

Inhaltsverzeichnis

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

A. Allgemeines

I. Anlässe für eine Unternehmensbewertung und Zweck einer Unternehmensbewertung	1
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
II. Wert und Preis	5
1. Wert	5
2. Unternehmenswert	6
3. Wertfindung	6
4. Preis	7
III. Wertkategorien	8
1. Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt) – Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode)	8
2. Substanzwert	11
3. Marktwert	15
IV. Objektiver, objektivierter und subjektiver Wert	17
1. Objektiver Wert	17
2. Objektivierter Wert	18
3. Subjektiver Wert	19
4. Kritik an den Wertbegriffen objektiv, objektiviert und subjektiv	20

V.	Strategischer Unternehmenswert, strategischer Zuschlag und Goodwill (Geschäfts- oder Firmenwert)	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
VI.	Die funktionale Unternehmensbewertung	22
1.	Beratungsfunktion	22
2.	Vermittlungsfunktion	23
3.	Argumentationsfunktion	24
4.	Nebenfunktionen	24
5.	Kritik an der funktionalen Unternehmensbewertung	25
VII.	Kombinationsverfahren (Kombinierte Erfolgs- und Substanzbewertung)	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
VIII.	Earn-out-Methode (verzögerte Kaufpreisbestimmung)	32
IX.	Geschichte der Unternehmensbewertung	33

B. Analyse des Unternehmens und seiner Umwelt

I.	Allgemeines	47
1.	Sammlung von Informationen und Daten	48
2.	Geschichtliche Entwicklung des Unternehmens	49
3.	Anteilseigner des Unternehmens	49
II.	Analysen	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
III.	Auswertung der Analysen	63
1.	Stärken-/Schwächen-Analyse (Ressourcenanalyse)	63
	a) Allgemeines	63
	b) Einzelheiten	65
2.	Synergiemöglichkeiten	67
IV.	Due Diligence	68
1.	Allgemeines	68
2.	Einzelheiten	71

C. Bewertung des Unternehmens

I.	Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen (auch Ertragswert oder Zukunftserfolgswert genannt) – Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode)	75
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 β -Faktoren in der Vergangenheit	117
	e) Kapitalstruktur und β -Faktor	120
	f) Ermittlung individueller Risikoprämien auf Basis des β -Faktors, der höheren Rendite bei kleinen Unternehmen, des unternehmens- spezifischen Geschäftsrisikos und der möglichen Ertragsbandbreite	125
	fa) CAPM und β -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.	Realloptionsansatz	134
	a) Finanzoptionen	135

b)	Realoptionen	136
c)	Kritik an der Anwendung des Realoptionsansatzes bei der Unternehmensbewertung	137
II.	Substanzwert	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
III.	Marktwert	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
IV.	Bewertung von Unternehmensanteilen	165
V.	Leveraged Buy-out (LBO) und Management Buy-out (MBO)	166
VI.	Bewertung ausländischer Unternehmen	167
VII.	Unternehmensbewertung in Ländern mit hochentwickelten Aktienmärkten, insbesondere in den USA	168

VIII.	Unternehmensbewertung in sogenannten besonderen Fällen (z.B. junge Unternehmen, ertragsschwache Unternehmen, kleine Unternehmen, Freiberuflerpraxen, Konzernunternehmen) . . .	171
1.	Allgemeines	171
2.	Junge Unternehmen und ertragsschwache Unternehmen	171
3.	Kleine Unternehmen	172
4.	Freiberuflerpraxen	173
5.	Konzernunternehmen	173
IX.	Kommentar zum IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) vom 28.6.2000	174
X.	Überleitung von der Discounted-cash-flow-Methode (DCF-Methode) zur Ertragswertmethode	176
1.	Allgemeines	176
2.	Empirische Untersuchungen über angewendete Bewertungsverfahren in der Praxis	177
3.	Erläuterung der Überleitung	178
4.	Zusammenfassung	179
D. Berechnungsbeispiel einer Unternehmensbewertung		
I.	Allgemeines	181
II.	Ergebnisrechnungen, Bilanzen und Kapitalflußrechnungen der Vergangenheit	181
1.	Ergebnisrechnungen 1998 – 2002	182
2.	Bilanzen der Jahre 1998 - 2002	183
3.	Kapitalflußrechnungen der Jahre 1998 - 2002	184
III.	Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes	185
IV.	Ermittlung des Wertes des Unternehmens auf Basis des Cash-flows	186
1.	Ergebnisplanung 2003 - 2012	187
2.	Cash-flow-Planung 2003 - 2012 und Ermittlung des notwendigen Nettoumlaufvermögens	188
3.	Ermittlung des Unternehmenswertes	189
V.	Kontrollrechnung	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
VI.	Unternehmenswerte bei unterschiedlichen Kapitalisierungszinsfüßen bzw. Kapitalisierungszinsfüße bei unterschiedlichen Kaufpreisforderungen oder Kaufpreisangeboten	202
VII.	Berechnung der Synergien	203
VIII.	Berechnung der Auswirkungen des Unternehmenskaufs auf die Finanzlage des Käuferunternehmens	204
IX.	Marktwerte und Verhältniskennzahlen vergleichbarer Unternehmen	204

E. Bewertung strategischer Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens

I.	Allgemeines	207
II.	Nachteile üblicher Verfahren zur Beurteilung und Renditemessung strategischer Konzepte	208
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
III.	Shareholder-Value-Konzept oder Wertsteigerungs-Management	213
IV.	Ziel der Bewertung und Renditemessung der strategischen Geschäftseinheiten des eigenen Unternehmens auf Basis des Discounted cash-flows	215
V.	Shareholder Value und Leistungsbewertung von Führungskräften	216
	Anhang	217
	Abkürzungsverzeichnis	309
	Literaturverzeichnis	311
	Namensverzeichnis	321
	Stichwortverzeichnis	323