

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung

1. Problemstellung.....	1
2. Gang der Untersuchung.....	12

B. Darstellung der bewertungsspezifischen Merkmale sowie der hieraus resultierenden Grundproblematik für die Evaluation

1. Charakteristika junger, dynamischer und überproportional wachsender Unternehmen.....	15
1.1. Wirtschaftliche und rechtliche Existenz.....	15
1.2. Dynamik.....	18
1.3. Überproportionales Wachstum.....	20
1.4. Repräsentativität der Vergangenheit und Gegenwart für die Zukunft.....	23
1.5. Rechnungswesen.....	25
1.6. Risiko und Kapitalbedarf.....	27
1.7. Managementfaktor.....	31
1.8. Forschung, Entwicklung und Wettbewerbsvorteile.....	32
2. Grundproblematik durch eine veränderte Ausgangssituation.....	34
2.1. Art der Aufgabenstellung der Unternehmensbewertung im allgemeinen.....	34
2.1.1. Objektive Werttheorie.....	35
2.1.2. Subjektive Werttheorie.....	37
2.1.3. Funktionale Unternehmensbewertung.....	38
2.1.3.1. Vorbemerkung.....	38
2.1.3.2. Kölner Funktionslehre.....	39
2.1.3.2.1. Nebenfunktionen im Überblick.....	39
2.1.3.2.2. Hauptfunktionen.....	42
2.1.3.2.2.1. Beratungsfunktion.....	42
2.1.3.2.2.2. Vermittlungsfunktion.....	44
2.1.3.2.2.3. Argumentationsfunktion.....	45

2.1.3.3.	Funktionslehre des <i>IdW</i>	46
2.1.3.3.1.	Funktion als neutraler Gutachter	47
2.1.3.3.2.	Funktion als Berater	49
2.1.3.3.3.	Funktion als Schiedsgutachter	50
2.1.3.4.	Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen den Funktionslehren und die hierdurch bedingten Konsequenzen bei einer Bewertung junger, dynamischer und überproportional wachsender Unternehmen.....	51
2.1.3.4.1.	Argumentationsfunktion versus Funktion als neutraler Gutachter unter besonderer Berücksichtigung des objektivierten Werts.....	51
2.1.3.4.1.1.	Vorbemerkung.....	51
2.1.3.4.1.2.	Bewertung »wie es steht und liegt«.....	52
2.1.3.4.1.3.	Datenbasis des objektivierten Werts.....	54
2.1.3.4.1.4.	Managementfaktor	56
2.1.3.4.1.5.	Berücksichtigung von Steuern	59
2.1.3.4.1.6.	Vollausschüttungsannahme	62
2.1.3.4.1.7.	Gleichsetzung des objektivierten Werts mit der Preisuntergrenze des Verkäufers.....	63
2.1.3.4.2.	Beratungsfunktion versus Funktion als Berater.....	67
2.1.3.4.3.	Vermittlungsfunktion versus Funktion als Schiedsgutachter	70
2.1.3.4.4.	Konsequenzen für die Bewertung junger, dynamischer und überproportional wachsender Unternehmen.....	74
2.2.	Verfahren zur Unternehmenswertermittlung im Überblick.....	76
2.2.1.	Substanzwertverfahren.....	76
2.2.2.	Kombinationsverfahren aus dem Ertrags- und dem Substanzwert	81
2.2.3.	Vergleichsverfahren.....	83
2.2.4.	Zukunftserfolgswertverfahren	96
2.2.5.	Konsequenzen für die entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung junger, dynamischer und überproportional wachsender Unternehmen	101
2.2.6.	Ergebnisse für die weitere Vorgehensweise	113

C. Möglichkeiten und Grenzen der traditionellen betriebswirtschaftlichen Zukunftserfolgswertverfahren

1. Zielsetzungen im Rahmen einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung	115
1.1. Bestimmung der Zielsetzungen	115
1.2. Mehrfachzielsetzungen bei einer Ermittlung von Entscheidungswerten	121
2. Ertragswertverfahren gemäß der HFA-Stellungnahme	127
2.1. Unternehmenswert in Abhängigkeit von der Lebensdauer	128
2.2. Erfolgsgröße	130
2.2.1. Definition der Erfolgsgröße	130
2.2.2. Einzahlungsüberschußrechnung versus Ertragsüberschußrechnung	132
2.2.2.1. Begrenztheit des Planungszeitraums und die Konsequenzen für die Überschußrechnung	133
2.2.2.2. Finanzbedarfsrechnung	134
2.2.2.3. Rechnungstechnische Schwierigkeiten bei der Aufstellung von Überschußrechnungen	137
2.2.2.4. Operationalität der Steuererfassung in Abhängigkeit von den verwendeten Rechnungsgrößen	139
2.2.3. Eignung der modifizierten Ertragsüberschußrechnung für junge, dynamische und überproportional wachsende Unternehmen	140
2.2.3.1. Konstanz der Ausschüttungspolitik als Grundsatz zur Bewertung junger, dynamischer und überproportional wachsender Unternehmen?	141
2.2.3.1.1. Doppelzählung von Gewinnen	141
2.2.3.1.2. Konstanz der Ausschüttungspolitik - eine geeignete Gewinnverwendungspolitik für junge, dynamische und überproportional wachsende Unternehmen?	145
2.2.3.1.2.1. Sicherung der erfolgsorientierten Substanzerhaltung	145
2.2.3.1.2.2. Auswirkungen der Konstanz der Ausschüttungspolitik auf die Finanzierung der Kapazitätserweiterungen	149
2.2.3.2. Substitution von Entnahmeüberschüssen durch Ertragsüberschüsse aus der finanzmathematischen Sicht	159

2.3.	Methodik zur Prognose der Erfolgsgrößen.....	167
2.3.1.	Pauschale Methode.....	167
2.3.2.	Analytische Methode.....	170
2.3.2.1.	Vergangenheitsanalyse.....	170
2.3.2.2.	Lageanalyse.....	173
2.3.2.3.	Zukunftsprognose.....	176
2.3.2.3.1.	Bestimmung des Mengengerüsts.....	176
2.3.2.3.2.	Bewertung des Mengengerüsts.....	179
2.3.2.3.2.1.	Zukünftige Erlöse.....	179
2.3.2.3.2.2.	Zukünftige Aufwendungen.....	181
2.3.2.4.	Phasenorientierte Differenzierung des Bewertungszeitraums.....	182
3.	DCF-Methode	191
3.1.	Varianten der DCF-Methode.....	193
3.1.1.	Bruttoverfahren.....	193
3.1.1.1.	Kapitalkostenansatz.....	195
3.1.1.2.	Total Cash-flow Ansatz.....	205
3.1.1.3.	Adjusted Present Value Ansatz.....	207
3.1.2.	Nettoverfahren.....	209
3.1.3.	Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen den Brutto- und dem Nettoverfahren.....	212
3.2.	Brutto- versus Nettoverfahren unter dem Aspekt der Eignung für eine entscheidungsorientierte Bewertung junger, dyna- mischer und überproportional wachsender Unternehmen.....	217
3.2.1.	Erfassung der Steuerzahlungen.....	217
3.2.2.	Konstanz der Kapitalstruktur.....	222
3.2.3.	Konstanz der Kapitalkostensätze.....	230
3.2.4.	Praktikabilität und Aussagefähigkeit der verschiedenen Varianten der DCF-Methode.....	231
3.3.	Freie Cash-flows versus Nettoauszahlungen.....	234
3.4.	Höhe des freien Cash-flow im Falle von Ausschüttungs- sperrern.....	237
3.5.	Methodik zur Prognose des freien Cash-flow.....	240
3.5.1.	Vorbemerkung.....	240
3.5.2.	Vergangenheitsanalyse.....	241

3.5.3. Lageanalyse und Zukunftsprognose.....	243
3.5.3.1. Portfoliomethoden	245
3.5.3.2. Wettbewerbsanalyse von <i>Porter</i>	248
3.5.3.3. Produktlebenszykluskonzept	255
3.5.3.4. Erfahrungskurve	261
3.5.3.5. Berücksichtigung der Unsicherheit durch die Erstellung von alternativen Szenarien und durch die Sensitivitäts- analyse	263
3.5.3.6. Quantifizierungsproblematik qualitativer Aussagen.....	264
3.5.4. Phasenorientierte Differenzierung des Bewertungszeit- raums.....	269

D. Verfahren zur Prognose der Zukunftserfolge

1. Mathematisch-statistische Prognoseverfahren.....	279
1.1. Clusteranalyse.....	279
1.2. Diskriminanzanalyse	280
1.2.1. Grundmodell	280
1.2.2. Kritische Würdigung	282
1.3. Verfahren der Zeitreihenanalyse	286
1.3.1. Grundmodell der Zeitreihenanalyse.....	286
1.3.2. Zu prognostizierende Variable.....	287
1.3.3. Komponenten der Zeitreihen	289
1.3.4. Prognoseverfahren	291
1.3.4.1. Vorbemerkung	291
1.3.4.2. Mittelwertverfahren	292
1.3.4.3. Trendextrapolation.....	293
1.3.4.4. Sättigungsmodelle	296
1.3.5. Kritische Würdigung	301
1.4. Regressionsanalyse	304
1.4.1. Einfache Regressionsanalyse	304
1.4.1.1. Grundmodell	304
1.4.1.2. Prognose	308
1.4.2. Multiple Regressionsanalyse	310
1.4.3. Kritische Würdigung	310
2. Intuitive Prognoseverfahren	315
2.1. Vorbemerkung.....	315
2.2. Prognose mittels Analogieschluß	318
2.3. Morphologische Analyse	321
2.4. Relevanzbaumverfahren	326

2.5. Szenario-Technik	332
2.5.1. Zielsetzung	332
2.5.2. Differierende Ansätze	336
2.5.3. Phasen der Szenario-Technik	339
2.5.3.1. Analyse-Phase	339
2.5.3.1.1. Analyse des Untersuchungsgegenstands und des Umfelds	339
2.5.3.1.2. Bestimmung und Auswahl externer Einflußfaktoren als Schlüsselfaktoren	342
2.5.3.2. Ermittlung der Entwicklungstendenzen für die einzelnen Schlüsselfaktoren	352
2.5.3.3. Synthese-Phase	356
2.5.3.3.1. Szenario-Ermittlung und -Selektion	356
2.5.3.3.2. Szenario-Ausgestaltung	367
2.5.3.3.3. Störereignisanalyse	368
2.5.4. Auswirkungsanalyse und Strategieauswahl	370
2.5.5. Kritische Würdigung	377

E. Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen einer entscheidungsorientierten Bewertung

1. Vorbemerkung	385
2. Sicherheitsäquivalenzmethode	395
3. Risikozuschlagsmethode	402
4. Capital Asset Pricing Model (CAPM)	409
4.1. Darstellung und Herleitung des theoretischen Grund- konstrukts	409
4.1.1. Vorbemerkung	409
4.1.2. Prämissen	410
4.1.3. Portfoliotheoretische Basis	410
4.1.4. Kapitalmarktklinie	413
4.1.5. Wertpapierlinie	415
4.2. Kritische Würdigung des CAPM als alternative Konzeption zur Berechnung risikoangepaßter Kapitalisierungszinssätze im Rahmen einer entscheidungsorientierten Unter- nehmensbewertung	418
4.2.1. Vorbemerkung	418
4.2.2. Mehrperiodige Kapitalkosten unter Unsicherheit	419

4.2.3.	Bestimmung der Determinanten des Eigenkapitalkostensatzes.....	420
4.2.3.1.	Risikoloser Zinssatz.....	420
4.2.3.2.	Risikoprämie für das Marktportfolio.....	421
4.2.3.3.	Betafaktor.....	423
4.2.4.	CAPM - ein Modell zur Bestimmung des risikoangepaßten Kapitalisierungszinssatzes für eine entscheidungsorientierte Bewertung junger, dynamischer und überproportional wachsender Unternehmen?.....	427
5.	Arbitrage Pricing Model (APM)	431
5.1.	Darstellung des theoretischen Grundkonstrukts.....	431
5.2.	Kritische Würdigung des APM als alternative Konzeption zur Berechnung risikoangepaßter Kapitalisierungszinssätze im Rahmen einer entscheidungsorientierten Bewertung junger, dynamischer und überproportional wachsender Unternehmen.....	433
6.	Kritische Würdigung	435
6.1.	Vorgehensweise bei einer entscheidungsorientierten Bewertung junger, dynamischer und überproportional wachsender Unternehmen.....	435
6.2.	Begrenztheit der Eigenmittel.....	440
6.3.	Strukturäquivalenz.....	446
6.4.	Resümee.....	449
F.	Realloptionsansatz	451
1.	Vorbemerkung.....	451
2.	Bewertung von Realloptionen.....	456
2.1.	Auszahlungsstruktur und Determinanten des Optionswerts.....	456
2.2.	Optionsbewertungsmodelle.....	459
2.2.1.	Binominalmodell.....	459
2.2.1.1.	Duplikationsansatz.....	459
2.2.1.2.	Risikoneutrale Bewertung.....	462
2.2.2.	Black/Scholes Modell.....	465
3.	Kritische Würdigung.....	468
G.	Schlußbemerkung	473

Anhang

A. Überführung des Kapitalkostenansatzes in das Nettoverfahren	483
B. Herleitung des Total Cash-flow Ansatzes aus dem Kapitalkostenansatz	487
C. Herleitung ausgewählter Berechnungsschemen für den Residualwert am Ende der Detailprognosephase.....	490
Literaturverzeichnis.....	493
Stichwortverzeichnis.....	535