

Unternehmensbewertung

von

Prof. Dr. Dr. h.c. Jochen Drukarczyk

Prof. Dr. Andreas Schüler

8., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage

Verlag Franz Vahlen München

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur achten Auflage.....	VII
Vowort zur ersten Auflage.....	XI
Inhaltsübersicht.....	XIII
Verzeichnis häufig benutzter Symbole.....	XXIX
1. Kapitel Einführung.....	1
I. Überblick.....	1
II. Bewertungsanlässe und Wertkonzeptionen	3
1. Anlässe zur Bewertung von Unternehmen oder Unternehmens- anteilen	3
2. Bewertungszwecke und Auffassungen über die werterzeugenden Faktoren.....	8
III. Aufbau des Buches.....	12
2. Kapitel Investitionsentscheidung bei Sicherheit.....	15
I. Methodenvielfalt.....	15
II. Vorläufige Definition der bewertungsrelevanten Zahlungen (Cashflows)	16
III. Einstieg: Von der Payback-Methode zum NPV	17
Wissensbaustein 1: Barwert und Net Present Value bei Sicherheit.....	21
IV. Investitionsentscheidung und Steuern im Standardmodell.....	22
1. Einführung.....	22
2. Annahmen	22
3. NPV bei Eigenfinanzierung.....	22
4. NPV bei Fremdfinanzierung.....	23
5. NPV bei Mischfinanzierung (anteiliger Fremdfinanzierung).....	25
V. Investitionsentscheidung bei Sicherheit im deutschen Steuersystem	26
1. Vorbemerkung.....	26
2. Gewerbeertragsteuer.....	27
3. Körperschaftsteuer	28

4. Kombinierte Unternehmensteuer.....	28
5. Einkommen- bzw. Abgeltungsteuer.....	29
Wissensbaustein 2: Grundzüge des deutschen Steuersystems	30
6. NPV bei Eigenfinanzierung.....	31
7. NPV bei vollständiger Fremdfinanzierung.....	33
Wissensbaustein 3: Bewertungsrelevanter Überschuss nach Steuern .	34
3. Kapitel Investitionsentscheidung bei Unsicherheit.....	37
I. Der einperiodige Fall.....	37
1. Problembeschreibung.....	37
a. Risiko als Eigenschaft eines Projektes.....	37
Wissensbaustein 4: Varianz und Standardabweichung.....	39
b. Risikobeitrag im Rahmen eines Projektportfolios.....	40
2. Individuelle Risikoneigung, Erwartungswert und Sicherheits- äquivalent	41
3. Bewertung bei Unsicherheit.....	41
Wissensbaustein 5: Sicherheitsäquivalent und Risikozuschlag im einperiodigen Fall.....	43
II. Der mehrperiodige Fall.....	43
1. Einführung.....	43
2. Annahmen über die Verknüpfung der bewertungsrelevanten Zahlungen benachbarter Perioden.....	45
Wissensbaustein 6: Sicherheitsäquivalent- und Risikozuschlags- methode im mehrperiodigen Fall bei Unabhängigkeit.....	46
Wissensbaustein 7: Sicherheitsäquivalent- und Risikozuschlags- methode im mehrperiodigen Fall bei Abhängigkeit.....	50
III. Marktorientierter Bewertungsansatz.....	54
1. Einleitung: Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) im Überblick ..	54
Wissensbaustein 8: Marktorientierte Risikozuschlagsmethode am Beispiel des CAPM.....	56
2. Marktorientierter Ansatz - der einperiodige Fall.....	56
Wissensbaustein 9: Marktorientierte Sicherheitsäquivalentmethode am Beispiel des CAPM.....	57
3. Marktorientierter Ansatz - der mehrperiodige Fall bei Unabhä- ngigkeit	59
4. Marktorientierter Ansatz - der mehrperiodige Fall bei Abhängigkeit.	63
Wissensbaustein 10: Bedingung für konstante Risikozuschläge.....	67
5. Bewertung mittels risikoangepasste Barwertfaktoren (RABF).....	67
Wissensbaustein 11: Risikoangepasste Barwertfaktoren.....	68
IV. State-Preference-Ansatz und risikoneutrale Wahrscheinlichkeiten.....	69
Wissensbaustein 12: Risikoneutrale Bewertung.....	70
V. Die Simple Discounting Rule von Black.....	71
Wissensbaustein 13: Black'sche Simple Discounting Rule.....	73
VI. Zerlegung von Zahlungsverteilungen und Bewertung.....	73
Wissensbaustein 14: Interdependenzfreie Definition des Betawertes im Binomialmodell.....	75
VII. Zur Bewertung von unsicheren Auszahlungen.....	76
1. Im individualistischen Ansatz.....	76
2. Im marktorientierten Ansatz.....	77
Wissensbaustein 15: Bewertung von Auszahlungen.....	80

VIII.	Anhang.....	81
	1. Formeln.....	81
	2. Capital Asset Pricing Model.....	83
	a. Konzeptionelle Grundlagen.....	83
	a. Die Herleitung nach William Sharpe	87
4.	Kapitel Grundlagen der DCF-Bewertung.....	89
I.	Unternehmensgesamtwert und Kapitalstruktur - Einführung.....	89
	1. Problemstellung und Annahmen.....	89
	2. Bewertung eines mischfinanzierten Unternehmens in einer Welt ohne Steuern.....	90
	3. Das Grundmodell von Modigliani/Miller.....	94
	Wissensbaustein 16: Die Botschaften von Modigliani/Miller (Welt ohne Steuern).....	99
	4. Exkurs: Mischfinanzierung und Bewertung	99
	5. Eine Welt mit einer einfachen Gewinnbesteuerung	101
	Wissensbaustein 17: Die Botschaften von Modigliani/Miller (einfache Gewinnsteuer).....	104
	6. Beispiel.....	105
	7. Das deutsche Steuerregime.....	108
	8. Zwischenergebnisse	109
II.	Discounted Cashflow-Methode - Überblick	109
	1. Überblick und Beispiel.....	109
	Wissensbaustein 18: DCF-Varianten im Überblick.....	114
	2. Exkurs: Ausgangswissen und Arbeitsweise der Ansätze	115
III.	Anhang.....	117
5.	Kapitel Bewertungsrelevante Überschüsse	119
I.	Das Prinzip.....	119
II.	Definition des bewertungsrelevanten Überschusses (Free Cashflow)....	120
	1. Eine einfache Ausschüttungsregel.....	120
	2. Net Operating Cashflow.....	121
	3. Vom Net Operating Cashflow zur Veränderung der liquiden Mittel..	123
	4. Direkte und indirekte Definition des Free Cashflow.....	127
	Wissensbaustein 19: Definition der Free Cashflows	129
III.	Zur Ausschüttungspolitik.....	130
	1. Einfluss von Ausschüttungssperren und steuerlichen Regelungen . . .	130
	2. Varianten.....	131
	Wissensbaustein 20: Zur Ausschüttungspolitik.....	134
IV.	Zur Schätzung der bewertungsrelevanten Überschüsse (Free Cashflows) 135	
	1. Vergangenheitsanalyse.....	135
	2. Prognose und Phasenmethode.....	136
	3. Ein Beispiel.....	138
V.	Rentenphase.....	148
	1. Der Dreiklang aus Wachstumsrate, Thesaurierungsquote und Reinvestitionsrendite.....	148
	2. Zum Übergang von Detailplanung zur Rentenphase.....	149
	a. Ausgangspunkt.....	149
	b. Verrentung des Rendite- und Wachstumsniveaus.....	151
	c. Drei-Phasen-Modell mit abruptem Übergang auf das wertneutrale Renditeniveau.....	152

d. Drei-Phasen-Modell mit gleitendem Übergang auf das wertneutrale Renditeniveau nach O'Brien.....	153
e. Drei-Phasen-Modell mit linearer Konvergenz von Reinvestitionsrendite und Ausschüttungsquote (Investment-Opportunity-Ansatz).....	156
f. Drei-Phasen-Modell mit linearer Konvergenz der Wachstumsrate (H-Modell).....	157
g. Die FCF-Verläufe der Modelle im Überblick	158
Wissensbaustein 21: Terminal Value - der Dreiklang aus Reinvestitionsrendite, Thesaurierungsquote und Wachstumsrate..	161
3. Ewige Rente und Inflation.....	161
a. Ein einfaches Beispiel zur Bewertung bei Inflation.....	161
b. Inflation, Überwälzbarkeit und Bewertung.....	162
Wissensbaustein 22: Terminal Value - Realwachstum und Inflation legen das Nominalwachstum fest.....	166
4. Die Handhabung durch Gutachter.....	166
a) Zu berufsständischen Vorgaben.....	166
b) Zur Umsetzung.....	168
6. Kapitel APV-Ansatz.....	171
I. Einführung.....	171
II. Autonome versus atmende Finanzierungsstrategie.....	172
1. Grundlagen.....	172
2. Autonome Finanzierungsstrategie - ein Beispiel.....	173
3. Atmende Finanzierungsstrategie - ein Beispiel.....	176
Wissensbaustein 23: Autonome versus atmende Finanzierungsstrategie	181
III. APV-Ansatz.....	181
1. Zerlege und bewerte!.....	181
2. Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung.....	182
3. Ausschüttungsstrategie und Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung	186
a. Prinzip	186
b. Anwendung auf die Value AG.....	188
4. Einfluss der Fremdfinanzierung.....	189
a. Begründung durch Einkommensvergleich.....	189
b. Risikoniveau-abhängige Steuereffekte.....	192
c. Arbitrageüberlegungen.....	196
5. Anwendung auf die Value AG.....	198
a. Unternehmensteuereffekte.....	198
b. Abgeltungsteuereffekt.....	198
c. Wert des Eigenkapitals.....	199
d. Ergebnis.....	199
Wissensbaustein 24: Arbeitsweise des APV-Ansatzes.....	200
6. Externe Eigenfinanzierung vs. Fremdfinanzierung.....	201
Wissensbaustein 25: Eigenheiten der finanzierungsbedingten Steuereffekte im deutschen Steuersystem.....	203
7. Zur Hierarchie der Finanzierungsquellen unter steuerlichen Aspekten.....	203
IV. Anhang.....	205

7. Kapitel WACC-Ansatz	207
I. Konzeption.....	207
II. WACC-Ansatz und autonome Finanzierungsstrategie.....	208
1. Charakterisierung.....	208
2. WACC und Eigenkapitalkosten bei einfacher Gewinnsteuer.....	209
3. WACC und Eigenkapitalkosten im deutschen Steuersystem.....	212
III. WACC-Ansatz und atmende Finanzierungsstrategie.....	214
1. Ausgangspunkt.....	214
2. Zur Bewertung unsicherer steuerlicher Vorteile - die Argumentation von Miles/Ezzell.....	215
3. Die Vereinfachung von Harris/Pringle.....	217
4. Ein Beispiel.....	219
Wissensbaustein 26: Eigenkapitalkosten und WACC bei einfacher Gewinnsteuer und autonomer bzw. atmender Finanzierungsstrategie	221
5. Diskontierungssätze und Risikoniveau.....	221
Wissensbaustein 27: Eigenkapitalkosten und WACC im deutschen Steuersystem bei autonomer bzw. atmender Finanzierungsstrategie ..	222
6. Folgt aus einem konstanten Verschuldungsgrad ein zeitinvarianter WACC?.....	223
IV. Anhang.....	224
1. Autonome Finanzierungsstrategie.....	224
a. Periodische Diskontierungssätze bei einfacher Gewinnsteuer.....	224
b. Periodische Diskontierungssätze im deutschen Steuersystem (Risikoniveau I).....	225
2. Atmende Finanzierungsstrategie.....	226
a. Diskontierungssätze bei einfacher Gewinnsteuer gem. Harris/ Pringle.....	226
b. Diskontierungssätze im deutschen Steuersystem in Anlehnung an Harris/Pringle (Risikoniveau I)	227
c. Diskontierungssätze im deutschen Steuersystem in Anlehnung an Harris/Pringle (Risikoniveau II).....	227
8. Kapitel Flow-to-Equity-Ansatz	229
I. Konzeption.....	229
II. Flow-to-Equity-Ansatz bei einfacher Gewinnsteuer.....	229
III. Flow-to-Equity-Ansatz im deutschen Steuersystem.....	232
IV. Eigenkapitalkosten bei Fremdfinanzierung gemäß Modigliani/Miller und Betaumrechnung	233
1. Einfaches Gewinnsteuersystem.....	233
2. Deutsches Steuersystem.....	235
Wissensbaustein 28: Betaumrechnung.....	236
3. Zur Zerlegung von Betawerten.....	236
V. Flow-to-Equity-Ansatz vs. Ertragswertmethode.....	237
VI. Zur Positionierung des Flow-to-Equity-Ansatzes.....	239
Wissensbaustein 29: Zur Leistungsfähigkeit der drei DCF-Varianten	240
VII. Anhang.....	241
1. Betaumrechnung im einfachen Gewinnsteuersystem.....	241
a. Autonome Finanzierungspolitik	241
b. Atmende Finanzierungspolitik	242

2. Betaumrechnung im deutschen Steuersystem.....	242
a. Autonome Finanzierungspolitik.....	242
b. Atmende Finanzierungspolitik	243
9. Kapitel Diskontierungssatz.....	245
I. Vorbemerkung.....	245
II. Risikolose Rendite (Basiszinssatz).....	246
1. Das Problem und seine Lösung.....	246
2. Anwendung auf die KF-AG.....	251
3. Verdichtung der Zinsstrukturkurve auf einen einheitlichen Basis-	
zinssatz?	254
Wissensbaustein 30: Stichtagsaktuelle und laufzeitäquivalente risi-	
kolose Rendite.....	255
III. Marktrisikoprämie.....	255
1. Literaturüberblick.....	255
2. Die Ansätze von Blume und Cooper	259
3. Arithmetisches vs. geometrisches Mittel.....	261
4. Globale Marktrisikoprämie.....	262
5. Zur Höhe der erwarteten Marktrisikoprämie.....	262
6. Annahme einer konstanten erwarteten Marktrendite.....	264
Wissensbaustein 31: Marktrisikoprämie.....	269
IV. Anhang.....	269
10. Kapitel Rückstellungen und Unternehmenswert.....	271
I. Fragestellung.....	271
II. Wertbeiträge von Rückstellungen und Verwendungsannahmen.....	273
1. Gebundene Mittel finanzieren Finanzanlagen.....	273
a. Kalkül bei abgeltungsteuerpflichtiger Ausschüttung.....	273
b. Kalkül bei abgeltungsteuerneutraler Ausschüttung.....	277
2. Gebundene Mittel finanzieren Tilgungen.....	280
a. Kalkül bei abgeltungsteuerpflichtiger Ausschüttung.....	280
b. Kalkül bei abgeltungsteuerneutraler Ausschüttung.....	281
3. Gebundene Mittel ersetzen Eigenkapital.....	283
a. Vorbemerkung.....	283
b. Rückstellungen ersetzen Gewinnrücklagen.....	283
c. Rückstellungen ersetzen anderes Eigenkapital.....	285
Wissensbaustein 32: Rückstellungsbildung, steuerliche Effekte	
und Verwendungsalterantiven.....	286
4. Auswirkung des Abzinsungsgebotes für sonstige Rückstellungen . . .	286
5. Ergebnisse.....	287
Wissensbaustein 33: Wertbeiträge von Rückstellungen	288
III. Unternehmensbewertung und Rückstellungen.....	289
1. Vorgehensweise.....	289
2. Rechengang A: Modulare Bewertung	292
a. APV-Ansatz.....	292
b. WACC- und Equity-Ansatz.....	295
3. Rechengang B: Partiiell aggregierte Bewertung	297
4. Rechengang C: Aggregierte Bewertung.....	298
5. Vergleich der Vorgehensweisen.....	299
Wissensbaustein 34: Einbettung von Rückstellungen in den	
Bewertungskalkül.....	301

IV.	Zur empirischen Bedeutung der Werteffekte von Rückstellungen und Fremdkapital.....	301
1.	Untersuchung von Schlumberger (2002)	301
2.	Untersuchung von Schlumberger/Schüler (2003).....	301
3.	Untersuchung von Schüler (2003a).....	302
a.	Daten und Methode.....	302
b.	Ergebnisse	303
V.	Steuerinduzierte Finanzierungshierarchie.....	306
	Wissensbaustein 35: Steuerinduzierte Hierarchie der Finanzierungsquellen	308
11.	Kapitel Leasing und Unternehmenswert.....	311
I.	Überblick.....	311
II.	Der Standardansatz der Vorteilhaftigkeitsprüfung.....	312
1.	Grundlagen.....	312
2.	Der belastungsäquivalente Kreditbetrag.....	313
3.	Beispiel.....	314
4.	Bewertung mittels APV-Ansatz.....	315
	Wissensbaustein 36: Bewertung einer Leasingfinanzierung bei einfacher Gewinnsteuer.....	317
III.	Leasing im deutschen Steuersystem.....	318
1.	Leasing vs. externe Eigenfinanzierung.....	318
2.	Leasing vs. Thesaurierung.....	319
3.	Beispiel.....	320
4.	Vergleich mit der Fremdfinanzierung und Folgerungen.....	321
	Wissensbaustein 37: Bewertung einer Leasingfinanzierung im deutschen Steuersystem.....	324
IV.	Leasing und Hierarchie der Finanzierungsquellen.....	324
V.	Unternehmensbewertung und Leasing	325
1.	Leasing vs. Finanzierung durch Thesaurierung	325
2.	Leasing im Vergleich zur betragsgleichen Fremdfinanzierung.....	330
VI.	Anhang.....	333
12.	Kapitel Ökonomische Schieflage, Eröffnungsgründe der InsO, DES und die Position der Eigentümer	335
I.	Einleitung und Vorgehensweise.....	335
II.	Die insolvenzrechtliche Verteilungsregel.....	338
1.	Beispiel.....	339
2.	Folgerungen.....	342
III.	Eröffnungsgründe, Nominalwert der Gläubigeransprüche und Unternehmensgesamtwert	343
1.	Zahlungsunfähigkeit i. S. v. § 17 InsO.....	343
2.	Überschuldung i. S. v. § 19 Abs. 2 InsO.....	344
IV.	Unternehmensbewertung diesseits von financial distress.....	345
1.	APV-Methode.....	345
2.	Die KF-AG: Ein Equity-Debt-Swap.....	345
V.	Insolvenzplanverfahren, ESUG und Anreize zur zeitigeren Verfahrensauslösung	346
1.	Erster Versuch.....	346
2.	Zweiter Versuch.....	347

3. Empirische Ergebnisse.....	348
VI. Debt-Equity-Swap.....	348
1. Vorteile.....	348
2. Aussagen des ESUG zur Bewertung von Forderungen.....	349
3. Aussagen des ESUG zur Bewertung von Anteilsrechten.....	350
4. Bewertung von Forderungen.....	350
a. Nominalwert.....	350
b. Erwarteter Liquidationserlös	351
c. Marktwert.....	352
5. Bewertung der Anteilsrechte.....	353
a. Erwarteter Erlös bei Liquidation bzw. Nullwert.....	353
b. Kompensationslose Verabschiedung?.....	353
c. Bewertung bei ökonomischer Schieflage.....	354
VII. Ergebnisse	357
13. Kapitel Bewertung bei Kapitalbedarf, Verlust und Ausfallrisiko.....	359
I. Vorbemerkungen.....	359
II. Empirische Untersuchung.....	360
III. Bewertung bei Verlust und Rückgriff auf Außenfinanzierung	362
1. Umformulierung des Steuereffekts der Fremdfinanzierung.....	362
2. Fallabhängige Steuereffekte.....	363
3. Flow-to-Equity- und WACC-Ansatz.....	364
Wissensbaustein 38: Bewertung bei temporären Ertrags- oder Liqui-	
ditätsdefiziten (kein Ausfallrisiko).....	365
IV. Bewertung von Kapitalgeberansprüchen bei Ausfallrisiko.....	366
1. Problemrelevante Situationen.....	366
2. Annahmen	367
3. Bewertung bei unkompensiertem Ausfallrisiko	368
a. Gläubigerekalkül.....	368
b. APV-Ansatz.....	369
c. Flow-to-Equity- und WACC-Ansatz.....	370
4. Beispiel.....	371
a. APV-Ansatz.....	371
b. Flow-to-Equity- und WACC-Ansatz.....	374
c. Risikoverteilung und Betaumrechnung.....	375
Wissensbaustein 39: Bewertung bei Ertrags- oder Liquiditätsdefi-	
ziten (unkompensiertes Ausfallrisiko)	376
5. Bewertung bei kompensiertem Ausfallrisiko.....	377
6. Beispiel.....	378
a. APV-Ansatz.....	378
b. Flow-to-Equity- und WACC-Ansatz.....	380
c. Risikoverteilung und Betaumrechnung.....	381
Wissensbaustein 40: Bewertung bei Ertrags- und Liquiditätsdefi-	
ziten (kompensiertes Ausfallrisiko).....	381
V. Kosten einer finanziellen Schieflage und Bewertung.....	381
Wissensbaustein 41: Zur Integration der Kosten der finanziellen Schief-	
lage in die Bewertung.....	386
VI. Wertbeiträge der Sanierung, Risikoverteilung und Kapitalkosten.....	386
VII. Zum IDW Praxishinweis 2/2018	391
1. Der Vorschlag.....	391

2. Analyse des Vorschlags.....	393
a. Kapitalkosten.....	393
b. Überschüsse.....	396
c. Barwerte und Wertrelationen.....	398
3. Folgerungen.....	399
VIII. Anhang.....	401
14. Kapitel Wertorientierte Steuerung.....	405
I. Überblick	405
II. Performance-Messung.....	406
1. Ex ante: Investitionsentscheidung.....	406
2. Ex post: Kontrolle.....	407
Wissensbaustein 42: NPV und Net Value Created auf Basis von Free Cashflows.....	409
III. Residualgewinnkonzepte.....	409
1. Residualgewinn auf den Buchwert.....	409
a. Prinzip	409
b. Permanente Verknüpfung mit dem NPV.....	411
Wissensbaustein 43: NPV und Net Value Created auf Basis von Residualgewinnen	412
c. NPV und Residualgewinne bei Planrevision.....	413
d. Implikationen des Preinreich/Lücke-Theorems.....	414
Wissensbaustein 44: Implikationen und Erweiterungen des Preinreich/Lücke-Theorems.....	419
2. Residualgewinn auf den Marktwert.....	420
3. Residualgewinn auf einen periodisierten Marktwert.....	421
4. Residualgewinn auf das investierte Kapital.....	421
Wissensbaustein 45: Varianten des Residualgewinns und Ausweis des NPV-Beitrags.....	422
IV. Varianten aus Literatur und Praxis.....	423
1. EVA.....	423
2. CVA	424
3. Earned Economic Income.....	425
4. Shareholder Value Added.....	426
Wissensbaustein 46: Kennzahlen zur wertorientierten Steuerung in Literatur und Praxis - EVA, CVA, EEI und SVA.....	427
V. Buchwertbasierte Residualgewinne und DCF-Methode.....	427
1. APV-Ansatz.....	427
a. Unternehmensbewertung.....	427
b. NPV.....	429
c. Net Value Created und Residualgewinne.....	429
2. WACC-Ansatz.....	430
a. Unternehmensbewertung und Performance-Messung.....	430
b. Residualgewinne.....	431
3. Flow-to-Equity-Ansatz	431
a. Unternehmensbewertung und Performance-Messung.....	431
b. Beispiel: Erwartungsrevision.....	432
VI. Anhang.....	433
1. Preinreich/Lücke-Theorem.....	433
2. Herleitung der Gleichung (14-9).....	434

3. Herleitung der Gleichung (14-10).....	435
4. Shareholder Value Added.....	435
15. Kapitel Bewertung mit Multiplikatoren.....	437
I. Einleitung.....	437
II. Ein einführendes Beispiel.....	438
Wissensbaustein 47: Ziel und Anforderungen beim Einsatz von Multiplikatoren.....	441
III. Multiplikatoren als verkürzte DCF-Kalküle.....	442
1. Vorbemerkung.....	442
Wissensbaustein 48: Fünf gängige Multiplikatoren.....	442
2. EV/EBIT-Multiplikator	444
3. EV/EBITDA-Multiplikator.....	446
4. EV/Sales-Multiplikator.....	447
5. PE-Ratio.....	447
6. Price-Book-Ratio.....	450
IV. Ein Beispiel.....	451
1. Annahmen und Daten des Beispiels.....	451
2. Verdichtung der Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen.....	453
Wissensbaustein 49: Verdichtung zum Peer-Group-Multiplikator	456
3. Verknüpfungen zwischen Multiplikatoren.....	457
Wissensbaustein 50: Verknüpfungen zwischen Multiplikatoren.....	459
4. Folgerungen.....	459
V. APV-basierte Multiplikatoren.....	461
Wissensbaustein 51: APV-basierte Multiplikatoren	463
VI. Zur Treffgenauigkeit des Multiplikator-Ansatzes.....	463
16. Kapitel Gutachtenpraxis und Rechtsprechung.....	465
I. Ausgangspunkt.....	465
II. Gutachtenpraxis	467
1. Bewertungsmethode.....	467
2. Bewertungsrelevante Überschüsse.....	469
3. Diskontierungssätze.....	472
4. Folgerungen.....	475
III. Rechtsprechung.....	476
1. Bewertungsmethode.....	476
2. Bewertungsrelevante Überschüsse.....	479
3. Diskontierungssätze.....	488
IV. In Gerichtsentscheidungen geänderte Bewertungsparameter.....	492
17. Kapitel Bewertung von Zahlungsüberschüssen in Fremdwährung.....	499
I. Zur Relevanz des Kapitels.....	499
II. Grundlagen.....	500
1. Bewertung einer sicheren Geldeinheit in Fremdwährung.....	500
2. Internationale Paritätsbeziehungen.....	502
III. Bewertung eines eigenfinanzierten Unternehmens.....	503
1. Einführende Überlegungen zu Wechselkurs- und Investitionsrisiko .	503
2. Konzeptionelle Alternativen zur Bewertung von Zahlungsüber- schüssen in fremder Währung	504
Wissensbaustein 52: Zu den Grundlagen der Bewertung von Zah- lungsüberschüssen in Fremdwährung.....	506

3. Sicherheitsäquivalentmethode.....	506
4. Risikozuschlagsmethode.....	509
5. Bewertung ohne Beachtung der Kovarianz.....	511
6. Bewertung auf Basis von Terminwechsellkursen.....	511
IV. Zur Bewertung im Mehrperiodenfall.....	514
V. Bewertung eines fremdfinanzierten Unternehmens	517
1. APV-Ansatz.....	517
2. FtE- und WACC-Ansatz	518
3. Fremdfinanzierung in Fremdwährung und ein weiterer Steuereffekt.	521
VI. Anhang.....	523
18. Kapitel Übungsaufgaben und Lösungen	525
I. Übungsaufgaben.....	525
II. Lösungshinweise zu den Übungsaufgaben.....	564
Literaturverzeichnis.....	577
Die Autoren.....	609
Stichwortverzeichnis.....	611