
Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	11
1 Einführung	15
1.1 Gegenstand der Aktien- und Unternehmensbewertung	15
1.2 Unternehmens- versus Aktienbewertung	17
1.3 Bewertungsanlässe	18
1.4 Bewertungszwecke	23
1.4.1 Ermittlung von Marktwerten	24
1.4.2 Ermittlung von Steuerungswerten	25
1.4.3 Ermittlung von »objektivierten Unternehmenswerten« nach dem IDW	26
1.4.4 Ermittlung von Entscheidungswerten	26
1.4.5 Ermittlung von Schiedswerten	27
1.4.6 Ermittlung von Argumentationswerten	27
1.4.7 Ermittlung von Vertragswerten	28
1.4.8 Ermittlung von steuerlichen Werten	28
1.5 Methodenüberblick	29
1.6 Fazit	32
2 Erfolgsorientierte Unternehmensbewertung (Zukunftserfolgsverfahren)	35
2.1 Discounted-Cashflow-Verfahren	35
2.1.1 Leistungs- und Finanzbereich von Unternehmen	35
2.1.2 Bruttoverfahren (»Entity Approach«)	40
2.1.2.1 WACC-Ansatz	40
2.1.2.2 Total-Cashflow-Ansatz	44
2.1.2.3 Adjusted-Present-Value-Ansatz	45
2.1.3 Nettoverfahren (»Equity Approach«)	46
2.1.4 Exkurs: Ertragswertverfahren	47
2.2 Würdigung der DCF-Verfahren	50
2.3 Prognose von Erfolgsgrößen	53
2.3.1 Ablauf der Prognose	54
2.3.1.1 Top-down- versus Bottom-up-Prognose	55
2.3.1.2 Prognosetechniken	58
2.3.2 Zerlegung des Prognosezeitraumes	59
2.3.3 Abbildung von Risiken bei der Prognose	68
2.3.4 Aufspaltung von Erfolgs- und Vermögensgrößen	69

2.3.5	Modelle mit endogenem Wachstum	75
2.3.5.1	Das Gordon-Shapiro-Modell	79
2.3.5.2	Das Wachstumsmodell von Modigliani/Miller (MM)	81
2.3.5.3	Das Übergewinnmodell	87
2.3.5.4	Equity-Ansätze	92
2.3.5.5	Abschmelzende Renditen (Fade)	93
2.3.5.6	Exkurs: Die Modellierung von Konvergenzprozessen (Messung der CAP)	104
2.3.6	Die Wachstumsraten in der Phase des unendlichen Planungshorizontes	107
2.3.7	Fazit	109
2.4	Ermittlung der Kapitalkosten	110
2.4.1	Kapitalkosten und Risikozuschläge	111
2.4.1.1	Kapitalkosten und Operating Leverage	116
2.4.1.2	Kapitalkosten und Financial Leverage	118
2.4.2	Ermittlung der Eigenkapitalkosten	122
2.4.2.1	Ermittlung mithilfe des Capital Asset Pricing Models	122
2.4.2.1.1	Bestimmung der risikolosen Anlage	125
2.4.2.1.2	Bestimmung der Markttrendite	128
2.4.2.1.3	Bestimmung von Betafaktoren	137
2.4.2.1.4	Ermittlung der Betafaktoren mithilfe einer Peer Group	140
2.4.2.1.5	Sonstige Risikozuschläge	145
2.4.2.1.6	Würdigung des CAPM	146
2.4.2.2	Ermittlung mithilfe der Arbitrage Pricing Theory	148
2.4.3	Ermittlung der Fremdkapitalkosten	149
2.4.3.1	Traditionelle Ermittlung mit Credit Spreads	149
2.4.3.2	Erwartete Rendite und Debt Beta	158
2.4.4	Berechnung von Bottom-up-Betas	167
2.4.5	Gewichtung der Kapitalkosten mit Marktwerten	169
2.4.6	Konsistente Ermittlung der Kapitalkosten	172
2.4.7	Abbildung der Besteuerung	176
2.4.7.1	Bewertungsrelevante Steuern in Deutschland	177
2.4.7.2	Bewertung von Kapitalgesellschaften	182
2.4.7.3	Bewertung von Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen	188
2.4.8	Das Zirkularitätsproblem	193

2.5	Vereinfachende Bewertungsverfahren	195
2.5.1	Vereinfachtes Ertragswertverfahren	195
2.5.2	Das Dividendendiskontierungsmodell (DDM)	201
2.6	Fazit	209
3	Realloptionsansatz	211
3.1	Einführung	211
3.2	Kennzeichen von Realloptionen	212
3.3	Klassifizierung von Realloptionen	218
3.4	Bewertungsmodelle	220
3.4.1	Binomialmodell	221
3.4.2	Mehrperiodiges Binomialmodell	224
3.5	Optionstheoretische Lösungen	228
3.5.1	Grundlagen	228
3.5.2	Lösungsansatz Contingent-Claim-Analyse	230
3.5.3	Optionswert für europäische Optionen nach Black/Scholes	232
3.5.4	Optionswerte für amerikanische Realloptionen	233
3.5.4.1	Differenzialgleichung auf Basis der Konstruktion eines risikolosen Portfolios	235
3.5.4.2	Differenzialgleichung auf Basis der Stochastischen dynamischen Programmierung	236
3.5.4.3	Anwendung des Optionspreismodells	238
3.5.5	Realloptionen zur Unternehmensbewertung	241
3.5.5.1	Wert des Wachstums (aktiv)	243
3.5.5.2	Optionswerte für börsennotierte Unternehmen	247
3.6	Fazit	254
4	Marktorientierte Unternehmensbewertung (Multiplikatorverfahren)	257
4.1	Einführung	257
4.2	Struktur der Multiplikatorbewertung	259
4.2.1	Das Bewertungsmodell	259
4.2.2	Ablauf der Multiplikatorbewertung	263
4.2.3	Beurteilung einzelner Multiplikatoren	266
4.2.4	Equity-Multiples	272
4.2.4.1	Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	272
4.2.4.2	Das Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCFV)	287
4.2.4.3	Das Price/Earnings to Growth Ratio (PEG-Ratio)	288
4.2.4.4	Das Kurs-Buchwert-Verhältnis	288

4.2.5	Entity-Multiples	291
4.2.5.1	Enterprise Value (EV)/EBIT	295
4.2.5.2	Enterprise Value/EBITDA	297
4.2.5.3	Enterprise Value/Invested Capital (EV/IC)	309
4.2.5.4	Sonstige Entity-Multiples	314
4.2.5.5	Spezielle Multiples in verschiedenen Branchen	315
4.2.6	Exkurs: Interne Zinsfüße als Alternative zu Multiples	318
4.2.7	Vergleichbare Unternehmen in der Peer Group	323
4.2.8	Vergleichbarer Bewertungsanlass	325
4.2.9	Verdichtungsmethoden von Multiples	328
4.2.10	Identifikation empirischer Einflüsse	330
4.3	Fazit	332
5	Kostenorientierte Bewertungsverfahren	
	(Reproduktionswerte, Substanzwerte)	335
5.1	Einführung	335
5.2	Substanzwert auf Basis von Reproduktionswerten	337
5.3	Substanzwert im Sinne von ersparten Ausgaben	339
5.4	Substanzwert auf Basis von Liquidationswerten	341
5.5	Substanzwerte von einzelnen Vermögensgegenständen und Schulden	341
5.5.1	Sachanlagen (Property, Plant and Equipment; PPE)	342
5.5.1.1	Grundstücke und Gebäude	342
5.5.1.2	Technische Anlagen, Maschinen und sonstige Vermögensgegenstände des Anlagevermögens	343
5.5.2	Immaterielles Vermögen	344
5.5.2.1	Bewertungsansätze von immateriellem Vermögen	346
5.5.2.1.1	Kapitalwertorientierte Verfahren (DCF-Verfahren)	347
5.5.2.2	Markenwert und Bekanntheitsgrad	354
5.5.2.2.1	Fallstudie: Bewertung des Markenwertes des BMW-Konzerns.	355
5.5.2.3	Kundenbeziehungen	359
5.5.2.3.1	Fallstudie: Bewertung des Kundenvermögens des BMW-Konzerns.	361
5.5.2.4	Mitarbeiter (Humankapital)	363
5.5.3	Geschäfts- und Firmenwert (Goodwill)	366
5.5.3.1	Forschungs- und Entwicklungskosten	366
5.5.4	LIFO-Bewertung	367
5.5.5	Latente Steuern	367
5.5.6	Finanzanlagen/Anteile an verbundenen Unternehmen	368
5.5.7	Langfristige Forderungen	368

5.5.8	Vorräte	368
5.5.9	Andere Gegenstände des Umlaufvermögens	369
5.5.10	Rückstellungen	369
5.5.11	Verbindlichkeiten	370
5.6	Fallstudie: Bewertung des Reproduktionswertes von Apple	370
5.7	Fazit	374
6	Bewertung von komplexen Konzernen	377
6.1	Einleitung	377
6.2	Identifizierung des wirtschaftlichen Eigentums	379
6.2.1	Identifizierung bei Pyramidenstrukturen	380
6.2.2	Identifizierung bei Zirkelstrukturen	384
6.2.2.1	Bewertung bei einfacher Zirkelstruktur.....	385
6.2.2.2	Fallstudie: Bewertung der Jardine Group	388
6.2.3	Identifikation bei komplexen Konzernen	392
6.2.4	Höhe der effektiven Anteile	394
6.3	Beurteilung von komplexen Unternehmensstrukturen	396
6.4	Fazit	397
Anhang 1: Barwert bei konstant wachsenden Cashflows (ewige Rente)		399
Anhang 2: Bereinigungen von Erfolgs- und Kapitalgrößen		401
Anhang 3: Detaillierte Preisermittlungen der Komponenten des Enterprise Value (EV)		411
Anhang 4: Ertragsgrößen im Ertragswertverfahren		415
Anhang 5: Herleitung des Capital Asset Pricing Model (CAPM)		419
Anhang 6: Leveraging/Deleveraging von Betas		427
Anhang 7: Theorie stochastischer Prozesse		429
Literaturverzeichnis		445
Abbildungsverzeichnis		457
Stichwortverzeichnis		463