

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| Vorwort zur dritten Auflage | V |
| Vorwort zur ersten Auflage | VI |
| Prolog | 1 |
| 1 Die Relevanz von Branchenanalysen für die Unternehmensbewertung <i>von Markus Habel, Jan Krause und Michael Ollmann</i> | 9 |
| 1.1 Einleitung | 9 |
| 1.1.1 Anlässe für Bewertung von Unternehmen | 9 |
| 1.1.2 Was verstehen wir unter einer Branche? | 10 |
| 1.1.3 Die Bedeutung der Branche für die Unternehmensbewertung | 10 |
| 1.1.3.1 Bedeutung der Branche für die Unternehmensplanung | 11 |
| 1.1.3.2 Bedeutung der Branche für die Bewertungstechnik | 11 |
| 1.1.4 Wie sind die folgenden Seiten aufgebaut? | 12 |
| 1.2 Branchenanalysen als Bestandteil der Unternehmensbewertung | 12 |
| 1.2.1 Analyse des Marktumfelds | 12 |
| 1.2.1.1 Innovation | 12 |
| 1.2.1.2 Regulierung | 13 |
| 1.2.1.3 Demographische Entwicklung | 13 |
| 1.2.2 Branchenanalyse mit Zielsetzung Unternehmensbewertung | 14 |
| 1.2.2.1 Branchenstruktur | 14 |
| 1.2.2.2 Branchenverhalten | 15 |
| 1.2.2.3 Branchenperformance | 16 |
| 1.2.3 Übertragung der Ergebnisse der Branchenanalyse | 17 |
| 1.2.3.1 Bestimmung der branchenspezifischen Werttreiber | 17 |
| 1.2.3.2 Auswahl der Unternehmens-Peers | 18 |
| 1.2.4 Grenzen der Branchenanalyse | 18 |
| 1.3 Ausblick: Mehrwert einer branchenübergreifenden Betrachtung | 18 |
| 2 Bewertung von Zulieferunternehmen <i>von Matthias Pohl und Bjoern Thielen</i> | 21 |
| 2.1 Beschreibung der Branchenmerkmale | 21 |
| 2.1.1 Aktuelle Automobilkrise | 21 |
| 2.1.2 Struktur der Automobilindustrie | 22 |
| 2.1.3 Fahrzeugmodelle, -segmente | 24 |
| 2.1.4 Geschäftsbeziehungen innerhalb der Zulieferpyramide | 25 |
| 2.1.5 Anforderungen an die Zulieferunternehmen | 26 |
| 2.2 Unternehmensbezogene Analysen, Unternehmensplanung und -bewertung | 26 |
| 2.2.1 Beurteilung der Ausgangssituation | 27 |
| 2.2.2 Umsatzplausibilisierung anhand einer Analyse des Auftrags- und Projektbuches | 28 |
| 2.2.2.1 Ausgangsbasis | 28 |
| 2.2.2.2 Auftragsbuch | 28 |
| 2.2.2.3 Projektbuch | 29 |
| 2.2.2.4 Umsatzchancen und -risiken | 30 |
| 2.2.2.5 Ergebnisentwicklung | 31 |
| 2.2.2.6 Fazit | 32 |

| | | |
|-----------|--|-----|
| 4.2.3.6 | Vergleichs- oder Multiplikatorenverfahren | 75 |
| 4.2.3.6.1 | Branchenrichtpreis – wie viel zahlt man für eine Brauerei? | 76 |
| 4.2.3.6.2 | EV/EBITDA-Multiplikator – Interbrew zahlt 20faches EBITDA für Becks | 76 |
| 4.3 | Fallbeispiel: Bewertung einer mittelständischen Brauerei | 77 |
| 4.3.1 | Allgemeine Informationen und Basisdaten | 77 |
| 4.3.2 | Vergangenheitsanalyse – Istzahlen | 78 |
| 4.3.3 | Prognoserechnung – Planzahlen | 80 |
| 4.3.4 | Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes | 81 |
| 4.3.5 | Berechnung des Ertragswerts | 81 |
| 4.3.6 | Ermittlung des Verkehrswerts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens | 82 |
| 4.3.7 | Ermittlung des Wertes der Brauerei und des 20%-Anteils | 82 |
| 4.3.8 | Bewertung im Falle einer Liquidation | 83 |
| 4.4 | Schlussbetrachtung | 85 |
| 4.5 | Literatur | 86 |
| 5 | Bewertung von Medienunternehmen | |
| | <i>Von Karl Ulrich und Petra Glinski</i> | 87 |
| 5.1 | Bewegung in der Medienlandschaft – Stagflation bei den Bewertungsmethoden!? ... | 88 |
| 5.2 | Besonderheiten der Unternehmensbewertung in der Medienbranche | 91 |
| 5.2.1 | Eine kleine Systematik traditioneller und spezieller Bewertungsansätze | 91 |
| 5.2.2 | Besonderheiten bei der Bewertung von Medienunternehmen | 93 |
| 5.2.3 | Zur Bewertung von Intellectual Property | 94 |
| 5.3 | Beispiel: Die Bewertung einer marktführenden Formatbibliothek | 95 |
| 5.3.1 | Die Ausgangssituation | 95 |
| 5.3.2 | Die Herausforderung | 95 |
| 5.3.3 | Die pragmatische Lösung | 96 |
| 5.4 | Beispiel: Die Bewertung crossmedial entwickelter Formate | 98 |
| 5.4.1 | Die Ausgangssituation | 98 |
| 5.4.2 | Verwertungsmöglichkeiten, Formate und Geschäftsmodelle | 99 |
| 5.4.3 | Crossmediale Synergien | 99 |
| 5.4.4 | Fallbeispiel: Crossmediales TV-Format „Und morgen sind sie wieder unsere Nachbarn“ – Innenansichten aus der JVA Oldenburg | 100 |
| 5.4.5 | Themenentwicklung und -verwertung verlangt Bewertungsmaßstäbe | 101 |
| 5.5 | Kritische Entscheidungen in der Entwicklung und Einführung neuer Formate wirkungsvoll unterstützen | 102 |
| 6 | Bewertung immaterieller Vermögenswerte in der Medienbranche | |
| | <i>Von Vera-Carina Elter</i> | 105 |
| 6.1 | Medienbranche allgemein | 105 |
| 6.1.1 | Einleitung | 105 |
| 6.1.2 | Abgrenzung der Medienunternehmen | 106 |
| 6.2 | Medienbranche im Wandel | 108 |
| 6.2.1 | Aktuelle Entwicklungen | 108 |
| 6.2.2 | Strategien von Medienunternehmen | 110 |
| 6.2.3 | Die Europäische Informationsgesellschaft | 112 |
| 6.3 | Finanzierung in der Medienbranche | 113 |
| 6.4 | Preistrends und Multiplikatoren in der Medienbranche | 116 |
| 6.5 | Immaterielle Vermögenswerte in der Medienbranche | 121 |
| 6.5.1 | Beschreibung ausgewählter immaterieller Vermögenswerte | 121 |
| 6.5.1.1 | Verlags-, Titel- und Belieferungsrechte | 121 |
| 6.5.1.2 | Programmvermögen im Allgemeinen | 122 |
| 6.5.2 | Erworbene Immaterielle Vermögenswerte im Rahmen eines Unternehmens- zusammenschlusses | 122 |

| | | |
|-----------|--|-----|
| 6.6 | Immaterielle Vermögenswerte als Werttreiber bei Transaktionen | 123 |
| 6.6.1 | Die Abbildung von immateriellen Vermögenswerten im Allgemeinen | 123 |
| 6.6.2 | Die Abbildung von immateriellen Vermögenswerten in der Medienbranche | 125 |
| 6.7 | Ausgewählte Planungs- und Bewertungsthemenstellungen in der Medienbranche | 128 |
| 6.7.1 | Planungsthemenstellungen | 128 |
| 6.7.2 | Ansatz von immateriellen Vermögenswerten im Rahmen von Unternehmens- zusammenschlüssen | 130 |
| 6.7.3 | Impairment Test nach IAS 36 | 132 |
| 6.8 | Literatur | 136 |
| 7 | Bewertung von Versicherungsunternehmen | |
| | <i>von Alfred Graßl und Martin Beck</i> | 139 |
| 7.1 | Einleitung | 140 |
| 7.2 | Bewertungsrelevante Grundlagen der Versicherungswirtschaft | 141 |
| 7.2.1 | Differenzierung von Versicherungsunternehmen nach Sparten | 141 |
| 7.2.2 | Differenzierung von Versicherungsunternehmen nach Rechtsformen | 142 |
| 7.2.3 | Methoden zur Bewertung von Versicherungsunternehmen | 143 |
| 7.3 | Erläuterung bewertungsrelevanter versicherungstechnischer Besonderheiten im Jahresabschluss | 144 |
| 7.3.1 | Bilanz | 144 |
| 7.3.1.1 | Aktiva | 145 |
| 7.3.1.1.1 | Kapitalanlagen | 145 |
| 7.3.1.1.2 | Forderungen aus dem selbstabgeschlossenen Versicherungsgeschäft (Forderungen s.a.G.) | 145 |
| 7.3.1.1.3 | Sonstige Aktiva | 145 |
| 7.3.1.2 | Passiva | 145 |
| 7.3.1.2.1 | Versicherungstechnische Rückstellungen | 145 |
| 7.3.1.2.2 | Beitragsüberträge | 145 |
| 7.3.1.2.3 | Schadenrückstellung (Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle) | 146 |
| 7.3.1.2.4 | Schwankungsrückstellung und ähnliche Rückstellungen | 146 |
| 7.3.1.2.5 | Sonstige versicherungstechnische Rückstellungen | 146 |
| 7.3.1.2.6 | Andere Rückstellungen | 147 |
| 7.3.1.2.7 | Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft (Verbindlichkeiten s.a.G.) | 147 |
| 7.3.1.2.8 | Sonstige Passiva | 147 |
| 7.3.2 | Aufbau der Gewinn- und Verlustrechnung | 147 |
| 7.3.2.1 | Verdiente Beiträge brutto | 147 |
| 7.3.2.2 | Aufwendungen für Versicherungsfälle brutto | 148 |
| 7.3.2.3 | Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb brutto | 148 |
| 7.3.2.4 | Übriges versicherungstechnisches Ergebnis | 148 |
| 7.3.2.5 | Rückversicherungsergebnis | 148 |
| 7.3.2.6 | Kapitalanlageergebnis | 148 |
| 7.3.2.7 | Übriges Ergebnis | 148 |
| 7.3.3 | Solvabilität | 148 |
| 7.4 | Ermittlung des Unternehmenswerts | 149 |
| 7.4.1 | Kapitalisierungszinssatz | 150 |
| 7.4.1.1 | Risikozuschlag | 151 |
| 7.4.1.2 | Wachstumsabschlag | 151 |
| 7.4.2 | Vergangenheitsanalyse | 152 |
| 7.4.2.1 | Kostensatz | 153 |
| 7.4.2.2 | Geschäftsjahresschadenquote | 153 |
| 7.4.2.3 | Combined Ratio | 153 |

| | | |
|----------|--|-----|
| 7.4.2.4 | Abwicklungsquote | 154 |
| 7.4.2.5 | Nicht versicherungstechnisches Ergebnis | 154 |
| 7.4.3 | Prognoserechnungen | 154 |
| 7.4.3.1 | Beiträge | 155 |
| 7.4.3.2 | Kostenteilung | 155 |
| 7.4.3.3 | Aufwendungen für Versicherungsfälle | 157 |
| 7.4.3.4 | Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb | 157 |
| 7.4.3.5 | Rückversicherungsergebnis | 157 |
| 7.4.3.6 | Kapitalanlageergebnis | 157 |
| 7.4.3.7 | Übriges Ergebnis | 159 |
| 7.4.4 | Gutachterliche Bewertungskorrekturen in der Prognoserechnung | 159 |
| 7.4.5 | Branchenspezifische Aspekte | 159 |
| 7.4.5.1 | Nicht betriebsnotwendiges Vermögen | 159 |
| 7.4.5.2 | Behandlung stiller Reserven | 160 |
| 7.4.6 | Modularer Aufbau der Ertragswertermittlung eines Schaden-/Unfall-Versicherungsunternehmens | 160 |
| 7.5 | Schlussbemerkung und Zusammenfassung | 160 |
| 7.6 | Literatur | 161 |
| 8 | Bewertung von Leasingunternehmen | |
| | <i>von Konrad Fritz Göller und Erik Schlumberger</i> | 165 |
| 8.1 | Der Leasing-Begriff und der deutsche Leasing-Markt | 165 |
| 8.2 | Wettbewerbsvorteile des Leasings gegenüber anderen Finanzierungsformen | 167 |
| 8.3 | Werttreiber im Leasinggeschäft | 169 |
| 8.4 | Ermittlung von Plandaten bei Leasingunternehmen | 173 |
| 8.4.1 | Planung bilanzieller Größen versus direkte Planung von Ein- und Auszahlungen | 173 |
| 8.4.2 | Detailplanungsphase | 177 |
| 8.4.3 | Grobplanungsphase und nachhaltiges Jahr | 180 |
| 8.5 | Bewertungsmethoden | 180 |
| 8.5.1 | Grundgedanke der Substanzwertrechnung | 180 |
| 8.5.2 | Inhalt der Substanzwertrechnung | 181 |
| 8.6 | Bewertungsbeispiel | 185 |
| 8.6.1 | Beschreibung des Bewertungsobjektes | 185 |
| 8.6.2 | Planungsrechnung | 185 |
| 8.6.2.1 | Alt-Vertragsbestand | 185 |
| 8.6.2.2 | Neuvertragsvolumen | 187 |
| 8.6.3 | Bewertung nach der DCF-Equity-Methode | 192 |
| 8.6.4 | Bewertung nach der Substanzwertmethode | 193 |
| 8.6.5 | Resumée | 195 |
| 8.7 | Literatur | 196 |
| 9 | Bewertung von Private Equity-Gesellschaften | |
| | <i>Von Werner Gleißner</i> | 199 |
| 9.1 | Einleitung: Gesamt- und Einzelbewertungsmodelle für einen unvollkommenen Kapitalmarkt | 199 |
| 9.2 | Strategieabhängige Renditeprognose für Kapitalbeteiligungsgesellschaften | 201 |
| 9.2.1 | Überblick | 201 |
| 9.2.2 | Bewertungsmodelle der Beteiligungen | 202 |
| 9.2.3 | Rendite einer repräsentativen Beteiligung | 204 |
| 9.2.4 | Prognose der Portfoliorendite | 206 |
| 9.2.5 | Gesamtkapitalrendite der Kapitalbeteiligungsgesellschaft | 206 |
| 9.2.6 | Eigenkapitalrendite der Kapitalbeteiligungsgesellschaft | 206 |
| 9.2.7 | Strategievarianten im Werttreibervergleich | 208 |

| | | |
|-----------|--|-----|
| 9.3 | Grundlagen der Unternehmensbewertung bei unvollkommenen Kapitalmärkten . . . | 209 |
| 9.3.1 | Bewertung bei vollkommenem Kapitalmarkt und das Capital-Asset-Pricing-Modell | 209 |
| 9.3.2 | Kritik an der Theorie vollkommener Kapitalmärkte und am CAPM | 210 |
| 9.3.3 | Bewertung bei unvollkommenen Märkten: Eigenkapitalbedarf als Risikomaß aus einer „Risikoanalyse“ | 211 |
| 9.3.4 | Bewertung mit der Sicherheitsäquivalentmethode | 215 |
| 9.4 | Bewertung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft: Gesamtbewertungsverfahren | 216 |
| 9.5 | Bewertung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft: Einzelbewertungsverfahren | 217 |
| 9.6 | Fallbeispiel der Value and Cash AG | 221 |
| 9.7 | Zusammenfassung | 225 |
| 9.8 | Literatur | 226 |
| 10 | Bewertung von Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungskanzleien | |
| | <i>Von Matthias Popp</i> | 229 |
| 10.1 | Einführung | 229 |
| 10.2 | Abgrenzung des Bewertungsgegenstands | 231 |
| 10.2.1 | Operationalisierung einer Kanzlei | 231 |
| 10.2.2 | Lebenszyklen und Erscheinungsformen freiberuflicher Unternehmen | 234 |
| 10.2.3 | Kanzleidimensionale Bewertung | 234 |
| 10.3 | Traditionelle Wertmaßstäbe | 235 |
| 10.4 | Konzepte einer kanzleidimensionalen Unternehmensbewertung | 237 |
| 10.4.1 | Übertragung einer Organisationseinheit | 237 |
| 10.4.2 | Teilhabe an einer (fortbestehenden) Kanzlei | 239 |
| 10.5 | Aspekte der anlassbezogenen Ertragsbewertung | 241 |
| 10.5.1 | Bewertung der zukünftigen Ertragskraft | 241 |
| 10.5.2 | Bewertungsobjekt | 242 |
| 10.5.3 | Verfügungsbeschränkungen | 244 |
| 10.5.4 | Unternehmerrisiko | 246 |
| 10.5.5 | Bemessung des Ergebniszeitraums | 246 |
| 10.5.6 | Kapazitätsauslastung | 247 |
| 10.5.7 | Verwässerungseffekt | 248 |
| 10.5.8 | Veräußerungsgewinnbesteuerung | 248 |
| 10.6 | Primat der Kaufpreisanpassung über die Wertermittlung | 250 |
| 10.7 | Literatur | 250 |
| 11 | Die Bewertung von Software-Unternehmen | |
| | <i>Von Marcus O. Klosterberg</i> | 255 |
| 11.1 | Die Branche der Softwarehersteller aus Investorensicht | 255 |
| 11.1.1 | Größe, Wachstum und Struktur | 256 |
| 11.1.2 | Branchenbesonderheiten | 258 |
| 11.1.3 | Unternehmenscharakteristika | 262 |
| 11.2 | Unternehmensbewertung in der Softwarebranche | 264 |
| 11.2.1 | Anlässe, Motivation und Ziele der Bewertung | 264 |
| 11.2.2 | Verfahren zur Bewertung von Software-Unternehmen | 264 |
| 11.2.2.1 | Faktoren | 265 |
| 11.2.2.2 | Substanz- und periodenerfolgsorientierte Verfahren | 266 |
| 11.2.2.3 | Zahlungsstromorientierte Verfahren | 268 |
| 11.2.2.4 | Vergleichsverfahren | 269 |
| 11.2.2.5 | Realloptionsverfahren | 271 |
| 11.3 | Zusammenfassung | 272 |
| 11.4 | Literatur | 273 |

12 Bewertung von Telekommunikationsunternehmen

| | |
|---|-----|
| <i>Von Sonia Rabussier</i> | 275 |
| 12.1 Einführung | 275 |
| 12.2 Der Markt für Telekommunikationsdienste | 275 |
| 12.2.1 Bedeutung der Telekommunikationsdienste in der Volkswirtschaft | 275 |
| 12.2.2 Liberalisierung der Telekombranche | 277 |
| 12.2.3 Wettbewerbssituation in der Telekombranche | 278 |
| 12.2.3.1 Wettbewerb im Festnetzbereich | 279 |
| 12.2.3.2 Wettbewerb im Breitband-Bereich | 281 |
| 12.2.3.3 Wettbewerb im Mobilfunkbereich | 283 |
| 12.3 Bewertung in der Telekommunikationsbranche | 285 |
| 12.3.1 Bewertung der TK-Unternehmen: ein alltäglicher Prozess | 285 |
| 12.3.2 Bewertung der TK-Unternehmen: Hauptverfahren | 286 |
| 12.3.2.1 Discounted Free Cash Flow – Bewertung (Entity-Verfahren) | 286 |
| 12.3.2.2 Sum-of-the-Parts-Bewertung | 289 |
| 12.3.2.3 Relative Bewertung mittels der Multiplikatoren | 290 |

13 Bewertung von Biotech-Unternehmen

| | |
|--|-----|
| <i>Von Kerstin M. Bode-Greuel und Joachim M. Greuel</i> | 293 |
| 13.1 Einleitung | 293 |
| 13.2 Evaluation von frühen F&E-Projekten: Erfassung von Risiken und Wert von Flexibilität | 294 |
| 13.2.1 Projekt-Zielfprofile | 295 |
| 13.2.2 Der Net Present Value (NPV)-Algorithmus als Instrument zur Evaluation von... Investitionen: Theoretischer Hintergrund | 295 |
| 13.2.3 Anwendung eines erweiterten NPV-Konzepts, das die Risiken und Entscheidungsoptionen pharmazeutischer F&E-Aktivitäten reflektiert | 297 |
| 13.2.4 Erarbeitung verlässlicher Annahmen | 299 |
| 13.2.4.1 Umsatzprognosen | 299 |
| 13.2.4.2 Wahrscheinlichkeitsverteilungen | 300 |
| 13.2.4.3 Kostenschätzungen | 300 |
| 13.2.5 Erweiterter NPV: Interpretation der Ergebnisse | 301 |
| 13.3 Bewertung von Technologieplattformen | 302 |
| 13.4 Evaluation von Lizenzverträgen | 304 |
| 13.5 Optionspreismodelle | 304 |
| 13.6 Schlussfolgerungen und Aussichten | 305 |
| 13.7 Literatur | 306 |

14 Bewertung von Pharmaunternehmen

| | |
|--|-----|
| <i>Von Heike Merk und Wolfgang Merk</i> | 309 |
| 14.1 Überblick über den pharmazeutischen Sektor | 310 |
| 14.1.1 Der Weltpharmamarkt | 310 |
| 14.1.2 Der deutsche Pharmamarkt | 312 |
| 14.2 Besonderheiten bei der Bewertung von Pharmaunternehmen | 315 |
| 14.2.1 Die Einbindung von Pharmaunternehmen in den Gesundheitsmarkt | 315 |
| 14.2.1.1 Allgemeine Besonderheiten des Gesundheitsmarktes | 315 |
| 14.2.1.2 Wichtige Steuerungsinstrumente in der Arzneimittelversorgung | 316 |
| 14.2.1.3 Die demographische Entwicklung und der medizinische Fortschritt als originäre Nachfragedeterminanten der Arzneimittelnachfrage | 317 |
| 14.2.2 Markttransparenz durch Verfügbarkeit von Marktzahlen über Marktforschungsunternehmen | 319 |
| 14.2.3 Abhängigkeit von Pharmaunternehmen von bestehenden und zukünftigen Produkten | 319 |

| | | |
|-----------|---|-----|
| 14.2.4 | Geschäfts-Segmentierung als Mittel für mehr Bewertungs-Transparenz | 320 |
| 14.2.4.1 | Regionale Aufteilung | 320 |
| 14.2.4.2 | Aufteilung des Produkt-Portfolios | 320 |
| 14.2.4.3 | Lohnfertigungsanteil | 321 |
| 14.2.4.4 | Verteilung der Funktionskosten | 321 |
| 14.2.5 | Besonderheiten bei der Bewertung von Originatoren | 321 |
| 14.2.5.1 | Bewertung von F&E als Kernkompetenz von Originatoren | 321 |
| 14.2.5.2 | Produktlebenszyklus bei Originatoren | 324 |
| 14.2.5.3 | Hohes Risiko der Produkthaftung | 324 |
| 14.2.6 | Besonderheiten bei der Bewertung von Generikaunternehmen | 325 |
| 14.2.6.1 | Bewertung der Entwicklungsstrategie und -fähigkeit als Kernkompetenz von Generikaunternehmen | 325 |
| 14.2.6.2 | Produktlebenszyklus eines generischen Produktes | 326 |
| 14.2.6.3 | Außendienst-Stärke und Key-Account Management als Werttreiber in der Generikaindustrie | 326 |
| 14.2.6.4 | Tiefe der vertikalen Integration eines Generikaunternehmens als Werttreiber | 327 |
| 14.3 | Unternehmensplanung in der Pharmabranche am Beispiel von Generikaunternehmen | 327 |
| 14.3.1 | Das Produktportfolio als Determinante der Umsatz- und Margen-Entwicklung in der Pharmaindustrie | 328 |
| 14.3.1.1 | Absatzmengen- und Verkaufspreisplanung von bestehenden Produkten | 328 |
| 14.3.1.2 | Absatzmengen- und Verkaufspreisplanung von zukünftigen Produkten | 328 |
| 14.3.1.3 | Planung der Gross Marge | 329 |
| 14.3.2 | Planung der Funktionskosten | 329 |
| 14.3.3 | Planung der Cash-Flow relevanten Bilanzpositionen | 330 |
| 14.4 | Bewertungsverfahren | 330 |
| 14.4.1 | Umsatz- und Ebit-Multiples in der Pharmaindustrie | 330 |
| 14.4.2 | DCF-Verfahren | 331 |
| 14.4.3 | Value Added-Verfahren | 332 |
| 14.5 | Schlusswort | 333 |
| 14.6 | Literatur | 333 |
| 15 | Unternehmensbewertung von Krankenhäusern | |
| | <i>Von Georg A. Teichmann</i> | 335 |
| 15.1 | Einleitung | 335 |
| 15.1.1 | Ausgangssituation | 335 |
| 15.1.2 | Problemstellung | 336 |
| 15.2 | Rahmenbedingungen im Umbruch | 337 |
| 15.2.1 | Krankenhausmarkt im Umbruch | 337 |
| 15.2.2 | DRG-Einführung – Regulatorische Änderungen | 338 |
| 15.2.3 | Finanzierung – Rechnungslegung – Besteuerung | 340 |
| 15.3 | Wesentliche Erfolgsfaktoren im Krankenhaus | 342 |
| 15.4 | Besondere Aspekte bei der Bewertung von Krankenhäusern | 343 |
| 15.4.1 | Vorbemerkung | 343 |
| 15.4.2 | Erlösplanung | 343 |
| 15.4.2.1 | Externe Faktoren | 343 |
| 15.4.2.2 | Interne Faktoren | 344 |
| 15.4.3 | Planung der Aufwendungen | 344 |
| 15.4.3.1 | Vorbemerkung | 344 |
| 15.4.3.2 | Personalaufwand | 344 |
| 15.4.3.3 | Sachkostenaufwand | 346 |
| 15.4.3.4 | Ableitung der Free Cashflows | 346 |
| 15.4.4 | Diskontierungsfaktor | 347 |
| 15.4.5 | Vergleichende Marktbewertung | 348 |



| | |
|---|-----|
| 15.5 Zusammenfassung | 349 |
| 15.6 Literaturverzeichnis | 349 |
| 16 Bewertung von Arztpraxen, Zahnpraxen und Medizinischen Versorgungszentren | |
| <i>Von Wolfgang Merk</i> | 353 |
| 16.1 Überblick über den ambulanten Versorgungssektor | 353 |
| 16.1.1 Allgemeiner Überblick | 353 |
| 16.1.2 Arztpraxen | 354 |
| 16.1.3 Zahnarztpraxen | 356 |
| 16.1.4 Medizinische Versorgungszentren | 357 |
| 16.2 Besonderheiten bei der Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen | 358 |
| 16.2.1 Betriebswirtschaftliche Spezifika | 358 |
| 16.2.2 Starke Heterogenität der Bewertungsobjekte | 359 |
| 16.2.3 Hohe Relevanz des konkreten Bewertungsanlasses | 361 |
| 16.3 Bewertungsmethoden | 362 |
| 16.3.1 Faustformeln | 363 |
| 16.3.2 Bundesärztekammermethode | 363 |
| 16.3.2.1 Richtlinie der Bundesärztekammer aus dem Jahre 1987 | 363 |
| 16.3.2.2 Empfehlungen der Bundesärztekammer aus dem Jahre 2008 | 365 |
| 16.3.3 Die Indexierte Basis-Teilwert-Methode | 367 |
| 16.3.4 Die Ertragswertmethode | 371 |
| 16.3.5 Die Discounted Cash-Flow-Verfahren | 373 |
| 16.4 Der Markt für Arzt- und Zahnarztpraxen | 373 |
| 16.5 Literatur | 379 |
| 17 Bewertung von Fußballunternehmen | |
| <i>Von Vera-Carina Elter</i> | 381 |
| 17.1 Vorbemerkung | 382 |
| 17.2 Die objektivierte Ermittlung von Marktwerten für Spielervermögen | 382 |
| 17.2.1 Allgemein | 382 |
| 17.2.2 Das Recht auf Transferentschädigung | 383 |
| 17.2.2.1 Das – abtretbare – geldwerte Recht am Spieler | 383 |
| 17.2.2.2 Das föderative Recht am Spieler | 383 |
| 17.2.2.3 Das Bosman-Urteil | 383 |
| 17.2.2.4 Das Webster-Urteil | 384 |
| 17.2.3 Die Bilanzierung des Spielervermögens | 384 |
| 17.2.3.1 Die bilanzielle Bedeutung des Spielervermögens | 384 |
| 17.2.3.2 Die Bilanzierung nach HGB | 385 |
| 17.2.3.3 Die Bilanzierung nach International Financial Reporting Standards | 386 |
| 17.2.3.4 Unterschiede zwischen Buch- und Marktwerten | 387 |
| 17.2.3.5 Unterschiede zwischen Wert und Preis | 387 |
| 17.2.4 Bewertungsanlässe beim Spielervermögen | 388 |
| 17.2.5 Bewertungsmethoden für Spielervermögen | 390 |
| 17.2.5.1 Der kapitalwertorientierte Ansatz | 390 |
| 17.2.5.2 Der kostenorientierte Ansatz | 390 |
| 17.2.5.3 Der marktpreisorientierte Ansatz | 390 |
| 17.2.6 Ausblick | 392 |
| 17.3 Markenbewertung bei Fußballunternehmen | 392 |
| 17.3.1 Bedeutung der Marke | 392 |
| 17.3.2 Ökonomische Messung der Marke | 392 |
| 17.3.3 Marke versus Trademark | 393 |
| 17.3.4 Bilanzierung von Marken | 394 |
| 17.3.5 Bewertungsanlässe | 394 |
| 17.3.6 Allgemein anerkannte Verfahren zur Markenbewertung | 396 |



| | |
|--|-----|
| 17.3.7 Abgrenzung zu Medienanalysen | 398 |
| 17.3.8 Markenbewertung von FutureBrand | 399 |
| 17.4 Literatur | 400 |
| 18 Bewertung von Energieversorgungsunternehmen | |
| <i>Von Sven Beyer und Günther Keller</i> | 401 |
| 18.1 Einführung | 401 |
| 18.2 Bewertungsverfahren und Bewertungsanlässe in der Energieversorgerbranche | 406 |
| 18.2.1 Bewertungsobjekte und -verfahren | 406 |
| 18.2.2 Gesellschaftsrechtliche und vertragliche Bewertungsanlässe | 411 |
| 18.2.3 Rechnungslegungsbezogene Bewertungen | 412 |
| 18.3 Gesamtbewertung von Energieversorgungsunternehmen | 414 |
| 18.4 Bewertung von Netzen | 419 |
| 18.4.1 Strom- und Gasnetze als Bewertungsobjekte | 419 |
| 18.4.2 Grundstruktur eines DCF-Kalküls für eine Netzbewertung | 421 |
| 18.4.3 Ableitung der Cash Flows eines Netzbetreibers | 424 |
| 18.4.4 Bewertung auf Basis des Sachzeitwertverfahrens | 429 |
| 18.5 Bewertung von Kraftwerken | 431 |
| 18.5.1 Kraftwerke als Bewertungsobjekte | 431 |
| 18.5.2 Grundstruktur eines DCF-Kalküls für eine Kraftwerksbewertung | 434 |
| 18.5.3 Ableitung der Cash Flows eines Kraftwerks | 435 |
| 18.6 Zusammenfassung und Ausblick | 442 |
| 18.7 Literatur | 443 |
| 19 Bewertung von Logistikdienstleistern | |
| <i>Von Michael Salcher, Susanne Kuhn, Dominik Eckstein</i> | 447 |
| 19.1 Einleitung | 448 |
| 19.2 Abgrenzung von Logistikdienstleistungsunternehmen | 448 |
| 19.2.1 Logistik | 448 |
| 19.2.2 Abgrenzungsmerkmale logistischer Dienstleistungen | 449 |
| 19.2.2.1 Leistungsspektrum | 449 |
| 19.2.2.2 Wertschöpfungsintegration | 450 |
| 19.2.2.3 Kapitalintensität | 451 |
| 19.2.3 Einteilung von Logistikdienstleister | 452 |
| 19.2.3.1 Transportdienstleister | 452 |
| 19.2.3.2 Speditionen | 452 |
| 19.2.3.3 Systemdienstleister | 453 |
| 19.2.3.4 Netzwerkintegratoren | 454 |
| 19.2.4 Zusammenfassung | 455 |
| 19.3 Marktumfeld und Trends der Logistikbranche | 455 |
| 19.3.1 Markt für Logistikdienstleistungen | 455 |
| 19.3.2 Trends in der Logistikbranche | 457 |
| 19.4 Bewertung von Logistikdienstleister auf Basis von ertragswertorientierten Verfahren | 458 |
| 19.4.1 Grundgedanke der überschussorientierten Bewertung | 458 |
| 19.4.2 Arten überschussorientierter Bewertungsverfahren | 458 |
| 19.4.3 Branchenbedingte Charakteristika der abgeleiteten Zahlungsüberschüsse | 459 |
| 19.4.3.1 Operationalisierung von wertbestimmenden Faktoren | 459 |
| 19.4.3.2 Abbildung finanzwirtschaftlicher Werttreiber | 461 |
| 19.4.4 Branchenbedingte Kapitalkostenermittlung | 466 |
| 19.4.5 Bewertung und bilanzielle Abbildung von Unternehmenskäufen in der Praxis .. | 469 |
| 19.4.5.1 Unternehmensbewertung | 469 |
| 19.4.5.2 Bilanzielle Abbildung von Unternehmenskäufen | 469 |
| 19.5 Bewertung von Logistikdienstleister auf Basis von marktorientierten Verfahren | 472 |
| 19.5.1 Charakteristika der marktorientierten Bewertung | 472 |

| | |
|--|-----|
| 19.5.2 Durchführung der Bewertung mittels Multiplikatoren | 472 |
| 19.5.3 Kritische Würdigung | 474 |
| 19.6 Zusammenfassung | 474 |
| 19.7 Literatur | 475 |
| 20 Bewertung von Infrastrukturprojekten am Beispiel des Eurotunnels | |
| <i>von Andreas Schüler</i> | 479 |
| 20.1 Projektfinanzierung: Definition und empirische Relevanz | 479 |
| 20.2 Zur Finanz- und Risikoanalyse von Infrastrukturprojekten | 480 |
| 20.3 Hintergrund der Projektfinanzierung Eurotunnel | 486 |
| 20.4 Finanzierung | 487 |
| 20.4.1 Kapitalbedarf | 487 |
| 20.4.2 Fremdkapital | 488 |
| 20.4.3 Eigenkapital | 489 |
| 20.5 Finanzplanung | 490 |
| 20.5.1 Umsatzplanung | 490 |
| 20.5.2 Weitere Planungsannahmen | 492 |
| 20.5.3 Vorteilhaftigkeitsprüfung und Sensitivitätsanalysen | 493 |
| 20.6 Bewertung der Eigenkapitalanteile | 494 |
| 20.7 Zur Analyse der Gläubigeransprüche | 498 |
| 20.8 Folgerungen | 500 |
| 20.9 Literatur | 501 |
| 21 Bewertung von Immobilien | |
| <i>von Karl-Werner Schulte und Gerrit Leopoldsberger</i> | 503 |
| 21.1 Charakterisierung der Immobilienbranche | 503 |
| 21.1.1 Marktvolumen | 503 |
| 21.1.2 Markteigenschaften und Trends | 504 |
| 21.1.3 Marktteilnehmer | 505 |
| 21.2 Grundlagen der Immobilienbewertung | 506 |
| 21.2.1 Bewertungszweck und Wertbegriffe | 506 |
| 21.2.2 Bewertungsmethoden | 507 |
| 21.2.3 Rechnungslegung | 516 |
| 21.3 Marktdaten als Bewertungsgrundlage | 519 |
| 21.4 Bewertungsbeispiel | 520 |
| 21.5 Literatur | 521 |
| 22 Bewertung von Immobilienunternehmen | |
| <i>Von Wolfgang Schäfers und Frank J. Matzen</i> | 523 |
| 22.1 Einleitung | 524 |
| 22.2 Besonderheiten der Immobilienwirtschaft als Rahmenbedingungen | 526 |
| 22.2.1 Definition des Geschäftsmodell | 526 |
| 22.2.2 Immobilienmarkt | 526 |
| 22.2.3 Leistungswirtschaftliche Merkmale | 526 |
| 22.2.4 Finanzwirtschaftliche Merkmale | 527 |
| 22.3 Vergleichsbewertungsverfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 528 |
| 22.3.1 Überblick über die Vergleichsbewertungsverfahren | 528 |
| 22.3.2 Darstellung gängiger Vergleichsbewertungsverfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 529 |
| 22.3.2.1 Vergleichsbewertung nach den Empfehlungen der NAREIT | 530 |
| 22.3.2.2 Vergleichsbewertung nach immobilienorientierten Erfolgskennzahlen | 532 |
| 22.3.3 Kritische Würdigung der Vergleichsbewertungsverfahren | 533 |
| 22.3.3.1 Einsatz bei beschränkter Information | 533 |

| | | |
|------------|--|-----|
| 22.3.3.2 | Eingeschränkte Vergleichbarkeit der Vergleichsunternehmen | 534 |
| 22.3.3.3 | Zuordnung operativer und finanzieller Aufwendungen | 534 |
| 22.3.3.4 | Vernachlässigung von Abschreibungen bei EBITDA, FFO und AFFO | 534 |
| 22.3.3.5 | Komplexitätsreduktion durch Multiplikatoren | 535 |
| 26.3.3.6 | Ermittlung des Enterprise Values der Vergleichsunternehmen | 535 |
| 22.3.3.7 | Berücksichtigung von Veräußerungsgewinnen/-verlusten | 535 |
| 22.4 | Net Asset Value-Verfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 535 |
| 22.4.1 | Überblick über das Net Asset Value-Verfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 535 |
| 22.4.2 | Überblick über das Net Asset Value-Verfahren nach EPRA | 536 |
| 22.4.2.1 | Adjusted EPRA NAV | 537 |
| 22.4.2.2 | Triple Net Asset Value nach EPRA | 539 |
| 22.4.3 | Kritische Würdigung des Net Asset Value-Verfahrens | 540 |
| 22.4.3.1 | Mangelnde Berücksichtigung der Ausschüttbarkeit | 540 |
| 22.4.3.2 | Unvereinbarkeit der Wertkonzeptionen | 540 |
| 22.4.3.3 | Mangelndes Publizitätsverhalten | 541 |
| 22.4.3.4 | Marktwertermittlung sonstiger Vermögensgegenstände und Schulden | 541 |
| 22.4.3.5 | Konzeptionelle Schwächen des EPRA NNNNAV | 541 |
| 22.4.3.6 | Fehlende Eindeutigkeit der Bewertung mittels des Net Asset Values | 542 |
| 22.5 | Discounted Cashflow-Verfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 542 |
| 22.5.1 | Überblick über die Discounted Cashflow-Verfahren | 542 |
| 22.5.2 | Ausgewählte Aspekte der Anwendung der DCF-Verfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen | 543 |
| 22.5.2.1 | Einschätzungen des regionalen Immobilienmarktes | 544 |
| 22.5.2.2 | Planung der Bestandsmiete und der Erlösschmälerungen | 544 |
| 22.5.2.2.1 | Abgrenzungen von Mieterträgen | 544 |
| 22.5.2.2.2 | Wohnimmobilien | 544 |
| 22.5.2.2.3 | Gewerbeimmobilien | 545 |
| 22.5.2.3 | Planung der Betriebskosten und Umlagen | 545 |
| 22.5.2.3.1 | Wohnimmobilien | 545 |
| 22.5.2.3.2 | Gewerbeimmobilien | 546 |
| 22.5.2.4 | Planung der Instandhaltungs- und Modernisierungskosten | 546 |
| 22.5.2.5 | Planung der Umsatzsteuer | 547 |
| 22.5.2.5.1 | Wohnimmobilien | 547 |
| 22.5.2.5.2 | Gewerbeimmobilien | 547 |
| 22.5.2.6 | Planung der Ertragsteuern | 547 |
| 22.5.2.6.1 | Erweiterte gewerbesteuerliche Kürzung | 547 |
| 22.5.2.6.2 | Verlustvorträge | 547 |
| 22.5.2.6.3 | Zinsschranke | 547 |
| 22.5.2.7 | Entwicklung eines integrierten Planungsmodells | 548 |
| 22.5.2.8 | Ermittlung der Kapitalkosten | 549 |
| 22.5.2.8.1 | Ermittlung der Eigenkapitalkosten | 549 |
| 22.5.2.8.2 | Ermittlung der Fremdkapitalkosten | 551 |
| 22.5.3 | Kritische Würdigung des Discounted Cashflow-Verfahrens | 551 |
| 22.5.3.1 | Unternehmensplanung als Voraussetzung | 551 |
| 22.5.3.2 | Hohe Informationsanforderungen | 551 |
| 22.5.3.3 | Ermittlung des Diskontierungszinsfußes | 552 |
| 22.5.3.4 | Mangelnde Berücksichtigung stiller Reserven | 552 |
| 22.6 | Fallstudie zur Bewertung eines Immobilienunternehmens | 552 |
| 22.6.1 | Ausgangssituation | 552 |
| 22.6.2 | Ermittlung des Wertes bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung | 554 |
| 22.6.3 | Ermittlung des Wertes der finanzierungsbedingten Steuervorteile | 557 |
| 22.6.4 | Ermittlung des Wertes der Fremdfinanzierung | 561 |

| | |
|---|-----|
| 22.6.5 Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals | 562 |
| 22.7 Bedeutung der unterschiedlichen Bewertungsverfahren in der Praxis | 563 |
| 22.8 Literatur | 564 |
| 23 Besonderheiten der Bewertung von Hotelimmobilien | |
| <i>von Matthias Schröder und Ulrike Schüler</i> | 571 |
| 23.1 Branchenüberblick | 571 |
| 23.1.1 Internationaler Tourismus | 571 |
| 23.1.2 Marktüberblick Deutschland | 573 |
| 23.1.3 Preis und Belegung – europäische Großstädte im Vergleich | 575 |
| 23.1.4 Betriebsformen | 576 |
| 23.1.5 Markttendenzen | 577 |
| 23.2 Bewertung von Hotels | 577 |
| 23.2.1 Besonderheiten der Bewertung von Hotels im Überblick | 577 |
| 23.2.2 Zunehmende Bedeutung internationaler Bewertungsstandards und Bewertungsmethoden | 579 |
| 23.2.3 Zusammensetzung der relevanten Cash-flows | 580 |
| 23.2.4 Ableitung des Kapitalisierungszinsfußes | 584 |
| 23.2.5 Berücksichtigung der Instandsetzungs- und Renovierungsrückstände | 585 |
| 23.2.6 Berücksichtigung des Reinvestitionszykluses | 585 |
| 23.2.7 Beispiel aus der Praxis | 585 |
| 23.2.8 Verkürzte Bewertungsmethoden der Branchenpraxis | 593 |
| 23.3 Exkurs: Die Bewertung von Hotelgesellschaften | 594 |
| 23.4 Schlusswort | 595 |
| 23.5 Literatur | 595 |
| 24 Bewertung von Beteiligungen an Containerschiffen | |
| <i>Von Michael Ketterl</i> | 597 |
| 24.1 Einleitung | 598 |
| 24.2 Besonderheiten von Beteiligungen an Containerschiffen | 598 |
| 24.2.1 Aufbau eines Schiffsfonds | 599 |
| 24.2.2 Gesellschaftsrechtliche Besonderheiten | 599 |
| 24.2.3 Steuerliche Besonderheiten | 600 |
| 24.2.4 Der Markt für Containerschiffahrt | 601 |
| 24.2.5 Der Markt für Beteiligungen an Containerschiffen | 603 |
| 24.3 Einflussfaktoren auf den Wert eines Containerschiffes | 604 |
| 24.3.1 Charterraten | 604 |
| 24.3.2 Kosten der Einschiffsgesellschaft | 604 |
| 24.3.3 Schiffsbetriebskosten | 604 |
| 24.3.4 Kapitaldienst und Fremdfinanzierung | 604 |
| 24.3.5 Restverkaufserlös | 604 |
| 24.3.6 Diskontierungssatz | 605 |
| 24.4 Probleme der Bewertung von Beteiligungen an Containerschiffen | 605 |
| 24.4.1 Anzuwendender Bewertungsansatz | 605 |
| 24.4.1.1 Zugrunde liegende Annahmen der Modellwelt | 605 |
| 24.4.1.2 Mögliche theoretische Konzepte | 606 |
| 24.4.1.3 APV als Fundament der Bewertung | 608 |
| 24.4.2 Charakter der Steuerzahlungen und Berücksichtigung der Einkommenssteuer .. | 609 |
| 24.4.2.1 Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung | 609 |
| 24.4.2.2 Berücksichtigung der Einkommenssteuer | 610 |
| 24.4.3 Ermittlung der richtigen entziehbaren Überschüsse | 611 |
| 24.4.4 Risikoäquivalente Diskontierungssätze | 611 |
| 24.4.4.1 Problem und Einordnung in den Bewertungskontext | 612 |



| | |
|---|------------|
| 24.4.4.2 Grundzüge der Portfoliotheorie | 612 |
| 24.4.4.3 Darstellung des Kapitalmarktmodells CAPM | 612 |
| 24.4.4.4 Bewertung von Investitionsprojekten | 613 |
| 24.4.4.5 Bestimmung von Risikoprämien für Charraten | 614 |
| 24.4.5 Zur Diskontierung der Charraten | 616 |
| 24.4.6 Risikoprämien für Schiffsbetriebskosten | 621 |
| 24.4.7 Ermittlung des Restverkaufserlöses | 622 |
| 24.4.7.1 Die Problematik des Restverkaufserlöses | 622 |
| 24.4.7.2 Empirische Restverkaufserlöse | 622 |
| 24.4.7.3 Optimale Nutzungsdauer | 623 |
| 24.5 Beispielbewertungen der „NV Portugal Senator“ | 624 |
| 24.5.1 Aufbau der Bewertungen | 624 |
| 24.5.2 Bewertung der „NV Portugal Senator“ – Variante I | 624 |
| 24.5.3 Bewertung der „NV Portugal Senator“ – Variante II | 626 |
| 24.6 Zusammenfassung der Ergebnisse | 629 |
| Anhang 1: Entziehbare Überschüsse der „NV Portugal Senator“ Variante I | 630 |
| Anhang 2: Entziehbare Überschüsse der „NV Portugal Senator“ Variante II | 631 |
| 24.7 Literatur | 632 |
| Die Herausgeber | 633 |
| Die Autoren | 635 |
| Stichwortverzeichnis | 649 |