

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

2.2.3 Unternehmensbewertung	32
2.2.3.1 Bewertung	33
2.2.3.2 Plausibilisierung	34
2.3 Zusammenfassung	36
3 Bewertung von Unternehmen im Großanlagenbau	
<i>von Sigrid Krolle und Jan-Dirk Sommerkamp</i>	37
3.1 Die wunderbare Welt des Großanlagenbaus	37
3.1.1 Vorbemerkung	37
3.1.2 Wesentliche Merkmale	38
3.1.2.1 Geschäftsmodelle	38
3.1.2.2 Leistungsbezogene Merkmale	42
3.1.2.2.1 Marktrisiken	42
3.1.2.2.2 Operative Risiken	44
3.1.2.3 Finanzwirtschaftliche Merkmale	45
3.2 Analyse der Planungsrechnung	47
3.3 Bewertung künftig erwarteter Zahlungsströme	49
3.3.1 Kurzdarstellung üblicher Bewertungsverfahren	49
3.3.2 Branchenspezifische Problemfelder in der Unternehmensbewertung	50
3.3.2.1 Zyklus (charakteristische Ergebnisschwankung)	51
3.3.2.2 Liquidität und Anzahlungen	52
3.3.2.3 Mutter-Tochter-Konzernverbund	54
3.4 Praxisbeispiel	55
3.5 Schlussbemerkung	61
3.6 Literatur	61
4 Bewertung kleiner und mittlerer Brauereien	
<i>von Helmuth Adam</i>	63
4.1 Branchenüberblick	64
4.1.1 Der Weltbiermarkt wächst kontinuierlich	64
4.1.2 Die größten Brauereigruppen der Welt	64
4.1.3 Der deutsche Biermarkt	66
4.1.3.1 Der Bierabsatz sinkt seit über 30 Jahren	66
4.1.3.2 Die deutsche Brauwirtschaft 2008 – Überblick	66
4.1.3.3 Bierausstoß und Brauereien nach Bundesländern 2007	67
4.1.3.4 Anzahl und Ausstoß Brauereien nach Größenklassen 2007	67
4.1.3.5 Die größten Brauereigruppen Deutschlands 2007	68
4.1.3.6 Wie groß sind kleine und mittlere Brauereien?	68
4.2 Bewertung kleiner und mittlerer Brauereien	70
4.2.1 Bewertungsanlässe	70
4.2.2 Besonderheiten bei der Brauereibewertung	71
4.2.3 Bewertungsverfahren – auch hier bestimmt der Zweck die Methode	71
4.2.3.1 Substanzwertorientierte Verfahren – für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts	72
4.2.3.2 Liquidationswert – manche Brauerei ist tot mehr wert als lebendig	72
4.2.3.3 Ertragswertorientierte Verfahren	73
4.2.3.3.1 Ertragswertverfahren	73
4.2.3.3.2 DCF-Verfahren	73
4.2.3.4 Exkurs: Der Kapitalisierungszinssatz	74
4.2.3.5 Mischverfahren	75
4.2.3.5.1 Mittelwertmethode – der Substanzwert nimmt den Ertragswert an die ... Kandare	75
4.2.3.5.2 Das Weihenstephaner Konzept – Wert der Kunden steht im Vordergrund	75



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 Unternehmenszusammenschlusses	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 Unternehmenszusammenschlüssen	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 Sicherheitsäquivalenzmethode	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 Realoptionsverfahren	271
11.3 Zusammenfassung	272
11.4 Literatur	273

12 Bewertung von Telekommunikationsunternehmen

Von Sonia Rabussier 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

Von Kerstin M. Bode-Greuel und Joachim M. Greuel 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-Zielprofile 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

Von Heike Merk und Wolfgang Merk 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 NNNAV	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 Charterraten	614
24.4.5 Zur Diskontierung der Charterraten	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