

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis 5

Abkürzungsverzeichnis 15

Vorwort 17

Teil 1 Grundlagen der Beurteilung und Bewertung potenzieller Beteiligungen 23

- 1 Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity** 25
 - I.1 Eigenkapital und Private Equity 25
 - I.1.1 Begriff und Einordnung 25
 - I.1.2 Die Begründung des Unternehmens 26
 - I.1.3 Flexibilität und Risiko 27
 - I.1.4 Wertorientierung 29
 - I.2 Finanzunternehmen und Produktunternehmen 30
 - I.2.1 Das Primat der Finanzierung vor der Produktion 30
 - I.2.2 Das Primat des Angebots vor der Nachfrage und Innovationszyklen 31
 - I.3 Private-Equity-Beteiligungsgesellschaften 31
 - I.3.1 Externe, hybride und interne Kapitalmärkte 31
 - I.3.2 Transparenz und Regulierung 33
 - I.3.3 Staatsfonds 34
 - I.4 Beteiligungsziele und Renditen 36
 - I.4.1 Restrukturierung der Unternehmen 36
 - I.4.2 Mittelstand 36
 - I.4.3 Renditen 37
 - I.5 Ausblick 37
 - I.6 Literatur 39

2	Grundlagen der Unternehmensbewertung	41
2.1	Begriffliche Grundlagen	41
2.2	Konzeptionen der Bewertung	42
2.2.1	Objektive Konzeption	42
2.2.2	Subjektive Konzeption	43
2.2.3	Funktionale Konzeption	45
2.2.4	Die neo-objektive Konzeption	48
2.3	Matrix der Unternehmensbewertung	49
2.4	Hauptfunktionen der Bewertung	51
2.4.1	Entscheidungsfunktion	51
2.4.2	Argumentationsfunktion	54
2.4.3	Vermittlungsfunktion	57
2.5	Anlässe der Bewertung	61
2.6	Wesentliche Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften	65
2.7	Literaturverzeichnis	69
3	Darstellung der Bewertungsverfahren: CAPM und DCF, Multiplikatoren	73
3.1	Abgrenzung der verschiedenen Verfahren zur Unternehmensbewertung	73
3.2	Kapitalmarkttheoretische Verfahren der Unternehmensbewertung	75
3.2.1	Grundlagen: CAPM und optimale Kapitalstruktur	75
3.2.2	Methoden des Discounted Cashflow (DCF)	79
3.3	Unternehmensbewertung durch Multiplikatoren	83
3.4	Literaturverzeichnis	85
4	Dynamische LBO-Bewertung bei stochastischen Exit Multiples: Ein Realloptionsansatz	87
4.1	Einleitung	87
4.2	Das Modell	88
4.2.1	Deterministische Betrachtung	88
4.2.2	Stochastische Betrachtung	91
4.3	Zusammenfassung und Ausblick	94
4.4	Literatur	94
5	Der Einsatz von Realloptionen in der Bewertungspraxis	95
5.1	Der Realloptions-Ansatz als Bewertungs- und Management-Ansatz im Private-Equity-Business	95

- 5.2 Werttreiber von Realloptions-Modellen 97
- 5.3 Monte-Carlo-Simulation zur Bestimmung der zukünftigen Volatilität 97
 - 5.3.1 Überblick über die Methoden 99
 - 5.3.2 Beispiel für die Bestimmung der zukünftigen Volatilität 103
- 5.4 Unternehmensbewertung mit dem Realloptions-Ansatz 110
- 5.5 Bewertung einer amerikanischen Option 113
 - 5.5.1 Modellierung der Ausgangssituation 114
 - 5.5.2 Ermittlung der Inputparameter 115
 - 5.5.3 Durchführung der Bewertung 116
 - 5.5.4 Feinabstimmung 120
- 5.6 Kritische Würdigung des Realloptions-Ansatzes 121
- 5.7 Literaturverzeichnis 126

6 Simulationsbasierte Bewertung von Akquisitionszielen und Beteiligungen 129

- 6.1 Einführung und Problemstellung 129
- 6.2 Theoretische Grundlagen 132
 - 6.2.1 Entscheidungen bei Unsicherheit und Risiko: Nutzen und Wert 132
 - 6.2.2 Probleme bei der Bewertung mehrperiodiger Zahlungen 136
 - 6.2.3 Probleme bei der Berechnung von Kapitalkostensätzen und Lösungsmöglichkeiten 140
- 6.3 Bewertungsverfahren bei Private Equity-Gesellschaften 144
 - 6.3.1 Status quo und Perspektiven 144
 - 6.3.2 Simulationsbasierte Bewertung 147
 - 6.3.3 Risikodeckungsansatz der Bewertung 151
 - 6.3.4 Fallbeispiel zur risikogerechten Bewertung mit dem Risikodeckungsansatz 162
- 6.4 Der Arbeitsablauf in der Praxis 173
- 6.5 Zusammenfassung 177
- 6.6 Literaturverzeichnis 178
- Anhang 181

7 Bewertung von Unternehmen im »Financial Distress« 195

- 7.1 Implikationen des »Financial Distress« auf die Unternehmensbewertung 195
- 7.2 Ermittlung der Bewertungsbasis im »Financial Distress« 198
 - 7.2.1 Quantifizierung der Unternehmensrisiken 198

7.2.2	Going Concern-Annahme oder Liquidationsszenario	201
7.2.3	Fortbestehensprognose	204
7.3	Bewertungsmethodik bei Unternehmensfortführung	208
7.3.1	Vom Wertansatz zum pragmatischen Messen	208
7.3.2	Bewertungsmethodik: Discounted Cashflow (DCF)	208
7.3.3	Bewertungsmethodik: Adjusted Present Value (APV)	215
7.3.4	Bewertungsmethodik: Multiples	216
7.3.5	Vom Unternehmens- zum Eigenkapitalwert im ›Financial Distress‹	217
7.4	Bewertungsmethodik bei Unternehmensliquidation	218
7.5	Strategische Beeinflussung der Bewertung in Krisensituationen	221
7.6	Literaturverzeichnis	223
8	Bilanzielle Bewertung von Beteiligungen nach IFRS	225
8.1	Einordnung	225
8.2	Fair Value	227
8.2.1	Begriff	227
8.2.2	Fair-Value-Hierarchie für Finanzinstrumente im Allgemeinen und Beteiligungen im Besonderen	227
8.3	Bilanzielle Behandlung direkt gehaltener Beteiligungen im Einzel- und Konzernabschluss	230
8.3.1	Ansatzkriterien von Beteiligungen sowie zeitliche und sachliche Zuordnung	230
8.3.2	Bewertungsvorschriften nach IFRS	231
8.4	Konsolidierung eines Spezialsondervermögens nach IFRS	238
8.4.1	Beherrschung	238
8.4.2	Konsolidierung	239
8.5	Literaturverzeichnis	240
9	Performance-Messung von Beteiligungen: ERIC	241
9.1	Einführung	241
9.2	Generelle Eignung von Residualgewinnen zur Performance-Messung	242
9.3	Charakteristische Residualgewinnkonzepte der Performance-Messung	243
9.4	Vergleichende Diskussion der Konzepte anhand eines Beispiels	245
9.5	Fazit	249
9.6	Literaturverzeichnis	250

10	Unternehmensbewertung – eine Auswahl zwölf wesentlicher Fehlerquellen aus praktischer Sicht	251
10.1	Einleitung	252
10.2	Ausgewählte Literatur	253
	10.2.1 Kruschwitz/Löffler	253
	10.2.2 Ballwieser	255
	10.2.3 Henselmann	256
10.3	Ein Bezugsrahmen für die systematische Analyse des Bewertungsprozesses	257
10.4	Eine Auswahl zwölf wesentlicher Fehlerquellen	258
	10.4.1 Verwendung des Median oder Modus bei der Bestimmung des Erwartungswertes	258
	10.4.2 Mangelnde Konsistenz zwischen Zahlungs- und Kapitalkostenprognose	260
	10.4.3 Unzulässige Verwendung von Erträgen anstelle von Zahlungen	261
	10.4.4 Verletzung impliziter Ausschüttungsannahmen	262
	10.4.5 Mangelnde Berücksichtigung wesentlicher Steuereffekte	263
	10.4.6 Gleichsetzung von Kapitalkosten und Schuldzinsen	264
	10.4.7 Fehlerhafte Anpassung der Kapitalkosten an die Verschuldung	264
	10.4.8 Inkonsistenz bei Annahme einer konstanten Zielkapitalstruktur	266
	10.4.9 Überschätzung der Risikoprämie im Kapitalkostensatz	266
	10.4.10 Naive Diskontierung negativer Zahlungen	268
	10.4.11 Vernachlässigung des Wertes der Flexibilität	268
	10.4.12 Unzulässige Annahme vollkommener Märkte	269
10.5	Zusammenfassung	270
11	Rating und Bewertung von Beteiligungen	273
11.1	Einleitung	273
11.2	Begriff des Ratings	275
11.3	Nutzerzielgruppen des Ratings	277
	11.3.1 Vielfalt der Ratingadressaten	278
	11.3.2 Primäre Zielgruppen	279
	11.3.3 Sekundäre Zielgruppen	281
11.4	Betriebswirtschaftlicher Nutzen von Ratings	283
	11.4.1 Finanzwirtschaftlicher Nutzen	284
	11.4.2 Leistungswirtschaftlicher Nutzen	286

- II.4.3 Nutzen für Private Equity 286
- II.5 Gemeinnutzen von Ratings 288
 - II.5.1 Volkswirtschaftlicher Nutzen von Ratings 288
 - II.5.2 Aufsichtsrechtlicher Nutzen 288
 - II.5.3 Rechtssicherheit durch Rating 289
- II.6 Nutzen evidenzbasierter Ratings 290
- II.7 Rating und Wert 292
 - II.7.1 Gemeinsamkeiten und Unterschiede 292
 - II.7.2 Vergleich der Methodiken 293
 - II.7.3 Rating, Beta-Faktor und Kapitalkosten 297
 - II.7.4 Fazit: Potenzial für integrierte Bewertungs- und Rating-prognoseverfahren 298
- II.8 Literaturverzeichnis 299

Teil II Bewertungsverfahren in der Praxis 301

- 1 Potenzialorientierte Unternehmensbewertung in der Sparkassen-Finanzgruppe unter Nutzung der Branchenprognose 303**
 - I.1 Einleitung 303
 - I.2 Bedeutung des Markt- und Wettbewerbsumfelds bei der Unternehmensbewertung unter besonderer Beachtung der Branchenprognose 305
 - I.2.1 Beschreibung des Vorgehens mithilfe einer Umfeldanalyse unter Potenzialgesichtspunkten 305
 - I.2.2 Branchenprognose als Basis für die Umfeldanalyse 306
 - I.3 Ableitung von Normstrategien und Definition der Peer-Group-Benchmarks 309
 - I.4 Finanzwirtschaftliche Beurteilung 317
 - I.4.1 Kritik klassischer Bewertungsverfahren unter Berücksichtigung der Firmenkunden der Sparkassen 317
 - I.4.2 Praktische Anwendung 319
 - I.5 Fazit 322
- 2 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der TVM Capital 325**
 - 2.1 Das Unternehmen 325
 - 2.1.1 Die Arbeitsweise 325
 - 2.1.2 Der Prozess 326
 - 2.1.3 Investitionskriterien 326

- 2.2 Die Bewertung 327
 - 2.2.1 Bewertungsmethoden in der Praxis 328
 - 2.2.2 Die Einflussfaktoren 337
 - 2.2.3 Risikoberücksichtigung 338
- 2.3 Die Preisfindung 340
- 2.4 Zusammenfassung 341
- 2.5 Literaturverzeichnis 341

3 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der DZ Equity Partner GmbH 343

- 3.1 Zielsetzung 343
- 3.2 Vorstellung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft 343
 - 3.2.1 Hintergrund der Gesellschaft 343
 - 3.2.2 Hauptmerkmale 343
 - 3.2.3 Anforderungen an Beteiligungen 345
- 3.3 Bewertungsprozess 346
 - 3.3.1 Anlässe der Bewertung 346
 - 3.3.2 Ablauf der Wertfindung 347
- 3.4 Bewertungsverfahren 349
 - 3.4.1 Marktorientiertes Bewertungsverfahren 350
 - 3.4.2 Kapitalwertorientiertes Verfahren 356
 - 3.4.3 Sensitivitätsanalysen 358
- 3.5 Wertsteigerungsmanagement 360
 - 3.5.1 Ansatz 360
 - 3.5.2 Performance Management 361
 - 3.5.3 Programmmanagement 363
- 3.6 Ausblick 366
 - 3.6.1 Financial Modelling 366
 - 3.6.2 Steuerungskennzahlen 367
 - 3.6.3 Fazit 371

4 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der Beteiligungskapital Hannover GmbH & Co. KG 373

- 4.1 Kurzvorstellung der Beteiligungskapital Hannover GmbH & Co. KG 373
 - 4.1.1 Historie und Gegenwart 373
 - 4.1.2 Beteiligungsanlässe und -formen 374
 - 4.1.3 Die Beteiligungskapital Hannover GmbH & Co. KG als Teil des Corporate Finance-Ansatzes der Sparkasse Hannover 374

- 4.2 Darstellung der Anforderungskriterien im Rahmen der Vorauswahl einer Private-Equity-Investition 375
 - 4.2.1 Definition der Zielgruppe und Begründung spezifischer Anforderungskriterien 375
 - 4.2.2 Kriterien für die Vorauswahl 375
- 4.3 Ablauf der Wertfindung 376
 - 4.3.1 Besondere Aspekte bei der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen 376
 - 4.3.2 Bewertungsverfahren in der Praxis der BeteiligungsKapital Hannover GmbH & Co. KG 377
 - 4.3.3 Durchführung der Due Diligence – Vom Erstkontakt bis zur Entscheidungsfindung 379
 - 4.3.4 Berücksichtigung der gewonnenen Erkenntnisse 381
- 4.4 Darstellung des in der Beteiligungspraxis verwendeten Bewertungsverfahrens 382
 - 4.4.1 Theoriebasis des Ertragswertverfahrens 382
 - 4.4.2 Ermittlung der Zukunftserfolgsgrößen 383
 - 4.4.3 Ermittlung des Diskontierungszinssatzes 384
- 4.5 Ergänzende Aspekte der Bewertung von Private-Equity-Investitionen 385
 - 4.5.1 Vorbemerkung 385
 - 4.5.2 Pragmatische Ansätze zur indikativen Bestimmung bzw. Plausibilisierung von Unternehmenswerten 386
 - 4.5.3 Praxisorientierte Ansätze zur Identifizierung von Risikotreibern 388
- 4.6 Zusammenfassung 391

5 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der Finatem Beteiligungsgesellschaft 393

- 5.1 Eigenkapitalkostensatz/Zielrendite 394
- 5.2 Das LBO-Modell in der Praxis 395
- 5.3 Businessplan 396
- 5.4 Finanzierungsstruktur 397
- 5.5 Exit-Erwartungen 399
- 5.6 Zusammenfassung 400

6 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der KONSOTRIUM AG 401

- 6.1 Der Investmentansatz 401
- 6.2 Netzwerk und Deal Flow 402

- 6.3 Der Auswahlprozess 403
- 6.4 Das Simulationsmodell 404
- 6.5 Angewandte Bewertungsverfahren 405
 - 6.5.1 Discounted-Cashflow-Bewertungsmodell 405
 - 6.5.2 Bewertung mit Multiplikatoren 408
 - 6.5.3 Internal Rate of Return Methode zur Preisfindung 409
 - 6.5. Gewichtung der Bewertungsmethoden bei der
KONSORTIUM AG 410
- 6.6 Zusammenfassung 411

7 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der Siemens Venture Capital (SVC) 413

- 7.1 Die Funktion von SVC innerhalb der Siemens AG 413
- 7.2 Die Struktur von SVC 414
- 7.3 Die Historie von SVC 414
- 7.4 Das Team von SVC 415
- 7.5 SVCs Auswahlkriterien 415
 - 7.5.1 Technologieauswahl 415
 - 7.5.2 Anforderungen an ein Managementteam 416
 - 7.5.3 Beteiligungshöhe und -umfang 416
 - 7.5.4 Die Partnerschaft: Startup – SVC – Siemens 417
- 7.6 Ablauf der SVC Wertfindung und des Entscheidungsprozesses 418
- 7.7 Grundlagen und Sonderaspekte für eine Unternehmensbewertung
bei SVC 419
 - 7.7.1 Bestandteile einer Unternehmensbewertung 419
 - 7.7.2 Der Businessplan 419
 - 7.7.3 Einfluss der Marktfaktoren auf die Bewertung 420
- 7.8 Von SVC angewandte Bewertungsverfahren 421
 - 7.8.1 Das Multiplikatorverfahren und Erfahrungswerte 421
 - 7.8.2 Das DCF-Bewertungsverfahren 422
 - 7.8.3 Die VC-Methode 423
- 7.9 Zusammenfassung 423

8 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der S-Refit AG 425

- 8.1 Vorstellung der S-Refit AG 425
- 8.2 Anforderungen an Beteiligungen 426
 - 8.2.1 Investive Beteiligungen 426
 - 8.2.2 Beteiligungen mit Finanzierungscharakter 429
 - 8.2.3 Sonstige Anforderungen 429

8.3	Ablauf des Beteiligungsprozesses	430
8.4.	Bewertungsverfahren	430
8.4.1	DCF-Methode	431
8.4.2	Multiplikatorenvergleich	432
8.4.3	Venture Capital-Methode	433
8.4.4	Wertung	435
9	Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der Landesbank Baden-Württemberg – Ein Fallbeispiel	437
9.1	Grundlagen	437
9.2	Fallbeispiel für ein Management-Buy-Out (MBO)	439
9.2.1	Unternehmensbewertung nach der DCF-Methode	443
9.2.2	Bewertung nach Entity (WACC)-Ansatz	444
9.2.3	Bewertung nach Adjusted Present Value (APV)-Ansatz	446
9.2.4	Fazit	450
9.3	Strukturierung des Unternehmenserwerbs	450
9.4	Strukturierung der Finanzierung	452
9.5	Fazit	456
9.6	Literatur	456
	Autoreninformationen	457
	Index	465