) . . . . .	8
2. Substanzwert . . . . .	11
3. Marktwert . . . . .	15
<b>IV. Objektiver, objektivierter und subjektiver Wert . . . . .</b>	<b>17</b>
1. Objektiver Wert . . . . .	17
2. Objektivierter Wert . . . . .	18
3. Subjektiver Wert . . . . .	19
4. Kritik an den Wertbegriffen objektiv, objektiviert und subjektiv . . . . .	20

<b>V.</b>	<b>Strategischer Unternehmenswert, strategischer Zuschlag und Goodwill (Geschäfts- oder Firmenwert)</b> . . . . .	20
1.	Strategischer Unternehmenswert und strategischer Zuschlag . . . . .	20
2.	Objektivierter Wert (Stand-alone-Wert), Marktwert und strategischer Zuschlag . . . . .	21
3.	Goodwill (Geschäfts- oder Firmenwert) . . . . .	21
<b>VI.</b>	<b>Die funktionale Unternehmensbewertung</b> . . . . .	22
1.	Beratungsfunktion . . . . .	22
2.	Vermittlungsfunktion . . . . .	23
3.	Argumentationsfunktion . . . . .	24
4.	Nebenfunktionen . . . . .	24
5.	Kritik an der funktionalen Unternehmensbewertung . . . . .	25
<b>VII.</b>	<b>Kombinationsverfahren (Kombinierte Erfolgs- und Substanzbewertung)</b> . . . . .	26
1.	Mittelwertverfahren . . . . .	26
2.	Modifiziertes Mittelwertverfahren . . . . .	28
3.	Verfahren der Übergewinnabgeltung oder Übergewinnverrentung . . . . .	28
4.	»Stuttgarter Verfahren« . . . . .	30
5.	Verfahren Schnettler . . . . .	30
6.	Weitere Bewertungsverfahren . . . . .	30
7.	Ertragswertmethode auf Basis der Vergangenheitserträge . . . . .	31
8.	Schlußbemerkungen zu den Kombinationsverfahren . . . . .	31
<b>VIII.</b>	<b>Earn-out-Methode (verzögerte Kaufpreisbestimmung)</b> . . . . .	32
<b>IX.</b>	<b>Geschichte der Unternehmensbewertung</b> . . . . .	33

## B. Analyse des Unternehmens und seiner Umwelt

<b>I.</b>	<b>Allgemeines</b> . . . . .	47
1.	Sammlung von Informationen und Daten . . . . .	48
2.	Geschichtliche Entwicklung des Unternehmens . . . . .	49
3.	Anteilseigner des Unternehmens . . . . .	49
<b>II.</b>	<b>Analysen</b> . . . . .	50
1.	Analyse der politischen, gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und technischen Entwicklung . . . . .	50
2.	Analyse des Absatzmarktes . . . . .	51
3.	Analyse der Konkurrenz . . . . .	52
4.	Analyse des Verkaufssortiments und der angebotenen Dienstleistungen . . . . .	54
5.	Analyse der Verkaufsorganisation, Absatzwege, Absatzgebiete, Kundenstruktur und Werbung . . . . .	55

6.	Analyse der Produktion . . . . .	56
7.	Analyse der Forschung und Entwicklung . . . . .	56
8.	Analyse der Beschaffung und Logistik . . . . .	57
9.	Analyse der Ver- und Entsorgung sowie des Umweltschutzes . . . . .	57
10.	Analyse des Personals . . . . .	58
11.	Analyse des Managements, der Führungsstruktur und der Strategien . . . . .	59
12.	Analyse der Ergebnisrechnungen der Vergangenheit . . . . .	59
13.	Analyse der Finanzlage . . . . .	61
14.	Analyse der rechtlichen Verhältnisse . . . . .	62
15.	Analyse der steuerlichen Verhältnisse . . . . .	63
16.	Sonstige Analyseergebnisse . . . . .	63
<b>III.</b>	<b>Auswertung der Analysen . . . . .</b>	<b>63</b>
1.	Stärken-/Schwächen-Analyse (Ressourcenanalyse) . . . . .	63
a)	Allgemeines . . . . .	63
b)	Einzelheiten . . . . .	65
2.	Synergiermöglichkeiten . . . . .	67
<b>IV.</b>	<b>Due Diligence . . . . .</b>	<b>68</b>
1.	Allgemeines . . . . .	68
2.	Einzelheiten . . . . .	71

## C. Bewertung des Unternehmens

<b>I.</b>	<b>Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt) – Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode) . . . . .</b>	<b>75</b>
1.	Allgemeines . . . . .	75
a)	WACC-Ansatz . . . . .	76
b)	APV-Ansatz . . . . .	78
c)	Beurteilung und Vergleich der beiden Ansätze . . . . .	79
2.	Prognose der Entwicklung des relevanten Marktes . . . . .	80
a)	Allgemeines . . . . .	81
b)	Regressionsanalyse . . . . .	81
e)	Analogieverfahren . . . . .	81
d)	Expertenbefragung . . . . .	81
e)	Szenario-Analyse . . . . .	82
f)	Entscheidungsbaumverfahren . . . . .	85
g)	Schlußbemerkungen . . . . .	85
3.	Umsatz-, Kosten- und Investitionsplanung . . . . .	86
a)	Umsatzplanung . . . . .	87
b)	Kostenplanung . . . . .	88
	Exkurs: Erfahrungskurven-Effekt . . . . .	89
c)	Plausibilitätsprüfung von Umsatz- und Kostenplanungen . . . . .	91

	d)	Investitionsplanung . . . . .	93
4.		Ermittlung des Cash-flows . . . . .	95
	a)	Cash-flow des Planungszeitraums . . . . .	95
	aa)	Betriebsergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern . . . . .	97
	ab)	Ertragsteuern . . . . .	97
	ac)	Betriebsergebnis vor Zinsen und nach Ertragsteuern . . . . .	98
	ad)	Abschreibungen . . . . .	98
	ae)	Investitionen . . . . .	99
	af)	Veränderung Nettoumlaufvermögen . . . . .	99
	ag)	Veränderung sonstige Rückstellungen . . . . .	100
	ah)	Veränderung Rückstellungen für Pensionsverpflichtungen . . .	100
	ai)	Veränderung Steuerrückstellungen . . . . .	101
	aj)	Veränderung sonstiges Vermögen/sonstige Verbindlichkeiten . .	101
	ak)	sonstiger Cash-flow . . . . .	102
	al)	Körperschaftsteuer auf nicht ausgeschüttete Gewinne . . . . .	102
	am)	Steuervorteil durch Halbeinkünfteverfahren . . . . .	102
	b)	Ermittlung des Endwertes . . . . .	103
	ba)	Allgemeines . . . . .	103
	bb)	Annahmen für die Ermittlung des Endwertes . . . . .	103
	bc)	Ermittlung des Endwertes auf Basis des Cash-flows . . . . .	104
	bd)	Ermittlung des Endwertes auf anderer Basis . . . . .	106
5.		Kapitalisierungszinsfuß . . . . .	109
	a)	Kapitalkosten . . . . .	109
	b)	Fremdkapitalkosten . . . . .	111
	c)	Eigenkapitalkosten . . . . .	111
		Exkurs: Varianz, Standardabweichung, Kovarianz . . . . .	115
	d)	Marktrenditen und $\beta$ -Faktoren in der Vergangenheit . . . . .	117
	e)	Kapitalstruktur und $\beta$ -Faktor . . . . .	120
	f)	Ermittlung individueller Risikoprämien auf Basis des $\beta$ -Faktors, der höheren Rendite bei kleinen Unternehmen, des unternehmens- spezifischen Geschäftsrisikos und der möglichen Ertragsbandbreite .	125
	fa)	CAPM und $\beta$ -Faktor . . . . .	125
	fb)	Modifiziertes CAPM (MCAPM) wegen höherer Rendite bei kleinen Unternehmen . . . . .	126
	fc)	Modifiziertes CAPM (MCAPM) wegen eines unternehmens- spezifischen Geschäftsrisikos (unsystematisches Risiko) . . . . .	126
	fd)	mögliche Ertragsbandbreite . . . . .	127
	fe)	individuelle Risikoprämie . . . . .	129
6.		Gesamtwert des Unternehmens . . . . .	131
7.		Nicht betriebsnotwendiges Vermögen . . . . .	131
8.		Fremdkapital . . . . .	131
9.		Wert des Unternehmens = Wert des Eigenkapitals . . . . .	132
		Exkurs: Ertragsteuern auf den Veräußerungsgewinn . . . . .	132
10.		Erwartungswert	133
11.		Realoptionsansatz . . . . .	134
	a)	Finanzoptionen . . . . .	135

b)	Realoptionen . . . . .	136
c)	Kritik an der Anwendung des Realoptionsansatzes bei der Unternehmensbewertung . . . . .	137
<b>II.</b>	<b>Substanzwert</b> . . . . .	139
1.	Allgemeines . . . . .	139
2.	Reproduktionswerte der einzelnen Posten des Substanzwertes . . . . .	140
a)	Grundstücke . . . . .	140
b)	Gebäude . . . . .	141
c)	technische Anlagen und Maschinen . . . . .	144
d)	sonstige Gegenstände des Sachanlagevermögens . . . . .	146
e)	immaterielle Vermögensgegenstände . . . . .	147
f)	Anteile an verbundenen Unternehmen . . . . .	149
g)	Wertpapiere des Anlagevermögens . . . . .	149
h)	langfristige Forderungen . . . . .	149
i)	Vorräte . . . . .	149
j)	andere Gegenstände des Umlaufvermögens einschließlich Rechnungsabgrenzungsposten . . . . .	150
k)	Bilanzverlust . . . . .	151
l)	Sonderposten mit Rücklageanteil . . . . .	151
m)	Rückstellungen . . . . .	151
n)	Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen . . . . .	151
o)	Rückstellungen für latente Steuerschulden auf stille Reserven . . . . .	153
p)	Verbindlichkeiten . . . . .	154
3.	Liquidationswert (Veräußerungswert der Substanz) . . . . .	154
<b>III.</b>	<b>Marktwert</b> . . . . .	155
1.	Ermittlung durch Verhältniskennzahlen (Multiplikatoren) . . . . .	155
2.	Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen . . . . .	158
3.	Berücksichtigung des Wachstums . . . . .	162
4.	Immobilitätsabschlag . . . . .	163
5.	Paketzuschlag . . . . .	164
6.	Schwierigkeiten bei der Ermittlung eines Marktwertes in Deutschland . . . . .	164
7.	Kritik an der Bewertung mit Verhältniskennzahlen (Multiplikatoren) . . . . .	165
<b>IV.</b>	<b>Bewertung von Unternehmensanteilen</b> . . . . .	165
<b>V.</b>	<b>Leveraged Buy-out (LBO) und Management Buy-out (MBO)</b> . . . . .	166
<b>VI.</b>	<b>Bewertung ausländischer Unternehmen</b> . . . . .	167
<b>VII.</b>	<b>Unternehmensbewertung in Ländern mit hochentwickelten Aktienmärkten, insbesondere in den USA</b> . . . . .	168

<b>VIII.</b>	<b>Unternehmensbewertung in sogenannten besonderen Fällen (z.B. junge Unternehmen, ertragsschwache Unternehmen, kleine Unternehmen, Freiberuflerpraxen, Konzernunternehmen)</b> . . .	171
1.	Allgemeines . . . . .	171
2.	Junge Unternehmen und ertragsschwache Unternehmen . . . . .	171
3.	Kleine Unternehmen . . . . .	172
4.	Freiberuflerpraxen . . . . .	173
5.	Konzernunternehmen . . . . .	173
<b>IX.</b>	<b>Kommentar zum IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) vom 28.6.2000</b> . . . . .	174
<b>X.</b>	<b>Überleitung von der Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode) zur Ertragswertmethode</b> . . . . .	176
1.	Allgemeines . . . . .	176
2.	Empirische Untersuchungen über angewendete Bewertungsverfahren in der Praxis . . . . .	177
3.	Erläuterung der Überleitung . . . . .	178
4.	Zusammenfassung . . . . .	179
<b>D. Berechnungsbeispiel einer Unternehmensbewertung</b>		
<b>I.</b>	<b>Allgemeines</b> . . . . .	181
<b>II.</b>	<b>Ergebnisrechnungen, Bilanzen und Kapitalflußrechnungen der Vergangenheit</b> . . . . .	181
1.	Ergebnisrechnungen 1998 – 2002 . . . . .	182
2.	Bilanzen der Jahre 1998 - 2002 . . . . .	183
3.	Kapitalflußrechnungen der Jahre 1998 - 2002 . . . . .	184
<b>III.</b>	<b>Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes</b> . . . . .	185
<b>IV.</b>	<b>Ermittlung des Wertes des Unternehmens auf Basis des Cash-flows</b>	186
1.	Ergebnisplanung 2003 - 2012 . . . . .	187
2.	Cash-flow-Planung 2003 - 2012 und Ermittlung des notwendigen Nettoumlaufvermögens . . . . .	188
3.	Ermittlung des Unternehmenswertes . . . . .	189
<b>V.</b>	<b>Kontrollrechnung</b> . . . . .	190
1.	Berechnung des Unterschiedes zwischen dem Gesamtvermögen laut Bilanz und dem Gesamtwert . . . . .	191
2.	Planbilanzen der Jahre 2003-2012 . . . . .	194
3.	Darstellung der zu zahlenden Zinsen und der Ergebnisse vor und nach Ertragsteuern 2003 – 2013 . . . . .	196

4.	Cash-flow-Rechnung der Jahre 2003 – 2012 mit Darstellung der Vermögens- und Fremdkapitalveränderungen . . . . .	197
5.	Kontrollrechnung (Vergleich Wert nach der DCF-Methode mit Wert nach der Ertragswertmethode) . . . . .	198
6.	Überleitung der Nettoausschüttungen an Eigenkapitalgeber zur Cash-flow-Planung . . . . .	199
7.	Erläuterung der Finanzierung und der Konsolidierung . . . . .	200
<b>VI.</b>	<b>Unternehmenswerte bei unterschiedlichen Kapitalisierungszinsfüßen bzw. Kapitalisierungszinsfüße bei unterschiedlichen Kaufpreisforderungen oder Kaufpreisangeboten . . . . .</b>	<b>202</b>
<b>VII.</b>	<b>Berechnung der Synergien . . . . .</b>	<b>203</b>
<b>VIII.</b>	<b>Berechnung der Auswirkungen des Unternehmenskaufs auf die Finanzlage des Käuferunternehmens . . . . .</b>	<b>204</b>
<b>IX.</b>	<b>Marktwerte und Verhältniskennzahlen vergleichbarer Unternehmen . . . . .</b>	<b>204</b>

## **E. Bewertung strategischer Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens**

<b>I.</b>	<b>Allgemeines . . . . .</b>	<b>207</b>
<b>II.</b>	<b>Nachteile üblicher Verfahren zur Beurteilung und Renditemessung strategischer Konzepte . . . . .</b>	<b>208</b>
1.	Bewertung verschiedener strategischer Konzepte des eigenen Unternehmens . . . . .	208
2.	Renditemessung . . . . .	209
a)	Rendite auf Basis interner Zinsfuß . . . . .	210
b)	Rendite auf Basis Return on Investment (ROI) . . . . .	210
<b>III.</b>	<b>Shareholder-Value-Konzept oder Wertsteigerungs-Management . . . . .</b>	<b>213</b>
<b>IV.</b>	<b>Ziel der Bewertung und Renditemessung der strategischen Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens auf Basis des Discounted cash-flows . . . . .</b>	<b>215</b>
<b>V.</b>	<b>Shareholder Value und Leistungsbewertung von Führungskräften . . . . .</b>	<b>216</b>
	<b>Anhang . . . . .</b>	<b>217</b>
	<b>Abkürzungsverzeichnis . . . . .</b>	<b>309</b>
	<b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>	<b>311</b>
	<b>Namensverzeichnis . . . . .</b>	<b>321</b>
	<b>Stichwortverzeichnis . . . . .</b>	<b>323</b>