

Vorwort.....	5
<i>Jens-Uwe Nölle</i> Grundlagen der Unternehmensbewertung .....	9
<i>Marc Schacht</i> Due Diligence bei Unternehmensbewertungen .....	31
<i>Stefan Lummert/Marcus Schumacher</i> Bilanz- und Kennzahlenanalyse von Unternehmen .....	51
<i>Torsten Blaschke</i> Cash-flow im Jahresabschluss als Basis der Unternehmensbewertung .....	81
<i>Tim Pankoke/Kerstin Petersmeier</i> Der Zinssatz in der Unternehmensbewertung .....	107
<i>Helge Bernd von Ahsen/Bernhard de Witt</i> Analyseschritte zur Ermittlung des Zukunftserfolgs .....	139
<i>Christoph Serf</i> Ertragswertverfahren.....	169
<i>Ulrich Schacht/Matthias Fackler</i> Discounted-Cash-flow-Verfahren .....	205
<i>Michael Mokler</i> Ertragswert- und Discounted-Cash-flow-Verfahren im Vergleich .....	233
<i>Ulrich Schacht/Matthias Fackler</i> Unternehmensbewertung auf Basis von Multiplikatoren .....	255

<i>Raffael Johnen/Ulrich Schacht</i> Bewertung eines Leveraged-Buy-out.....	281
<i>Matthias Fackler/Jens Wimschulte</i> Residualgewinnverfahren zur Unternehmensbewertung und -steuerung .....	313
<i>Karl Ludwig Keiber</i> Dividenden-Bewertungsmodelle .....	335
<i>Michael Adams/Markus Rudolf</i> Unternehmensbewertung auf Basis von Realoptionen .....	359
<i>Christoph Löffler</i> Berücksichtigung von Steuern in der Unternehmensbewertung.....	383
Kurzinformationen zur Beispiel AG .....	411
Literaturverzeichnis .....	421
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis .....	435
Stichwortverzeichnis.....	443
Herausgeber .....	455
Autoren.....	457

# **Grundlagen der Unternehmens- bewertung**

## **Anlässe, Funktionen, Verfahren und Grundsätze**

1	Einleitung.....	11
2	Anlässe .....	12
	2.1 Gesetzliche Vorschriften .....	12
	2.2 Vertragliche Vereinbarungen .....	13
	2.3 Regulatorische Rahmenbedingungen.....	14
	2.4 Sonstige Gründe .....	15
3	Funktionen.....	15
	3.1 Funktionslehre des IDW.....	16
	3.2 Kölner Funktionslehre .....	17
4	Verfahren.....	18
	4.1 Aktuelle IDW-Verlautbarungen.....	19
	4.2 Traditionelle Verfahren .....	20
	4.3 Ertragswertverfahren .....	21
	4.4 Discounted-Cash-flow-Verfahren.....	23
	4.5 Alternative Verfahren.....	24
5	Grundsätze .....	26
	5.1 Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks .....	26
	5.2 Wirtschaftliche Unternehmenseinheit .....	27
	5.3 Stichtagsprinzip .....	27
	5.4 Bewertung des Vermögens.....	27
	5.5 Unbeachtlichkeit des Vorsichtsprinzips .....	28
	5.6 Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze .....	28
6	Zusammenfassung.....	28

# **Due Diligence bei Unternehmensbewertungen**

1	Funktion und Bedeutung der Due Diligence .....	33
2	Informationsquellen .....	34
2.1	Bedeutung der Informationsgewinnung .....	34
2.2	Beschaffung von Informationen .....	36
2.3	Grenzen der Informationsbeschaffung .....	38
3	Untersuchungsgegenstände der Due Diligence .....	40
3.1	Legal Due Diligence .....	41
3.2	Financial Due Diligence .....	42
3.3	Commercial bzw. Market Due Diligence .....	42
3.4	Tax Due Diligence .....	43
3.5	Environmental Due Diligence .....	44
3.6	Human Resources Due Diligence .....	44
3.7	Intellectual Property Due Diligence .....	45
3.8	Sonstige Untersuchungsgegenstände .....	45
4	Due-Diligence-Prozess .....	45
4.1	Vorbereitung der Due Diligence .....	46
4.2	Sichtung, Zusammenstellung und Auswertung .....	48
4.3	Ergebnis: Due-Diligence-Bericht .....	48
5	Zusammenfassung .....	49

**Stefan Lummert/Marcus Schumacher**

# **Bilanz- und Kennzahlenanalyse von Unternehmen**

1	Einführung.....	53
2	Grundlagen der Kennzahlenanalyse.....	54
2.1	Kennzahlen und Kennzahlensysteme.....	54
2.2	Analyseinstrumente .....	55
3	Aufbereitung des Jahresabschlusses .....	56
3.1	Erstellung der Strukturbilanz .....	57
3.2	Ermittlung des „tatsächlichen“ Erfolgs .....	60
3.3	Besonderheiten einzelner Positionen .....	62
4	Vermögens- und Finanzanalyse.....	63
4.1	Vermögenslage (Mittelverwendung) .....	63
4.2	Finanzlage (Mittelherkunft) .....	67
5	Erfolgs- und Rentabilitätsanalyse.....	72
5.1	Analyse der Aufwandsstruktur .....	72
5.2	Ertragsmargen.....	73
5.3	Rentabilitätskennzahlen .....	74
6	Kennzahlensysteme.....	75
7	Grenzen der Analyse .....	76
8	Anwendungsbeispiel.....	77

# Cash-flow im Jahresabschluss als Basis der Unternehmensbewertung

1	Warum Cash-flow statt Ergebnis? .....	83
2	Grundlagen des Cash-flows .....	84
2.1	Cash-flow und Jahresabschluss .....	84
2.2	Cash-flow-Arten .....	85
3	Nachhaltiger Cash-flow .....	91
3.1	Grundsätzliche Überlegungen .....	91
3.2	Modifikationen typischer Positionen .....	92
3.3	Zusätzliche Modifikationen für die ewige Rente .....	93
4	Bewertungsrelevanter Cash-flow .....	96
4.1	Grundsätzliche Überlegungen .....	96
4.2	Netto- und Brutto-Cash-flow .....	97
4.3	Anpassungen bei Ausschüttungsrestriktionen .....	100
4.4	Anpassungen durch Steuern im Cash-flow .....	102
5	Anwendungsbeispiel .....	105

**Tim Pankoke/Kerstin Petersmeier**

# **Der Zinssatz in der Unternehmensbewertung**

1	Einleitung.....	109
2	Ermittlung der Eigenkapitalkosten .....	110
2.1	Klassische Verfahren .....	110
2.2	Capital-Asset-Pricing-Modell .....	111
2.3	Exkurs: Die Arbitrage-Pricing-Theory (APT) .....	129
3	Ermittlung der Fremdkapitalkosten.....	129
4	Ermittlung der Weighted-Average-Cost-of-Capital .....	132
5	Anwendungsbeispiel.....	134

**Helge Bernd von Ahsen/Bernhard de Witt**

# **Analyseschritte zur Ermittlung des Zukunftserfolgs**

1	Einführung.....	141
2	Informationen über die Beispiel AG.....	141
3	Vergangenheitsanalyse.....	143
3.1	Ziele der Analyse.....	143
3.2	Analyse der Vergangenheitswerte .....	144
3.3	Grenzen der Analyse.....	145
4	Analyse des wettbewerblichen Umfelds.....	146
4.1	Analyse des Marktes .....	146
4.2	Analyse der Wettbewerbsposition.....	147
5	Ermittlung des Zukunftserfolgs.....	148
5.1	Prognoseverfahren .....	148
5.2	Planungsrechnung.....	150
5.3	Integration der Detailplanungen.....	160
6	Anwendungsbeispiel.....	161
7	Checkliste.....	166

**Christoph Serf**

# **Ertragswertverfahren**

## **Eine Einführung**

1	Konzeption des Ertragswertverfahrens .....	171
2	Betriebsnotwendiges Vermögen .....	173
2.1	Grundlagen .....	173
2.2	Bereinigung der Vergangenheitswerte .....	174
2.3	Prognose der finanziellen Überschüsse .....	175
2.4	Integration der Detailplanungen .....	177
2.5	Ertragsteuern der Anteilseigner .....	178
3	Gesonderte Vermögensbestandteile .....	181
3.1	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	181
3.2	Steuerliche Sonderwerte .....	183
3.3	Weitere Sonderwerte .....	185
4	Kapitalisierung finanzieller Überschüsse .....	185
4.1	Grundlagen .....	185
4.2	Kapitalisierungszinssatz bei objektivierter Unternehmensbewertung .....	187
4.3	Kapitalisierungszinssatz bei subjektiver Unternehmensbewertung.....	196
5	Anwendungsbeispiel.....	197

**Ulrich Schacht/Matthias Fackler**

# **Discounted-Cash-flow-Verfahren**

## **Eine Einführung**

1	Einordnung und Überblick.....	207
2	Bruttoverfahren.....	209
2.1	Grundlagen der Bruttoverfahren.....	209
2.2	Weighted-Average-Cost-of-Capital-Ansatz .....	209
2.3	Total-Cash-flow-Ansatz .....	223
2.4	Adjusted-Present-Value-Ansatz .....	225
3	Nettoverfahren .....	226
4	Vergleich der Verfahren .....	227
5	Anwendungsbeispiel.....	228

**Michael Mokler**

# **Ertragswert- und Discounted-Cash-flow-Verfahren im Vergleich**

1	Einleitung.....	235
2	Charakterisierung der Verfahren.....	236
2.1	Merkmale des Ertragswertverfahrens.....	236
2.2	Merkmale des DCF-Verfahrens .....	237
3	Vergleich der Verfahren .....	239
3.1	Gemeinsamkeiten der Verfahren.....	239
3.2	Vergleich des Ertragswertverfahrens mit dem DCF-Eigenkapital-Ansatz ...	239
3.3	Vergleich des Ertragswertverfahrens mit dem DCF-WACC-Ansatz .....	240
4	Verfahrensauswahl aus Praktikersicht.....	246
5	Schlussbemerkung.....	247
6	Anwendungsbeispiel.....	248
7	Anhang.....	252

**Ulrich Schacht/Matthias Fackler**

# **Unternehmensbewertung auf Basis von Multiplikatoren**

1	Einordnung und Überblick.....	257
2	Konzeption und Auswahl.....	258
2.1	Wahl des Referenzobjekts.....	258
2.2	Wahl des Basisjahres .....	260
2.3	Eigenkapital- vs. Unternehmenswert .....	261
2.4	Überblick über die Bezugsgrößen .....	263
3	Multiplikatorvarianten.....	264
3.1	Bewertungsmodell/Einflussfaktoren.....	264
3.2	Eigenkapitalmultiplikatoren .....	265
3.3	Unternehmenswertmultiplikatoren .....	269
3.4	Exkurs: weitere Multiplikatoren.....	271
4	Ausgewählte Praxisprobleme der Bereinigung .....	273
5	Anwendungsbeispiel.....	274
5.1	Unternehmensanalyse .....	275
5.2	Auswahl Referenzobjekt.....	275
5.3	Multiplikatorenauswahl .....	276
5.4	Berechnung/Wertermittlung .....	277
5.5	Interpretation .....	278

# **Bewertung eines Leveraged-Buy-out**

## **Eine Einführung**

1	Einordnung und Überblick.....	283
2	Anforderungen, Prozess und Funktionsweise.....	285
3	Bewertung und Strukturierung.....	287
3.1	Bestimmung des Kaufpreises.....	289
3.2	Rechtliche Ausgestaltung.....	292
3.3	Wertschöpfung und Verkauf (Exit).....	293
3.4	Berechnung der Rendite.....	296
4	Finanzierungsquellen.....	297
4.1	Vorrangig besicherte Darlehen: Senior Loans.....	298
4.2	Nachrangige Darlehen: Mezzanine-Kapital.....	299
4.3	Hochzinsanleihen.....	300
4.4	Verkäuferdarlehen und Earn-Out-Modell.....	300
4.5	Eigenkapital.....	300
4.6	Exkurs: Stapled Financing.....	301
5	Anwendungsbeispiel.....	302
5.1	Unternehmen.....	302
5.2	Bewertung.....	302

**Matthias Fackler/Jens Wimschulte**

# **Residualgewinnverfahren zur Unternehmensbewertung und -steuerung**

## **Am Beispiel des Economic-Value-Added**

1	Einleitung.....	315
2	Konzept des Economic-Value-Added .....	316
3	Berechnung der Komponenten .....	317
3.1	Berechnung der Gewinngröße.....	317
3.2	Berechnung der Vermögensgröße .....	318
3.3	Berechnung des Kapitalkostensatzes.....	319
4	Anpassungen der Größen des Rechnungswesens.....	323
4.1	Notwendigkeit der Anpassungen .....	323
4.2	Kategorisierung der Anpassungen.....	324
4.3	Wesentliche Anpassungen.....	325
5	Steuerung von Unternehmen .....	328
6	Bewertung von Unternehmen .....	332
7	Fazit .....	334

**Karl Ludwig Keiber**

# **Dividenden-Bewertungsmodelle**

## **Eigenkapitalbewertung**

1	Einleitung.....	337
1.1	Finanzwirtschaftliches Bewertungsprinzip.....	337
1.2	Dividende .....	339
1.3	Implizite Annahmen .....	340
2	Allgemeines Dividenden-Bewertungsmodell.....	341
3	Dividenden-Bewertungsmodell ohne Dividendenwachstum .....	343
4	Dividenden-Bewertungsmodell mit konstantem Dividendenwachstum.....	345
4.1	Ursprung des Wachstums und Wert des Eigenkapitals .....	345
4.2	Dividenden-Bewertungsmodell .....	347
4.3	Grenzen.....	350
5	Mehrstufiges Dividenden-Bewertungsmodell.....	352
6	Anwendungsbeispiel.....	356

**Michael Adams/Markus Rudolf**

# **Unternehmensbewertung auf Basis von Realloptionen**

**Der Wert unternehmerischer Flexibilität**

1	Wozu Realloptionen?.....	361
2	Was sind Optionen?.....	362
2.1	Optionen als Wertpapiere (Optionsscheine).....	362
2.2	Realloptionen .....	365
2.3	Übersicht verschiedener Realloptionstypen.....	366
3	Verfahren zur Bewertung von Realloptionen.....	368
3.1	Binomialbäume in der Realloptionsbewertung .....	368
3.2	Bewertung von Flexibilität .....	370
4	Anwendungsbeispiel.....	375
4.1	Vorgehen bei der Bewertung.....	376
4.2	Durchführen der Bewertung.....	377
4.3	Kritische Anmerkungen.....	381

# **Berücksichtigung von Steuern in der Unternehmensbewertung**

1	Einführung.....	385
2	Bewertungsrelevanz von Ertragsteuern.....	386
2.1	Objektivierte versus subjektive Unternehmenswertermittlung .....	386
2.2	Einfluss von Ertragsteuern auf die Zahlungsströme .....	387
2.3	Einfluss von Ertragsteuern auf den Kapitalisierungszinssatz .....	395
3	Sonderaspekte .....	399
3.1	Integrativer Ansatz versus Anhängerverfahren.....	399
3.2	Zinsschranke .....	399
3.3	Ertragsteuerliche Verlustvorträge .....	400
3.4	Körperschaftsteuererminderungen/-erhöhungen .....	402
3.5	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	404
4	Grenzpreiskonzept und Steuergestaltung.....	404
4.1	Grenzpreisermittlung.....	404
4.2	Gestaltung der Transaktionsform.....	405
5	Schlussbemerkung.....	408