

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	11
Verzeichnis der wichtigsten Tabellen .....	13
Symbolverzeichnis .....	15
Abkürzungsverzeichnis .....	17
Zum Thema und Aufbau der Arbeit .....	19
Erstes Kapitel	
<b>Kontext der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung</b> ..	27
1 Beispiele für Bewertungsprobleme mit Kapitalmarktbezug .....	28
2 Bewertungsansätze der Theorie und deren Anwendung (Anwendungsbeispiel – Teil 1) .....	38
3 Fazit, Richtungsbestimmung und Basisannahmen .....	64
Zweites Kapitel	
<b>Prognosemodelle für Zahlungen und Alternativrenditen</b> .....	83
1 Grundlegende Begriffe und Definitionen .....	84
2 Modelle für Zahlungen .....	88
3 Modelle für Alternativrenditen .....	109
4 Zur Modellierung der Lebensdauer .....	115
5 Ein Modell zur verbundenen Prognose von Zahlungen und Marktrenditen (Anwendungsbeispiel – Teil 2) .....	116
Drittes Kapitel	
<b>Bewertungsmethodische Grundlagen</b> .....	129
1 Adjusted Present Value (APV)-Methode .....	131
2 Bewertungsmethoden ohne risikoadjustierte Kapitalkosten .....	142

3	Zur Implementierung der risikoneutralen Bewertung (Anwendungsbeispiel – Teil 3) _____	156
<b>Viertes Kapitel</b>		
<b>Finanzierungs- und Ausschüttungsprämissen</b> _____		177
1	Abbildung von Finanzierungs- und Ausschüttungsstrategien im Gleichungssystem der Bilanzpositionen _____	179
2	Finanzierungsprämissen _____	185
3	Ausschüttungsprämissen _____	202
4	Exkurs: Marktwert und Kapitalkosten von Rückstellungen _____	216
5	Anwendungsbeispiel – Teil 4 _____	232
<b>Fünftes Kapitel</b>		
<b>Reinvestitions- und Fortführungsprämissen</b> _____		267
1	Handlungsoptionen von Eigentümern und Gläubigern _____	268
2	Der optimale Liquidationszeitpunkt bei sicheren Erwartungen _____	283
3	Fortführungsprämissen bei unsicheren Erwartungen _____	287
4	Zur Schätzung von Liquidationswerten und Konkurskosten _____	307
5	Anwendungsbeispiel – Teil 5 _____	311
<b>Sechstes Kapitel</b>		
<b>Prämissen zur Besteuerung und Alternativanlage</b> _____		323
1	Entscheidungsrelevante Parameter der Anleger _____	324
2	Erweiterung des Bewertungskalküls um Einkommensteuern (Besteuerungsprämisse) _____	326
3	Exkurs: "Einkommensteuereffekt" bei der APV-Methode _____	354
4	Zur Konkretisierung des risikolosen Zinses (Anlageprämisse) _____	355
5	Anwendungsbeispiel – Teil 6 _____	365
<b>Siebttes Kapitel</b>		
<b>Zusammenfassung</b> _____		381
<b>Epilog</b> _____		391

# Abbildungsverzeichnis

(Die mit \* gekennzeichneten Abbildungen gehören zum Anwendungsbeispiel)

1.1	Beispiele für verschiedene Transaktionen	29
1.2	Freier Cash-flow versus Jahresüberschuß	54
2.1	Additiver Zahlungsprozeß	91
2.2	Multiplikativer Zahlungsprozeß	93
2.3	Geometrische Darstellung der Jensen-Ungleichung	104
2.4	Beispiel für einen Kapitalrenditebaum	106
2.5	Konvergierender Renditeprozeß	111
2.6	Kombinierte Prognose von Marktrendite und Zins	114
3.1	Prinzip der APV-Methode	137
4.1	Deckung des Finanzmittelbedarfs	183
4.2	Wert der Steuervorteile bei unsicherer Bemessungsgrundlage	197
4.3	Wert einer Ausschüttung bei anteiliger Fremdfinanzierung	207
4.4	Zyklus der EBDIT-Marge*	234
4.5	Investitionen und Branchenzyklus*	235
4.6	Unternehmenswert in Abhängigkeit vom Planungshorizont – hohe Reinvestition*	246
4.7	Unternehmenswert in Abhängigkeit vom Planungshorizont bei moderater Reinvestition*	247
4.8	Unternehmenswert in Abhängigkeit von der Verschuldung*	255
4.9	Relative Wertsteigerung und relativer Finanzierungsvorteil in Abhängigkeit von der Profitabilität*	256
4.10	Relative Wertsteigerung und relativer Finanzierungsvorteil in Abhängigkeit von der EBDIT-Amplitude*	256
5.1	Zweistufige Methode gem. § 19 InsO	277
5.2	Liquidationsoption bei Sicherheit	285
5.3	Wert der Liquidationsoption in Abhängigkeit vom Wert des Eigenkapitals	287
5.4	Wert der Liquidationsoption in Abhängigkeit von der Standardabweichung	291
5.5	Baumstruktur zur Bestimmung bedingter Erwartungswerte	294

5.6	Momente der Verteilung des Unternehmenswertes* _____	312
5.7	Ermittlung des optimalen Toleranzfaktors* _____	313
5.8	Unternehmenswert mit Liquidationsoption in Abhängigkeit von der Reinvestitionsquote* _____	314
5.9	Wert der Liquidationsoption in Abhängigkeit von der Reinvestiti- onsquote* _____	315
5.10	Unternehmensgesamtwert mit und ohne Liquidationsoptionen* __	316
5.11	Unternehmensgesamtwert mit Kosten der Insolvenz* _____	317
6.1	Zinsstrukturkurve in Abhängigkeit vom Steuersatz und der Lauf- zeit _____	344
6.2	Grenzeinkommensteuersätze 1998 _____	353
6.3	Abweichungen der Optionswerte in Abhängigkeit vom Korrelati- onskoeffizienten _____	363
6.4	Abweichungen der Optionswerte in Abhängigkeit vom Basispreis	364
6.5	Extrapolierte Zinsstrukturkurve* _____	368

# Verzeichnis der wichtigsten Tabellen

(Die mit \* gekennzeichneten Tabellen gehören zum Anwendungsbeispiel)

1.1	Bewertung mit Multiplikatoren*	45
1.2	Erfolgsprognose POLY AG*	48
1.3	Erfolgsprognose GOLD AG*	49
1.4	Verwendete Kapitalisierungszinssätze*	50
1.5	Börsenwert-Umsatz-Multiplikatoren 1993 – 1997*	51
1.6	Vergleich der Profitabilität 1997*	52
1.7	Ansätze zur Berücksichtigung der Einkommensteuer bei den Eigenkapitalkosten	58
1.8	Finanzierungsprämissen DCF-Methoden	62
1.9	Steuerfaktor zur Anpassung der Eigenkapitalkosten	63
2.1	Approximation der geometrischen Brownschen Bewegung	92
2.2	Vereinfachte Bilanz	95
2.3	Vereinfachte Gewinn- und Verlustrechnung	96
2.4	Renditen am deutschen Kapitalmarkt	112
2.5	Umsatzerlöse der POLY AG und DAX 100 Index*	120
2.6	Daten für die Regression*	121
2.7	Parameter der Regressionsgleichung*	121
2.8	Prognose der Marktrendite*	122
2.9	Prognose der Umsatzerlöse*	123
3.1	Arbitrage-Argument von BLACK	144
3.2	Wachstumsraten und Beta-Faktoren im Rentenfall	150
3.3	Schätzung der Ausschüttung der POLY AG*	165
4.1	Zusammenfassung der Finanzierungsstrategien	188
4.2	Korrelation zwischen der Veränderung des Fremdkapitals und des investierten Kapitals bzw. des Unternehmensgesamtwertes	189
4.3	Rating-Kriterien von Standard&Poor's	200
4.4	Bemessungsgrundlage für die Ausschüttung	210
4.5	Zerlegung der bewertungsrelevanten Zahlung	224
4.6	Kapitalkosten bei sicheren Erwartungen	227
4.7	Diskontierungsregeln	228

4.8 Unternehmenswert unter Berücksichtigung von Rückstellungen nach der APV-Methode	229
4.9 Umsatzprognosen der POLY AG*	234
4.10 Bilanz der POLY AG im Bewertungszeitpunkt*	237
4.11 GuV der POLY AG*	237
4.12 Bewertung POLY AG – Variante mit hoher Reinvestition (Bilanz)*	239
4.13 Bewertung POLY AG – Variante mit hoher Reinvestition (GuV)*	240
4.14 Bewertung POLY AG – Variante mit moderater Reinvestition (Bilanz)*	241
4.15 Bewertung POLY AG – Variante mit moderater Reinvestition (GuV)*	242
4.16 Überprüfung des Bewertungsmodells*	249
4.17 Bewertung POLY AG – Kontrollvariante Eigenfinanzierung (Bilanz)*	250
4.18 Bewertung POLY AG – Kontrollvariante Eigenfinanzierung (GuV)*	251
4.19 Bewertung POLY AG – Kontrollvariante Fremdfinanzierung (Bilanz)*	252
4.20 Bewertung POLY AG – Kontrollvariante Fremdfinanzierung (GuV)*	253
5.1 Durchschnittliche abnormale Rendite des verkaufenden Unternehmens bei freiwilligen Desinvestitionen	270
5.2 Handlungsoptionen von Eigentümern und Gläubigern	281
5.3 Liquidationswert	308
5.4 Konkurskosten nach ALTMAN	311
5.5 Wert des Eigenkapitals in Abhängigkeit von der Eigenkapitalquote*	316
6.1 Ansätze zur Berücksichtigung der Einkommensteuer bei den Eigenkapitalkosten und deren Anwendungsvoraussetzungen	336
6.2 Vergleich Risiko und Besteuerung	351
6.3 Diskontierungsfaktoren zur Bewertung sicherer Zahlungen bei unsicherem Zins	361
6.4 Wert des Eigenkapitals in Abhängigkeit vom Steuersatz*	366
6.5 Daten für die Zinsregression	368
6.6 Wert des Eigenkapitals in Abhängigkeit von der Zinsstruktur*	369
6.7 Unternehmenswert der POLY AG*	370