

---

## Geleitwort

Die Discounted Cashflow-Verfahren haben die Unternehmensbewertung im Sturm erobert und die Vormachtstellung der Ertragswertmethode gebrochen. In den aktuellen wissenschaftlichen Abhandlungen nehmen sie deshalb (zu Recht) breiten Raum ein. Sie legen das theoretische Fundament, um die neuen wissenschaftlichen Erkenntnisse der Kapitalmarkttheorie und der Shareholder Value orientierten Unternehmensführung auf den Bereich der Unternehmensbewertung zu übertragen und finden auch in der Bewertungspraxis eine überwältigende Resonanz.

Dass die Discounted Cashflow-Verfahren in der Praxis eine so weitreichende Akzeptanz finden, erstaunt – zumindest auf den ersten Blick; denn diese Bewertungsverfahren sind nicht nur formal höchst anspruchsvoll. Die unter dem Sammelbegriff der Discounted Cashflow-Verfahren zusammengefassten Bewertungsmodelle finden ihre Verankerung auch in finanzierungstheoretischen Grundannahmen und Gedankenkonstruktionen, wie einem vollständigen und vollkommenen Kapitalmarkt, die der Unternehmensbewerter in der Praxis eher selten anfindet. Inwieweit diese Verfahren deshalb dazu in der Lage sind, in einer komplexeren Realität sinnvolle Lösungen bereitzustellen, ist bis heute nicht abschließend geklärt.

Eine weitere, bedeutende Schwierigkeit besteht darin, dass der Unternehmensbewerter die zahlreichen Anregungen, die er insbesondere in internationalen Abhandlungen über die Discounted Cashflow-Verfahren findet, nur selten auf die deutsche Bewertungspraxis übertragen kann: Das kennzeichnende und (formal) prägende Element der Discounted Cashflow-Verfahren liegt in der Berücksichtigung des wertsteigernden Einflusses der Fremdfinanzierung. Dieser Vorteil ergibt sich darauf, dass die Zahlungen an die Fremdkapitalgeber ganz oder teilweise steuerlich begünstigt sind. Er wird deshalb primär durch das nationale Steuersystem (und indirekt das nationale Gesellschaftsrecht) bestimmt und verschließt sich einer pauschalierenden Berücksichtigung. Da die Discounted Cashflow-Methoden aber kapitalmarkttheoretisch auf Basis des US-amerikanischen Gesellschafts- und Steuerrecht entwickelt wurden, können sie

(selbstverständlich) nicht unmittelbar auf das deutsche Rechtssystem übertragen werden. Sie sind vielmehr an die nationalen steuerlichen Besonderheiten anzupassen, um zu zweckadäquaten Unternehmenswerten zu gelangen. Dies ist in der Literatur bisher nur unvollständig gelungen. Bis heute fehlt es weitgehend an einer fundierten Analyse der Discounted Cashflow-Verfahren vor dem Hintergrund des deutschen Halbeinkünfteverfahrens und einer ausgereiften Anpassung und Modellierung der damit verbundenen Bewertungsrestriktionen.

Frau Braun hat sich dieser überaus anspruchsvollen Aufgabe angenommen. Sie verknüpft die Konzepte der Discounted Cash Flow-Verfahren mit dem deutschen Steuerrecht, zeigt auf, welche modelltheoretischen Anpassungen vorzunehmen sind, um den Besonderheiten des Halbeinkünfteverfahrens gerecht zu werden, und modelliert vor diesem Hintergrund die allgemeinen Bewertungsmodelle zum Teil grundlegend neu. Präzise in der Beweisführung und mit bestechender Klarheit in Diktion und Gedankenführung gelingt es ihr, komplexeste Zusammenhänge zu verdeutlichen und für den Leser nachvollziehbar darzustellen. Die von ihr gewonnenen, theoretischen Ergebnisse sind bis ins letzte Detail überzeugend. Dabei verliert Frau Braun zu keinem Zeitpunkt den geschärften Blick für die Realität. Dadurch gelingt es ihr zugleich, praktikable Lösungsansätze zu entwickeln und die engen Grenzen aufzuzeigen, denen eine immer feiner werdende formale Strukturierung des Bewertungsmodells in der praktischen Umsetzung begegnet. Die Lektüre der vorliegenden Arbeit ist deshalb für den Wissenschaftler ebenso von Gewinn wie für den Praktiker. Ich wünsche ihre eine große Leserschaft.

Prof. Dr. Michael Hommel