

Vorwort	V
Tabellenverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XIII
Symbolverzeichnis	XIV
1. Unternehmensbewertung als Mittel zum Zweck	1
1.1. Zweckadäquanzprinzip	1
1.2. Literaturüberblick	3
2. Unternehmensbegriff für Zwecke der Unternehmensbewertung	6
2.1. Unternehmensabgrenzung	6
2.2. Literaturüberblick	6
3. Verfahren zur Unternehmensbewertung im Überblick	8
3.1. Verfahrenseinteilung	8
3.2. Literaturüberblick	11
4. Ertragswert	12
4.1. Komponenten des Ertragswerts	12
4.1.1. Ertragswertkomponenten und Basisannahmen	12
4.1.2. Literaturüberblick	15
4.2. Vorbereitungen einer Ertragswertermittlung	16
4.2.1. Vergangenheitsanalyse	16
4.2.2. Lageanalyse	42
4.2.3. Literaturüberblick	43
4.3. Ertragsprognose	46
4.3.1. Ertragsdefinition	46
4.3.2. Ertrag als Kombination aus Geschäftspolitik und Umwelt- entwicklung	47
4.3.3. Mehrwertigkeit künftiger Erträge	49
4.3.4. Zeit-, Zustands- und Wahrscheinlichkeitsabhängigkeit künftiger Erträge	50
4.3.5. Umsatzprognose	52
4.3.6. Umsatzkostenprognose	53
4.3.7. Prognose der umsatzunabhängigen Kosten	53
4.3.8. Einhaltung rechtlicher und faktischer Nebenbedingungen	53
4.3.9. Technische Unterstützung durch Bewertungssoftware	53
4.3.10. Literaturüberblick	55
4.3.11. Notwendige Verarbeitung der Ertragsprognosen in Bewertungs- formeln	59

4.4.	Ertragswert bei Sicherheit	60
4.4.1.	Überblick	60
4.4.2.	Variables Ausschüttungsmodell	61
4.4.3.	Unendliches Rentenmodell	62
4.4.4.	Unendliches Wachstumsmodell	62
4.4.5.	Phasenmodelle	62
4.4.6.	Problem des Fortführungswerts in den Phasenmodellen	65
4.5.	Ertragswert bei Unsicherheit	66
4.5.1.	Überblick über Möglichkeiten der Erfassung der Unsicherheit	66
4.5.2.	Sicherheitsäquivalente nach der <i>Bernoulli</i> -Theorie	66
4.5.3.	Grade der Risikoscheu	69
4.5.4.	Probleme der Aggregationsreihenfolge und des Bezugs für ein Sicherheitsäquivalent	71
4.5.5.	Ertragswertformeln mit Sicherheitsäquivalenten (Risikoabschlagsmethode)	75
4.5.6.	Einwendungen gegen Ertragswertformeln mit Sicherheitsäquivalenten	77
4.5.7.	Ertragswertformeln mit risikoangepaßten Zinsfüßen (Risikozuschlagsmethode)	79
4.6.	Bestimmung des Zinsfußes	82
4.6.1.	Äquivalenzprinzipien	82
4.6.2.	Währungsäquivalenz	82
4.6.3.	Laufzeitäquivalenz und Bestimmung des risikolosen Zinsfußes	82
4.6.4.	Kapitaleinsatzäquivalenz	88
4.6.5.	Geldwertäquivalenz	88
4.6.6.	Risikoäquivalenz	89
4.6.7.	Verfügbarkeitsäquivalenz	100
4.6.8.	Komponentenverbund	102
4.6.9.	Zinsfüße in der Rechtsprechung	104
4.7.	Weiterer Literaturüberblick	108
4.7.1.	Zum Verfahren	108
4.7.2.	Zur Unsicherheitserfassung	110
5.	Discounted-Cash-Flow-Verfahren	111
5.1.	Übersicht	111
5.2.	Adjusted-Present-Value-Verfahren (APV)	113
5.2.1.	Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell	113
5.2.2.	Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem	115
5.2.3.	Einbezug persönlicher Steuern	119
5.2.4.	Hauptproblem des APV-Ansatzes	128
5.2.5.	Endlichkeitskalkül ohne persönliche Steuern	130
5.2.6.	Phasenmodelle	132
5.2.7.	Beispiel im Phasenmodell	132
5.3.	Free-Cash-Flow-Verfahren (FCF)	140
5.3.1.	Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell	140

5.3.2.	Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem	141
5.3.3.	Bedingung für die Ergebnisübereinstimmung	141
5.3.4.	Einbezug persönlicher Steuern	142
5.3.5.	Hauptproblem des FCF-Ansatzes	145
5.3.6.	Endlichkeitskalkül	146
5.3.7.	Beispiel im Phasenmodell vor persönlichen Steuern	146
5.3.8.	Beispiel im Phasenmodell mit persönlichen Steuern	154
5.4.	Total-Cash-Flow-Verfahren (TCF)	166
5.4.1.	Idee und Gleichungen im unendlichen Rentenmodell	166
5.4.2.	Beispiel im Unendlichkeitskalkül mit deutschem Gewinnsteuersystem	166
5.4.3.	Bedingung für die Ergebnisübereinstimmung mit dem APV	167
5.4.4.	Einbezug persönlicher Steuern	167
5.4.5.	Hauptproblem des TCF-Ansatzes	168
5.5.	Flow-to-Equity-Verfahren (FTE)	169
5.5.1.	Ertragswertentsprechung	169
5.5.2.	Beispiel im Rentenmodell ohne persönliche Steuern	169
5.5.3.	Beispiel im Rentenmodell mit persönlichen Steuern	169
5.5.4.	Beispiel im Phasenmodell ohne persönliche Steuern	170
5.5.5.	Beispiel im Phasenmodell mit persönlichen Steuern	171
5.5.6.	Hauptproblem des FTE-Ansatzes	175
5.6.	Modellvergleich und Ergebnisidentität	176
5.7.	Literaturüberblick	177
6.	Liquidationswert	181
7.	Substanzwert	182
8.	Mischverfahren	184
8.1.	Bestimmungsgleichung	184
8.2.	Mittelwertverfahren	184
8.3.	Einfaches Übergewinnverfahren	184
8.4.	Stuttgarter Verfahren	185
8.5.	Residual Income Method (RIM)	186
8.5.1.	Darstellung	186
8.5.2.	Vermeintliche Vorteile	187
8.5.3.	Würdigung	187
9.	Überschlagsrechnungen	190
9.1.	Varianten	190
9.2.	Verwendung tatsächlicher Preise	190
9.2.1.	Tatsächliche Preise für Anteile des zu bewertenden Unternehmens	190
9.2.2.	Tatsächliche Preise für Anteile vergleichbarer Unternehmen	191
9.3.	Verwendung fiktiver Preise	192
9.3.1.	Fiktiver Preis des zu bewertenden Unternehmens als Grundlage	192

9.3.2.	Fiktive Preise vergleichbarer Unternehmen als Grundlage	193
9.3.3.	Analytische Verbindungen von Gewinnmultiplikatoren und Ertragswerten	195
9.3.4.	Empirische Verknüpfung von Multiplikatoren und Börsenkursen	196
9.4.	Würdigung	197
9.5.	Literaturüberblick	198
10.	Häufige Bewertungsfehler	199
Anhang 1:	Ableitung der Ertragswertformel für eine unendliche Rente	203
Anhang 2:	Ableitung der Ertragswertformel für eine geometrisch wachsende Ertragsreihe	204
Anhang 3:	Eigenkapitalkosten nach <i>Modigliani/Miller</i> im Rentenmodell mit einfacher Gewinnsteuer	205
Anhang 4:	Ableitung der Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern des verschuldeten Unternehmens $r_{EK,s}^v$	206
Anhang 5:	Ableitung der Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern des verschuldeten Unternehmens $r_{EK,s,t}^v$	208
	Abkürzungsverzeichnis der Zeitschriften	210
	Literaturverzeichnis	211
	Namensverzeichnis	225
	Stichwortverzeichnis	227

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Bewertungszwecke und Bewertungseigenschaften	2
Tab. 2:	Marktformen	20
Tab. 3:	Typische Zusammenhänge zwischen Marktphase und Unternehmertypus und anderen Größen	21
Tab. 4:	GuV einer großen Kapitalgesellschaft nach § 275 HGB	24
Tab. 5:	Beispielhafte Bereinigung in einer GuV nach Gesamtkostenverfahren	33
Tab. 6:	Bereinigte Bruttoergebnisse und zu kapitalisierende Ergebnisse des Unternehmensbereichs Stahl und Stahlveredelung von Hoesch	36
Tab. 7:	Bereinigte Bruttoergebnisse und zu kapitalisierende Ergebnisse von Krupp Industries	38
Tab. 8:	Mindestgliederungen der Kapitalflußrechnung	40
Tab. 9:	GuV nach Umsatzkostenverfahren und Geschäftspolitikeinfluß	48
Tab. 10:	Softwarepakete zur Unternehmensbewertung im Vergleich	54
Tab. 11:	Eigenschaften von Risikonutzenfunktionen für risikoscheue Bewerter	70
Tab. 12:	Risikonutzenfunktionen und Umkehrfunktionen	71
Tab. 13:	Barwerte für Zustandsbaum nach Abb. 7	74
Tab. 14:	Effektivverzinsungen börsennotierter Bundesanleihen (Angaben in %)	84
Tab. 15:	Barwertanteile bei Zinsverdoppelung	86
Tab. 16:	Maximale und pragmatische Risikozuschläge	91
Tab. 17:	Historische Schätzungen der Marktrisikoprämie	95
Tab. 18:	Steuerwirkungen	101
Tab. 19:	Zinsfußbestimmung	103
Tab. 20:	Zinsfüße in der Rechtsprechung	107
Tab. 21:	Bezüge zwischen Cash Flow-Begriffen	112
Tab. 22:	Bilanz	115
Tab. 23:	GuV mit deutschem Steuersystem	116
Tab. 24:	Direkte Ermittlung des Free Cash Flow	116
Tab. 25:	Indirekte Ermittlung des Free Cash Flow	117
Tab. 26:	APV-Werte im Rentenmodell im Überblick	128
Tab. 27:	Unternehmenswert vor persönlichen Steuern	133
Tab. 28:	Vorläufige Steuervorteile	134
Tab. 29:	Vorläufiger Unternehmenswert nach persönlichen Steuern	135
Tab. 30:	Unternehmenswert (1) nach persönlichen Steuern	138
Tab. 31:	Unternehmenswert (2) nach persönlichen Steuern	139
Tab. 32:	APV-Werte im Phasenmodell im Überblick	139
Tab. 33:	Free Cash Flows und Fremdkapital	147
Tab. 34:	APV-Werte	149
Tab. 35:	Vorläufige FCF-Werte	149
Tab. 36:	Unterschiede	149

Tab. 37: FCF-Werte	153
Tab. 38: FCF nach persönlichen Steuern und Fremdkapital	154
Tab. 39: Fremdkapitalvorteile nach persönlichen Steuern	156
Tab. 40: Vorläufige FCF-Werte nach persönlichen Steuern	158
Tab. 38: FCF nach persönlichen Steuern und Fremdkapital	158
Tab. 41: Barwerte der Steuervorteile nach persönlichen Steuern	160
Tab. 42: FCF-Werte (1) nach persönlichen Steuern	162
Tab. 38: FCF nach persönlichen Steuern und Fremdkapital	162
Tab. 43: Barwerte der Steuervorteile nach persönlichen Steuern	163
Tab. 44: FCF-Werte (2) nach persönlichen Steuern	166
Tab. 45: Ausschüttungen und Barwerte	170
Tab. 34: APV-Werte	170
Tab. 35: Vorläufige FCF-Werte	171
Tab. 46: FTE-Werte	171
Tab. 47: FTE-Werte nach persönlichen Steuern	172
Tab. 48: Vorläufige FTE-Berechnung	172
Tab. 49: Mögliche FTE-Berechnung (1) nach persönlichen Steuern	173
Tab. 50: Mögliche FTE-Berechnung (2) nach persönlichen Steuern	173
Tab. 51: Richtige FTE-Berechnung (1)	174
Tab. 52: Richtige FTE-Berechnung (2)	175
Tab. 53: Richtige FTE-Berechnung (3)	175
Tab. 54: Fiktive Umsatzmultiplikatoren	194

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Bewertungsverfahren	8
Abb. 2: Ertragskomponenten ohne Verbundeffekte	12
Abb. 3: Produkt- oder Marktlebenszyklus	19
Abb. 4: Entscheidungsbaum	51
Abb. 5: Logarithmusfunktion	68
Abb. 6: Aggregationsmöglichkeiten	72
Abb. 7: Zustandsbaum	72
Abb. 8: Ertragsverteilungen für $t = 1$ und $t = 2$	76
Abb. 9: DCF-Varianten	111
Abb. 10: Überschlagsrechnungen	190
Abb. 11: Prämien	193
Abb. 12: Unterschiedliche Werte	194
Abb. 13: Bezugsgrößen für Multiplikatoren	194