

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
1 Der Markt für Unternehmensbewertungen	1
1.1 Angebot und Nachfrage	1
1.2 Systematik der Anlässe einer Unternehmensbewertung.....	7
1.3 Exkurs: Bedeutung und Logik von Unternehmenszusammenschlüssen	11
1.3.1 Fusionswellen als wirtschaftsgeschichtliches Phänomen	11
1.3.2 Die ökonomische Logik von Fusionen in einzelnen Erklärungsansätzen.....	14
1.3.2.1 Expansive Theorien: Fusionen als Ventil der Kapazitätserweiterung.....	15
1.3.2.1.1 Tobins q	15
1.3.2.1.2 Economies of Scale, Economies of Scope und Netzwerkeffekte	16
1.3.2.1.3 Portefeuillediversifikation	17
1.3.2.1.4 Allgemeine Transaktionskostentheorie	17
1.3.2.1.5 Agency Cost of Free Cash Flow.....	18
1.3.2.1.6 Marktmachttheorien	19
1.3.2.2 Kontraktive Theorien: Fusionen als Ventil des Abbaus von Überkapazitäten.....	19
1.3.3 Empirische Befunde über den Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen: Auswirkungen auf Börsenrenditen und Ertragslage	21
1.3.3.1 Kurzfristige Kapitalmarktreaktion.....	22
1.3.3.2 Langfristige Kapitalmarktreaktion.....	24
1.3.3.3 Abwicklungsart: Barzahlung vs. Aktientausch.....	26
1.3.3.4 Rendite- und Cash Flow-Entwicklung.....	27
1.3.4 Konsequenzen für die Unternehmensbewertung	28

2 Dogmengeschichte der Unternehmensbewertung: Lehre, Praxis, Gesetzgebung, Rechtsprechung.....	31
2.1 Denkbare Wertkonzeptionen	31
2.1.1 Bilanzwert.....	32
2.1.2 Börsenkapitalisierung	35
2.1.3 Liquidationswert	42
2.1.4 Reproduktionswert.....	43
2.1.5 Der Substanzwert im Sinne ersparter Ausgaben.....	46
2.1.6 Barwert der zu erwartenden Überschüsse (Ertragswert)	48
2.1.7 Heuristische Bewertungskonzeptionen.....	51
2.1.8 Synopse der Wertkonzeptionen	52
2.2 Dogmengeschichtliche Entwicklung der Unternehmenswertkonzeptionen.....	53
2.3 Konzeption der Zivilrechtsprechung	58
2.3.1 Pluralität von Anlässen und konkurrierende Wertkonzeptionen	58
2.3.2 Spezialfall: Börsennotierte Unternehmen	60
2.3.3 Nicht-börsennotierte Unternehmen	60
2.3.4 Kritik der Rechtsprechung.....	62
2.4 Konzeption der Wirtschaftsprüfer und Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung.....	62
2.5 Exkurs: Unternehmensbewertung für Zwecke des handelsrechtlichen Jahresabschlusses	66
2.6 Schlussbemerkung	68
3 Unternehmenswerte als Kapitalwerte: Grundsätze der Kapitalwertrechnung	69
3.1 Zählergröße.....	69
3.1.1 Zahlungs- vs. Gewinngrößen.....	69
3.1.2 Exkurs: Unternehmenswertermittlung auf der Grundlage von Residualgewinnen	71
3.1.3 Abgrenzung auf der Grundlage von Zahlungsüberschüssen	75
3.1.4 Stichtagsprinzip	78
3.2 Nennergröße	80

3.3 Äquivalenzprinzipien.....	84
3.4 Schlussbemerkung	91
4 Die Schätzung der Zählergröße der Unternehmensbewertung künftige Zahlungsüberschüsse	93
4.1 Das existierende Instrumentarium zur Prognoseerstellung im Überblick.....	93
4.2 Einwertige Verfahren.....	96
4.2.1 Integrierte Finanzplanung als Grundlage des Prognoseprozesses.....	96
4.2.1.1 Die unterschiedlichen Planungsphasen.....	97
4.2.1.2 Besonderheiten der Detailplanung.....	98
4.2.2 Anwendung von Methoden und Planungshilfen der strategischen Unternehmensführung im Rahmen von Cash Flow-Prognosen.....	102
4.2.2.1 Portfolioplanung	102
4.2.2.2 Adaptation von Normstrategien nach Porter	105
4.2.2.2.1 Strategie der Kostenführerschaft und unterstützende Taktiken, gegliedert nach Werttreibern.....	106
4.2.2.2.2 Strategie der Differenzierung und unterstützende Taktiken, gegliedert nach Werttreibern.....	107
4.2.3 Zukunftsextrapolation auf der Grundlage von Werttreibermodellen.....	108
4.3 Mehrwertige Prognose- und Planungsverfahren.....	110
4.3.1 Szenarioanalyse	110
4.3.1.1 Begriff.....	111
4.3.1.2 Beispiel: PKW- Absatz inländischer Erzeuger im Jahre 2008 in Deutschland.....	112
4.3.1.3 Mögliche Kritik am Einsatz der Szenarioanalyse in der Unternehmensrechnung.....	120
4.3.1.4 Schlussfolgerungen.....	121
4.3.2 Mehrwertige Strategieplanung: Flexible Planung auf der Grundlage des Entscheidungsbaumverfahrens.....	121
4.3.2.1 Formulierung des Optimierungsproblems als Problem der dynamischen Programmierung.....	121
4.3.2.2 Beispiel: Severin Frings.....	123
4.4 Schlussbemerkung	126

5 Die Schätzung der Nennergröße der Unternehmensbewertung I: Individueller Kapitalisierungszinssatz im Rahmen des Ertragswertverfahrens	127
5.1 Ausgangssituation.....	127
5.2 Bestimmung von Sicherheitsäquivalenten auf der Grundlage der Risikonutzentheorie	132
5.3 Ermittlung von Risikozuschlägen auf Grundlage der Risikonutzentheorie	139
5.3.1 Ableitung von Risikozuschlägen aus der Sicherheitsäquivalentmethode.....	139
5.3.2 Das „Phänomen“ der im Zeitablauf sinkenden Risikozuschläge.....	142
5.3.3 Plausibilisierung von Risikozuschlägen in der Bewertungspraxis auf der Grundlage der Risikonutzentheorie ..	147
5.4 Schlussbemerkung	150
6 Die Schätzung der Nennergröße der Unternehmensbewertung II: Fingierte Kapitalmarktbewertung im Rahmen der Discounted Cash Flow-Verfahren	153
6.1 Bestimmung der geforderten Eigenkapitalkosten am Kapitalmarkt	153
6.1.1 Portefeuilletheorie.....	153
6.1.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten bei Bewertungsgleichgewicht im Marktportefeuille (CAPM)	162
6.1.3 Empirische Ermittlung der Komponenten des Eigenkapitalsatzes vor persönlichen Steuern	168
6.1.4 Die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes nach persönlichen Steuern	170
6.1.5 Exkurs: Beweis zur Herleitung des Bewertungsgleichgewichts zwischen Marktportefeuille und risikoloser Anlage im Standard-CAPM	173
6.2 Zum grundsätzlichen Einfluss der Kapitalstruktur auf Kapitalkosten, Überschüsse und Wert eines Unternehmens.....	176
6.2.1 Betrachtung in einer Welt ohne Steuern – Kapitalkosten und Unternehmenswerte im Grundmodell von <i>Modigliani-Miller</i> ...	177
6.2.2 Betrachtung in einer Welt mit proportionaler Ertragsteuer	182

6.2.2.1 Arbitragebeziehungen nach Modigliani/Miller bei unterschiedlicher Verschuldung unter Berücksichtigung von Ertragssteuern.....	182
6.2.2.2 Herleitung der Kapitalkosten bei proportionaler Ertragsteuer im Rentenfall	189
6.2.2.3 Herleitung der äquivalenten Überschussgrößen (Zählergrößen) bei proportionaler Ertragsteuer im Rentenfall	191
6.2.2.4 Exkurs: Zur Rolle konstanter Fremdkapitalzinsen	193
6.3 Unternehmenswertermittlung mittels DCF-Verfahren	195
6.3.1 Allgemeine Darstellung der Grundvarianten des DCF-Kalküls.....	195
6.3.1.1 Equity-Verfahren: FTE-Methode	196
6.3.1.2 Entity-Verfahren	198
6.3.1.2.1 Total Cash Flow-Variante	198
6.3.1.2.2 Free Cash Flow-Variante.....	199
6.3.1.2.3 APV-Verfahren.....	200
6.3.2 Unternehmenswertsermittlung nach den DCF-Varianten bei proportionaler Ertragsteuer.....	202
6.3.2.1 Rentenfall.....	202
6.3.2.2 Nicht-Rentenfall	203
6.3.3 Betrachtung in einem Umfeld mit dem Steuersystem des Halbeinkünfteverfahrens	209
6.3.3.1 Grundlagen des aktuell verbindlichen Ertragsteuersystems in Deutschland.....	209
6.3.3.2 DCF-Verfahren auf der Grundlage des Arbitragekalküls bei Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens	211
6.3.3.2.1 „Klassische“ Vorgehensweise: Private Verschuldung vs. Unternehmensverschuldung	213
6.3.3.2.2 Erweitertes Arbitragegleichgewicht nach persönlichen Steuern: Berücksichtigung privater Geldanlagen.....	215
6.3.3.2.3 Ein Beispiel	222
6.3.3.2.4 Der Lösungsvorschlag von Drukarczyk	223
6.3.3.2.5 Kritische Würdigung konkurrierender Arbitrageprämissen als Grundlage des DCF-Verfahrens nach persönlichen Steuern.....	228

6.3.3.3	Bewertungsformeln der DCF-Verfahren im Rentenfall	230
6.3.3.4	Bewertungsformeln der DCF-Verfahren im Nicht- Rentenfall	231
6.3.4	Zusammenfassende Darstellung der Formeln aller DCF- Verfahren für die Steuersysteme der proportionalen Ertragsteuer und des Halbeinkünfteverfahrens.....	237
6.3.4.1	DCF-Formeln bei proportionaler Ertragsteuer	237
6.3.4.2	DCF-Formeln bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens..	239
6.4	Beispielrechnungen zur Anwendung der DCF-Verfahren.....	242
6.4.1	Unternehmenswertermittlung bei autonomer Finanzierungspolitik und einfacher Ertragsteuer.....	242
6.4.2	Unternehmenswertermittlung bei autonomer Finanzierungspolitik und Halbeinkünfteverfahren.....	247
6.5	Anwendungsprobleme und -erleichterungen der DCF-Methoden..	253
6.5.1	Bedeutung der Finanzierungspolitik für die Unternehmenswertermittlung	253
6.5.1.1	Einschränkung des Freiheitsgrades der Unternehmenswertsteuerung durch die Wahl der Finanzierungspolitik.....	253
6.5.1.2	Das Zirkularitätsproblem	254
6.5.1.3	Risikograd der steuerlichen Vorteile durch Wahl der Finanzierungspolitik.....	256
6.5.2	Unternehmensbewertung bei Aufgabe der Annahme konstanter Fremdkapitalzinsen.....	257
6.6	Schlussbemerkung	262
7	Andere Verfahren der Unternehmensbewertung	265
7.1	Marktorientierte Verfahren	265
7.1.1	Multiplikator-Verfahren	265
7.1.1.1	Vergleichsverfahren (Comparative Company Approach)	265
7.1.1.2	Daumenregeln.....	268
7.1.2	Börsenkapitalisierung und Paketzuschlag	269
7.1.3	Beurteilung	269
7.2	Einzelbewertungsverfahren und Mischverfahren	271

8 Anwendung der Optionspreistheorie in der Unternehmensbewertung	275
8.1 Optionspreistheorie in der Unternehmensbewertung – wozu?	275
8.2 Grundkonzeption arbitragefreier Bewertung in der Kapitalmarkttheorie	277
8.3 Nutzbarmachung des Grundkonzepts zur Bewertung von Realinvestitionen.....	282
8.3.1 Invest Options.....	283
8.3.2 Flexibilitäts- und Deinvestitionsoptionen.....	286
8.4 Möglichkeiten und Grenzen einer Übertragung des Realloptionskonzeptes auf die Unternehmensbewertung	289
Abbildungsverzeichnis.....	293
Abkürzungsverzeichnis	299
Symbolverzeichnis	305
Literaturverzeichnis	309
Urteilsverzeichnis.....	321
Stichwortverzeichnis.....	323