

Vahlens Handbücher

Jochen Drukarczyk
Andreas Schüler

Unternehmens- bewertung

Vahlen

7. Auflage

Zum Inhalt

Dieses grundlegende und zugleich vertiefende Buch zur Unternehmensbewertung ist konzipiert für Studierende der Betriebs- und Volkswirtschaftslehre und des Rechts, für Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater, Investmentbanker, Steuerberater und alle mit dem Erwerb, Verkauf bzw. der Restrukturierung von Unternehmen befassten Praktiker.

Die 7. Auflage wurde vollständig überarbeitet, in kompaktere Kapitel eingeteilt, teilweise gestrafft und in anderen Teilen deutlich erweitert. In jedem Kapitel finden sich Wissensbausteine, die die Kernbotschaften eines Abschnitts zusammenfassen und die Essenz des Werks repräsentieren. Zahlreiche Übungsaufgaben mit kurzen Lösungshinweisen helfen, das Gelernte anzuwenden. Zudem wurden die Übungsaufgaben durch Excel-Tabellen so aufbereitet, dass die eigene Entwicklung von Finanzplänen oder Zufallsbäumen nicht mehr erforderlich ist.

Aus dem Inhalt:

- Grundlagen der Bewertung bei Unsicherheit unter Beachtung von Steuern
- DCF-Bewertung
- Definition und Planung des bewertungsrelevanten Überschusses
- Ermittlung und Analyse des Diskontierungssatzes
- Rückstellungen und Unternehmenswert
- Bewertung bei ökonomischer Schiefelage, Ertrags- und Liquiditätsdefiziten
- Konzepte zur wertorientierten Unternehmenssteuerung
- Bewertung mit Multiplikatoren
- Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung

„ ... ohne Einschränkung zur Lektüre zu empfehlen.“
Zeitschrift *Die Wirtschaftsprüfung* zur Voraufgabe

Zu den Autoren

Prof. Dr. Dr. h.c. Jochen Drukarczyk war Inhaber des Lehrstuhls für Finanzierung an der Universität Regensburg. Seine bevorzugten Arbeitsgebiete sind die Bewertung, Sanierung und Analyse institutioneller Regelungen auf Kreditmärkten.

Prof. Dr. Andreas Schüler ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität der Bundeswehr München. Neben der Unternehmensbewertung gehören zu seinen Forschungsgebieten die wertorientierte Steuerung, Sanierung und betriebliche Altersversorgung sowie weitere finanzwirtschaftliche Fragestellungen wie z.B. die Analyse von Leasingverträgen.

Unternehmensbewertung

von

Dr. Dr. h.c. Jochen Drukarczyk

Dr. Andreas Schüler

7., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage

Verlag Franz Vahlen München

Für Ursula und Maja, Laura und Katharina,
Oliver und Johannes

J.D. und A.S.

Vorwort zur siebten Auflage

Dieses Buch ist eine grundlegende und zugleich vertiefende Einführung in den Bereich der Unternehmensbewertung. Es ist konzipiert für Studierende der Betriebs- und Volkswirtschaftslehre und des Rechts, für Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater, Investmentbanker, Steuerberater und alle mit dem Erwerb, Verkauf bzw. der Restrukturierung von Unternehmen befasste Praktiker.

Der gesamte Text der Voraufgabe wurde überarbeitet, in handlichere Kapitel zerlegt, z. T. gestrafft und in anderen Teilen deutlich erweitert. Mancher Leser wird es begrüßen, dass die Anzahl der Formeln leicht zurückgegangen ist. Wer sich beispielsweise über die Bewertung von Unternehmen unter den steuerlichen Rahmenbedingungen des Anrechnungs- oder Halbeinkünfteverfahrens informieren will, sei auf die Voraufgaben verwiesen.

Nach den einleitenden Kapiteln 1 bis 3, die Grundlagen der Bewertung bei Unsicherheit unter Beachtung von Steuern präsentieren, startet die Behandlung des Kerns des Buches in Kapitel 4, das die Konzeptionen der DCF-Bewertung vorstellt. Kapitel 5, überschrieben mit „Bewertungsrelevante Überschüsse“ erweitert die Behandlung des Problems gegenüber der Voraufgabe deutlich, indem es neben deren Definition auch deren Planung einschließlich verschiedener Ausprägungen der Gestaltung der Lebensphasen eines Unternehmens und damit des Wachstums darstellt und ihre Auswirkungen diskutiert.

Die Kapitel 6, 7 und 8 behandeln die Bewertungsansätze, die in Literatur und Praxis als herrschend anzusehen sind: APV-Ansatz, WACC-Ansatz und Equity-Ansatz bzw. Ertragswertmethode. Wir bemühen uns, die relativen Vor- bzw. Nachteile der Methoden detailliert und anschaulich zu erläutern. Anzuführen ist, dass diese relativen Vorteile oder Nachteile in späteren Kapiteln des Buches ebenfalls deutlich zutage treten werden. Dies gilt z. B. – aber nicht nur – für das Kapitel 10, das über Rückstellungen und Unternehmenswert referiert.

Kapitel 9 behandelt den Diskontierungssatz, dessen Bestandteile und die Möglichkeiten der Messung. Eine umfangreiche empirische Ermittlung zur Höhe der Diskontierungssätze unter deutschen institutionellen Gegebenheiten ist enthalten.

Erweiterungen des Problemgefüges finden sich in den folgenden Kapiteln. Kapitel 10 greift das in der Literatur nur stiefmütterlich behandelte Problem des Zusammenhangs zwischen Rückstellungen und Unternehmenswert auf. Kapitel 11 untersucht den Kontext zwischen Finanzierungsleasing und Unternehmensbewertung.

Die Kapitel 12 und 13 bringen die ökonomische Schieflage von Unternehmen und die Bewertung bei Ertrags- und Liquiditätsdefiziten sowie das Ausfallrisiko ins Spiel. Kapitel 12 erläutert, welche Kriterien – „Eröffnungsgründe“ – die deutsche Insolvenzordnung vorsieht, um eine ökonomische Schieflage, die die Positionen von Gläubigern gefährdet, zu kennzeichnen, und welche Schwachstellen diese Kriterien aufweisen. Dies hat Konsequenzen für anstehende Restrukturierungsentscheidungen in oder außerhalb eines Insolvenzverfahrens und die Position der Eigentümer. Wie eine die Rechtsnormen beachtende Restrukturierung in eine leistungsfähige DCF-Bewertung einzukleiden ist, wird erläutert. Kapitel 13 analysiert die Kalküle derjenigen, die bei temporären Ertrags- und Liquiditätsdefiziten, in der Vorinsolvenzphase oder im Rahmen eines Insolvenzverfahrens über Kreditverlängerung, Besicherung, Liquidation oder Fortführung mit oder ohne Insolvenzplan und die Neuordnung der Anteilsrechte entscheiden. Es stellt einen allgemein einsetzbaren Formelapparat bereit, der relevant wird, sobald Gläubiger Ausfallrisiko übernehmen.

Kapitel 14 behandelt Fragen und Ansätze der periodischen Performancemessung, die präzise Methoden der Bewertung voraussetzen, wenn man mindestens Barwertkompatibilität oder – anspruchsvoller – Barwertidentität verlangen will. Dabei stellen wir auch die aus Literatur und Praxis bekannten Konzepte wie EVATM oder CVA vor und ordnen sie konzeptionell ein.

Kapitel 15 wirft einen im Vergleich zur Voraufgabe größeren Blick auf die Bewertung von Unternehmen mittels Multiplikatoren, wobei auch den Querverbindungen unter den verschiedenen, in der Praxis zum Einsatz kommenden Multiplikatoren Aufmerksamkeit gewidmet wird. Nicht verändert hat sich unsere kritische Einstellung gegenüber diesem Bewertungsansatz.

Kapitel 16 haben wir überschrieben mit „Unternehmensbewertung und Rechtsprechung“. Die faktische Relevanz der Rechtsprechung für die Bewertung von Anteilen und Unternehmen ist unbestritten. Gegenstand dieses Kapitels ist die Frage, wie Gerichte über bestimmte wertrelevante Bestandteile des Bewertungskalküls urteilen, was anhand von über 80 Beschlüssen von Landgerichten und Oberlandesgerichten analysiert wird, und ob und ggf. wie weit diese Entscheidungen von dem, was man ökonomisch für rechtfertigbar halten könnte, entfernt sind.

Kapitel 17 bietet zahlreiche Übungsaufgaben an. Kurze Lösungshinweise sind beigefügt. Zudem haben wir die Übungsaufgaben durch Excel-Tabellen so aufbereitet, dass die eigene Entwicklung von Finanzplänen, Zufallsbäumen etc. nicht mehr erforderlich ist. Die Nutzung der Übungsaufgaben, die wir empfehlen, ist somit erheblich erleichtert. Wer an anspruchsvolleren und realitätsnahen „Aufgaben“ zur Bewertung von Unternehmen interessiert ist, sei auf unser Buch „Akquisitionen, Börsengänge und Restrukturierungen: Fallstudien zur Unternehmensbewertung“ verwiesen, das im gleichen Verlag erschienen ist. Zu den lebensnahen Fällen, die von der Bewertung mittelständischer GmbHs bis zu Großunternehmen (Fraport, Philip Holzmann) bzw.

Großprojekten (Airbus A380, Eurotunnel) reichen, bietet das Buch neben Sachverhaltsbeschreibungen und Daten auch ausführliche Lösungsvorschläge.

Alle Berechnungen einschließlich der Lösungen der Übungsaufgaben stehen auf der Website zu diesem Buch unter www.vahlen.de/13172208 zum Download bereit.

Wir haben in die einzelnen Kapitel eine Reihe von Wissensbausteinen eingearbeitet. Diese fassen die Kernbotschaften eines Abschnitts zusammen und repräsentieren aneinandergereiht die Essenz unseres Buches.

Wir bedanken uns bei unseren gegenwärtigen und früheren Mitarbeitern an der Universität Regensburg – Ingrid Gassner, Simon Krotter, Stefanie Schöntag und Holger Seidenschwarz – und an der Universität der Bundeswehr München – Karin Kellner, Adolina Lindner, Jakob Beck, Gerald Feslmeier, Alexander Fischer, Martin Geißler, Maximilian Groß, Niklas Lampenius, Matthias Schmautz, Patrick Siklóssy, Hans-Jürgen Straßer, Mario Winklmeier und Lothar Weiß –, die die Weiterentwicklung des Buches für die fünfte, sechste und siebte Auflage mit Kontrolle und wertvoller technischer Unterstützung begleitet haben. Verbliebene Fehler gehen, wie immer, zu unseren Lasten.

Regensburg und München, im Oktober 2015

*Jochen Drukarczyk
Andreas Schüler*

Vorwort zur ersten Auflage

Dieses Buch ist konzipiert für Studierende der Betriebs- und Volkswirtschaftslehre, für Studierende der Rechtswissenschaften, die die ökonomischen Grundlagen für Unternehmensbewertungen erarbeiten wollen, und für Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Unternehmensberater, Investmentbanker und andere mit dem Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen (Unternehmensteilen) betraute Praktiker. Es behandelt die Grundlagen des Bewertungsproblems in den einführenden Kapiteln 2, 3 und 4 und die Discounted Cashflow-Methoden sowie die Ertragswertmethode in Kapitel 5, das den Kern des Buches darstellt. Die Bewertung von Verlustvorträgen und die Bewertung in einer Welt mit Geldentwertung werden in Kapitel 6 diskutiert.

Bücher kommen nie ohne Unterstützung Dritter zustande. Zu diesen zählen einmal die Autoren, die durch ihre Arbeiten den Boden für das eigene Produkt bereitet haben. Zu ihnen gehören dann die Personen, die an der Entstehung des Buches aktiv mitwirkten: An erster Stelle nenne ich hier meinen langjährigen Mitarbeiter Bernhard Schwetzler, der – heute selbst Lehrstuhlinhaber – insbesondere an der Entwicklung von Kapitel 4, der Darstellung der Ertragswert-Methode sowie der Behandlung des Zusammenhangs zwischen Preissteigerungen und Bewertung intensiv gearbeitet hat. Dann möchte ich meine Mitarbeiter Ron Davidson, Dirk Honold und Andreas Schüler nennen, die die umfangreichen Korrekturarbeiten unter Zeitdruck übernahmen. Ihnen allen danke ich sehr. Verbleibende Fehler gehen natürlich allein zu meinen Lasten.

Besonders bedanken möchte ich mich bei Ulrike Zimmer. Sie hat – zunächst als studentische Hilfskraft – mehrere Fassungen von großformatigen und dennoch schwer lesbaren Manuskripten in Texte mit makelloser Formatierung übertragen. Und sie hat – dann bereits mit Diplom versehen – die vorliegende Endfassung erstellt.

Schließlich danke ich meiner Familie, die die Opportunitätskosten zu tragen hatte. Ihr ist deshalb dieses Buch gewidmet.

Regensburg, im August 1996

Jochen Drukarczyk

Inhaltsübersicht

Vorwort zur siebten Auflage	VII
Vorwort zur ersten Auflage	XI
Inhaltsverzeichnis	XVII
Übersicht aller Wissensbausteine	XXVII
Verzeichnis häufig benutzter Symbole	XXIX
1. Kapitel Einführung	1
I. Überblick	1
II. Bewertungsanlässe und Wertkonzeptionen	3
III. Aufbau des Buches	12
2. Kapitel Investitionsentscheidung bei Sicherheit	15
I. Methoden im Überblick	15
II. Vorläufige Definition der bewertungsrelevanten Zahlungen (Cashflows)	16
III. Einstieg in das Bewertungsproblem: Von der Payback-Methode zum NPV	17
IV. Investitionsentscheidung und Steuern im Standardmodell	22
V. Investitionsentscheidung bei Sicherheit im deutschen Steuersystem	26
3. Kapitel Investitionsentscheidung bei Unsicherheit	37
I. Der einperiodige Fall	37
II. Der mehrperiodige Fall	43
III. Marktorientierter Bewertungsansatz	54
IV. Zum State-Preference-Ansatz und zur risikoneutralen Bewertung	69
V. Die Black'sche Simple Discounting Rule	71
VI. Zur Bewertung von unsicheren Auszahlungen	72
VII. Anhang	77

4. Kapitel Grundlagen der DCF-Bewertung	81
I. Unternehmensgesamtwert und Kapitalstruktur – Einführung	81
II. Discounted Cashflow-Methode – Überblick	99
III. Anhang	107
5. Kapitel Bewertungsrelevante Überschüsse	109
I. Das Prinzip	109
II. Definition des bewertungsrelevanten Überschusses (Free Cashflow)	110
III. Zur Ausschüttungspolitik	120
IV. Zur Schätzung der bewertungsrelevanten Überschüsse (Free Cashflows)	125
V. Wachstumsannahmen – die Handhabung durch Gutachter	157
6. Kapitel APV-Ansatz	161
I. Einführung	161
II. Autonome versus atmende Finanzierungsstrategie	162
III. APV-Ansatz	171
IV. Anhang	194
7. Kapitel WACC-Ansatz	197
I. Konzeption	197
II. WACC-Ansatz und autonome Finanzierungsstrategie	198
III. WACC-Ansatz und atmende Finanzierungsstrategie	204
IV. Anhang	214
8. Kapitel Equity-Ansatz	221
I. Konzeption	221
II. Equity-Ansatz bei einfacher Gewinnsteuer	221
III. Equity-Ansatz im deutschen Steuersystem	224
IV. Eigenkapitalkosten bei Fremdfinanzierung gemäß Modigliani/Miller und Betaumrechnung	225
V. Equity-Ansatz vs. Ertragswertmethode	230
VI. Zur Positionierung des Equity-Ansatzes	231
VII. Anhang	233
9. Kapitel Diskontierungssatz	237
I. Vorbemerkung	237
II. Risikolose Rendite (Basiszinssatz)	238
III. Marktrisikoprämie	245
IV. Zur Höhe der Diskontierungssätze – eine empirische Untersuchung	253
V. Anhang	264
10. Kapitel Rückstellungen und Unternehmenswert	267
I. Fragestellung	267
II. Wertbeiträge von Rückstellungen und Verwendungsannahmen	269
III. Unternehmensbewertung und Rückstellungen	285
IV. Zur empirischen Bedeutung der Werteffekte von Rückstellungen und Fremdkapital	297
V. Steuerinduzierte Finanzierungshierarchie	302

11. Kapitel Leasing und Unternehmenswert	307
I. Überblick	307
II. Der Standardansatz der Vorteilhaftigkeitsprüfung	308
III. Leasing im deutschen Steuersystem	314
IV. Leasing und Hierarchie der Finanzierungsquellen	320
V. Unternehmensbewertung und Leasing	321
VI. Anhang	328
12. Kapitel Ökonomische Schieflage, Eröffnungsgründe der InsO, DES und die Position der Eigentümer	329
I. Einleitung und Vorgehensweise	329
II. Die insolvenzrechtliche Verteilungsregel	332
III. Eröffnungsgründe, Nominalwert der Gläubigeransprüche und Unternehmensgesamtwert	337
IV. Unternehmensbewertung diesseits von financial distress	339
V. Anreize für die Nutzung eines Insolvenzplanverfahrens	341
VI. Debt-Equity-Swap	343
VII. Ergebnisse	352
13. Kapitel Bewertung bei Kapitalbedarf, Verlust und Ausfallrisiko	355
I. Vorbemerkungen	355
II. Empirische Untersuchung	356
III. Bewertung bei Verlust und Rückgriff auf Außenfinanzierung	358
IV. Bewertung von Kapitalgeberansprüchen bei Ausfallrisiko	362
V. Bewertung bei Ausfallrisiko im deutschen Steuersystem	377
VI. Auswertung	380
VII. Anhang	383
14. Kapitel Wertorientierte Steuerung	387
I. Überblick	387
II. Performance-Messung	388
III. Residualgewinnkonzepte	391
IV. Varianten aus Literatur und Praxis	405
V. Buchwertbasierte Residualgewinne und DCF-Methode	409
VI. Anhang	415
15. Kapitel Bewertung mit Multiplikatoren	419
I. Einleitung	419
II. Ein einführendes Beispiel	420
III. Multiplikatoren als verkürzte DCF-Kalküle	424
IV. Ein Beispiel	434
V. APV-basierte Multiplikatoren	443
VI. Zur Treffgenauigkeit des Multiplikator-Ansatzes	446
16. Kapitel Unternehmensbewertung und Rechtsprechung	449
I. Ausgangspunkt	449
II. Bewertungsmethode	451
III. Bewertungsrelevante Überschüsse	453
IV. Diskontierungssätze	461

17. Kapitel Übungsaufgaben und Lösungen	473
I. Übungsaufgaben	473
II. Lösungshinweise zu den Übungsaufgaben	510
Literaturverzeichnis	523
Die Autoren	551
Stichwortverzeichnis	553

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur siebten Auflage	VII
Vorwort zur ersten Auflage	XI
Inhaltsübersicht	XIII
Übersicht aller Wissensbausteine	XXVII
Verzeichnis häufig benutzter Symbole	XXIX
1. Kapitel Einführung	1
I. Überblick	1
II. Bewertungsanlässe und Wertkonzeptionen	3
1. Anlässe zur Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensanteilen	3
2. Bewertungszwecke und Auffassungen über die werterzeugenden Faktoren	8
III. Aufbau des Buches	12
2. Kapitel Investitionsentscheidung bei Sicherheit	15
I. Methoden im Überblick	15
II. Vorläufige Definition der bewertungsrelevanten Zahlungen (Cashflows)	16
III. Einstieg in das Bewertungsproblem: Von der Payback-Methode zum NPV	17
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
6. NPV bei Eigenfinanzierung	31
7. NPV bei vollständiger Fremdfinanzierung	33
3. Kapitel Investitionsentscheidung bei Unsicherheit	37
I. Der einperiodige Fall	37
1. Problembeschreibung	37
a. Risiko als Eigenschaft eines Projektes	37
b. Risikobeitrag im Rahmen eines Projektportfolios	40
2. Individuelle Risikoneigung, Erwartungswert und Sicherheits- äquivalent	41
3. Bewertung bei Unsicherheit	41
II. Der mehrperiodige Fall	43
1. Einführung	43
2. Annahmen über die Verknüpfung der bewertungsrelevanten Zahlungen benachbarter Perioden	45
III. Marktorientierter Bewertungsansatz	54
1. Einleitung: Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) im Überblick ..	54
2. Marktorientierter Ansatz – der einperiodige Fall	56
3. Marktorientierter Ansatz – der mehrperiodige Fall bei Unabhängigkeit	59
4. Marktorientierter Ansatz – der mehrperiodige Fall bei Abhängigkeit ..	63
5. Vereinfachte Berechnung durch risikoangepasste Barwertfaktoren (RABF)	67
IV. Zum State-Preference-Ansatz und zur risikoneutralen Bewertung	69
V. Die Black'sche Simple Discounting Rule	71
VI. Zur Bewertung von unsicheren Auszahlungen	72
1. Im individualistischen Ansatz	72
2. Im marktorientierten Ansatz	74
VII. Anhang	77
4. Kapitel Grundlagen der DCF-Bewertung	81
I. Unternehmensgesamtwert und Kapitalstruktur – Einführung	81
1. Problemstellung und Annahmen	81
2. Bewertung eines mischfinanzierten Unternehmens in einer Welt ohne Steuern	82
3. Das Grundmodell von Modigliani/Miller	86
4. Exkurs: Mischfinanzierung und Bewertung	91
5. Eine Welt mit einer einfachen Gewinnbesteuerung	93
6. Beispiel	96
7. Das deutsche Steuerregime	98
8. Zwischenergebnisse	99
II. Discounted Cashflow-Methode – Überblick	99
1. Überblick und Beispiel	99
2. Exkurs: Ausgangswissen und Arbeitsweise der Ansätze	105
III. Anhang	107

5. Kapitel	Bewertungsrelevante Überschüsse	109
I.	Das Prinzip	109
II.	Definition des bewertungsrelevanten Überschusses (Free Cashflow)	110
	1. Eine einfache Ausschüttungsregel	110
	2. Net Operating Cashflow	111
	3. Vom Net Operating Cashflow zur Veränderung der liquiden Mittel	113
	4. Direkte und indirekte Definition des Free Cashflow	117
III.	Zur Ausschüttungspolitik	120
	1. Einfluss von Ausschüttungssperren und steuerlichen Regelungen	120
	2. Varianten	121
IV.	Zur Schätzung der bewertungsrelevanten Überschüsse (Free Cashflows)	125
	1. Vergangenheitsanalyse	125
	2. Prognose und Phasenmethode	126
	3. Ein Beispiel	128
	4. Zur Auslegung des Phasenmodells gem. IDW S1 (2008)	138
	5. Zur Modellierung der Rentenphase – Vorbemerkung	139
	6. Zum Übergang von Detailplanung zur Rentenphase	140
	a. Ausgangspunkt	140
	b. Verrentung des Rendite- und Wachstumsniveaus	142
	c. Drei-Phasen-Modell mit abruptem Übergang auf das wertneutrale Renditeniveau	143
	d. Drei-Phasen-Modell mit gleitendem Übergang auf das wertneutrale Renditeniveau nach O'Brien	144
	e. Drei-Phasen-Modell mit linearer Konvergenz von Reinvestitionsrendite und Ausschüttungsquote (Investment-Opportunity-Ansatz)	147
	f. Drei-Phasen-Modell mit linearer Konvergenz der Wachstumsrate (H-Modell)	148
	g. Die FCF-Entwicklung der Modelle im Überblick	149
	7. Ewige Rente und Inflation	152
	a. Ein einfaches Beispiel zur Bewertung bei Inflation	152
	b. Inflation, Überwältzbarkeit und Bewertung	153
V.	Wachstumsannahmen – die Handhabung durch Gutachter	157
	1. Methodik	157
	2. Ergebnisse	158
6. Kapitel	APV-Ansatz	161
I.	Einführung	161
II.	Autonome versus atmende Finanzierungsstrategie	162
	1. Grundlagen	162
	2. Autonome Finanzierungsstrategie – ein Beispiel	163
	3. Atmende Finanzierungsstrategie – ein Beispiel	166
III.	APV-Ansatz	171
	1. Zerlege und bewerte!	171
	2. Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung	171
	3. Ausschüttungsstrategie und Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung	175
	a. Prinzip	175
	b. Anwendung auf die Value AG	177

4.	Einfluss der Fremdfinanzierung	178
a.	Begründung durch Einkommensvergleich	178
b.	Risikoniveau-abhängige Steuereffekte	181
c.	Arbitrageüberlegungen	185
5.	Anwendung auf die Value AG	187
a.	Unternehmensteuereffekte	187
b.	Abgeltungsteuereffekt	188
c.	Wert des Eigenkapitals	188
d.	Ergebnis	189
6.	Externe Eigenfinanzierung vs. Fremdfinanzierung	190
7.	Hierarchie der Finanzierungsquellen unter steuerlichen Aspekten ...	192
IV.	Anhang	194
7. Kapitel	WACC-Ansatz	197
I.	Konzeption	197
II.	WACC-Ansatz und autonome Finanzierungsstrategie	198
1.	Charakterisierung	198
2.	WACC und Eigenkapitalkosten bei einfacher Gewinnsteuer	199
3.	WACC und Eigenkapitalkosten im deutschen Steuersystem	202
III.	WACC-Ansatz und atmende Finanzierungsstrategie	204
1.	Ausgangspunkt	204
2.	Zur Bewertung unsicherer steuerlicher Vorteile – die Argumentation von Miles/Ezzell	205
3.	Die Vereinfachung von Harris/Pringle	207
4.	Ein Beispiel	208
5.	Definition weiterer Diskontierungssätze	211
6.	Folgt aus einem konstanten Verschuldungsgrad ein zeitinvarianter WACC?	212
IV.	Anhang	214
1.	Autonome Finanzierungsstrategie	214
a.	Periodische Diskontierungssätze bei einfacher Gewinnsteuer	214
b.	Periodische Diskontierungssätze im deutschen Steuersystem (Risikoniveau I)	215
2.	Atmende Finanzierungsstrategie	216
a.	Diskontierungssätze bei einfacher Gewinnsteuer (Miles/Ezzell) ..	216
b.	Diskontierungssätze bei einfacher Gewinnsteuer (Harris/Pringle)	217
c.	Diskontierungssätze im deutschen Steuersystem in Anlehnung an Harris/Pringle (Risikoniveau I)	218
d.	Diskontierungssätze im deutschen Steuersystem in Anlehnung an Harris/Pringle (Risikoniveau II)	219
8. Kapitel	Equity-Ansatz	221
I.	Konzeption	221
II.	Equity-Ansatz bei einfacher Gewinnsteuer	221
III.	Equity-Ansatz im deutschen Steuersystem	224
IV.	Eigenkapitalkosten bei Fremdfinanzierung gemäß Modigliani/Miller und Betaumrechnung	225
1.	Einfaches Gewinnsteuersystem	225
2.	Deutsches Steuersystem	227
3.	Zur Zerlegung von Betawerten	228

V.	Equity-Ansatz vs. Ertragswertmethode	230
VI.	Zur Positionierung des Equity-Ansatzes	231
VII.	Anhang	233
	1. Betaumrechnung im einfachen Gewinnsteuersystem	233
	a. Autonome Finanzierungspolitik	233
	b. Atmende Finanzierungspolitik	234
	2. Betaumrechnung im deutschen Steuersystem	234
	a. Autonome Finanzierungspolitik	234
	b. Atmende Finanzierungspolitik	235
9. Kapitel	Diskontierungssatz	237
I.	Vorbemerkung	237
II.	Risikolose Rendite (Basiszinssatz)	238
	1. Das Problem und seine Lösung	238
	2. Anwendung auf die KF-AG	241
	3. Zur Verdichtung der Zinsstrukturkurve auf den sog. Einheitszins ...	244
III.	Marktrisikoprämie	245
	1. Literaturüberblick	245
	2. Arithmetisches vs. geometrisches Mittel	249
	3. Nationale vs. internationale Marktrisikoprämie	250
	4. Anmerkungen zur Höhe der erwarteten Marktrisikoprämie	252
IV.	Zur Höhe der Diskontierungssätze – eine empirische Untersuchung ...	253
	1. Vorgehensweise	253
	a. Eigenkapitalkosten	253
	b. Fremdkapitalkosten	254
	c. Steuervorteile der Fremdfinanzierung	254
	d. WACC	255
	e. Eigenkapitalkosten bei Eigenfinanzierung	255
	2. Ergebnisse	256
	a. Eigenkapitalkosten bei Fremdfinanzierung	256
	b. WACC	258
	c. Steuervorteile der Fremdfinanzierung	261
	d. Eigenkapitalkosten bei Eigenfinanzierung	261
	3. Kapitalkostenzerlegung	262
V.	Anhang	264
10. Kapitel	Rückstellungen und Unternehmenswert	267
I.	Fragestellung	267
II.	Wertbeiträge von Rückstellungen und Verwendungsannahmen	269
	1. Gebundene Mittel finanzieren Finanzanlagen	269
	a. Kalkül bei abgeltungsteuerpflichtiger Ausschüttung	269
	b. Kalkül bei abgeltungsteuerneutraler Ausschüttung	273
	2. Gebundene Mittel finanzieren Tilgungen	276
	a. Kalkül bei abgeltungsteuerpflichtiger Ausschüttung	276
	b. Kalkül bei abgeltungsteuerneutraler Ausschüttung	277
	3. Gebundene Mittel ersetzen Eigenkapital	279
	a. Vorbemerkung	279
	b. Rückstellungen ersetzen Gewinnrücklagen	279
	c. Rückstellungen ersetzen anderes Eigenkapital	281
	4. Auswirkung des Abzinsungsgebotes für sonstige Rückstellungen ...	282
	5. Ergebnisse	283

III.	Unternehmensbewertung und Rückstellungen	285
1.	Vorgehensweise	285
2.	Rechengang A: Modulare Bewertung	288
a.	APV-Ansatz	288
b.	WACC- und Equity-Ansatz	291
3.	Rechengang B: Partiiell aggregierte Bewertung	293
4.	Rechengang C: Aggregierte Bewertung	294
5.	Vergleich der Vorgehensweisen	295
IV.	Zur empirischen Bedeutung der Werteffekte von Rückstellungen und Fremdkapital	297
1.	Untersuchung von Schlumberger (2002)	297
2.	Untersuchung von Schlumberger/Schüler (2003)	297
3.	Untersuchung von Schüler (2003a)	298
a.	Daten und Methode	298
b.	Ergebnisse	299
V.	Steuerinduzierte Finanzierungshierarchie	302
11. Kapitel	Leasing und Unternehmenswert	307
I.	Überblick	307
II.	Der Standardansatz der Vorteilhaftigkeitsprüfung	308
1.	Grundlagen	308
2.	Der belastungsäquivalente Kreditbetrag	309
3.	Beispiel	310
4.	Bewertung mittels APV-Ansatz	311
III.	Leasing im deutschen Steuersystem	314
1.	Leasing vs. externe Eigenfinanzierung	314
2.	Leasing vs. Thesaurierung	315
3.	Beispiel	316
4.	Vergleich mit der Fremdfinanzierung und Folgerungen	317
IV.	Leasing und Hierarchie der Finanzierungsquellen	320
V.	Unternehmensbewertung und Leasing	321
1.	Leasing vs. Finanzierung durch Thesaurierung	321
2.	Leasing im Vergleich zur betragsgleichen Fremdfinanzierung	325
VI.	Anhang	328
12. Kapitel	Ökonomische Schieflage, Eröffnungsgründe der InsO, DES und die Position der Eigentümer	329
I.	Einleitung und Vorgehensweise	329
II.	Die insolvenzrechtliche Verteilungsregel	332
1.	Beispiel	332
2.	Folgerungen	336
III.	Eröffnungsgründe, Nominalwert der Gläubigeransprüche und Unter- nehmensgesamtwert	337
1.	Zahlungsunfähigkeit i. S. v. § 17 InsO	337
2.	Überschuldung i. S. v. § 19 Abs. 2 InsO	338
IV.	Unternehmensbewertung diesseits von financial distress	339
1.	APV-Methode	339
2.	Die KF-AG – oder: Ein Equity-Debt-Swap	339
3.	Zur Entstehung einer ökonomischen Schieflage	340

V.	Anreize für die Nutzung eines Insolvenzplanverfahrens	341
1.	Erster Versuch und ESUG	341
2.	Eintrittsbedingungen und Risiko vorzeitiger Beendigung	342
VI.	Debt-Equity-Swap	343
1.	Vorteile	343
2.	Bewertungsanforderungen – Überblick	344
3.	Zur Bewertung von Forderungen	
a.	Nominalwert	345
b.	Erwarteter Liquidationserlös	346
c.	Marktpreis	347
4.	Zur Bewertung der Anteilsrechte	348
a.	Erwarteter Erlös bei Liquidation bzw. Nullwert	348
b.	Kompensationslose Verabschiedung?	348
c.	Bewertung bei „financial distress“ – Prinzip	349
VII.	Ergebnisse	352
13. Kapitel	Bewertung bei Kapitalbedarf, Verlust und Ausfallrisiko	355
I.	Vorbemerkungen	355
II.	Empirische Untersuchung	356
III.	Bewertung bei Verlust und Rückgriff auf Außenfinanzierung	358
1.	Umformulierung des Steuereffekts der Fremdfinanzierung	358
2.	Fallabhängige Steuereffekte	360
3.	Equity- und WACC-Ansatz	360
IV.	Bewertung von Kapitalgeberansprüchen bei Ausfallrisiko	362
1.	Problemrelevante Situationen	362
2.	Annahmen	363
3.	Bewertung bei unkompensiertem Ausfallrisiko	364
a.	Gläubigerkalkül	364
b.	APV-Ansatz	365
c.	Equity- und WACC-Ansatz	366
4.	Beispiel	367
a.	APV-Ansatz	367
b.	Equity- und WACC-Ansatz	370
c.	Risikoverteilung und Betaumrechnung	371
5.	Bewertung bei kompensiertem Ausfallrisiko	372
a.	Geforderte Rendite der Gläubiger und risikoäquivalenter Verschuldungszinssatz	372
b.	APV-Ansatz	373
c.	WACC- und Equity-Ansatz	374
6.	Beispiel	374
a.	APV-Ansatz	374
b.	WACC- und Equity-Ansatz	376
c.	Risikoverteilung und Betaumrechnung	376
V.	Bewertung bei Ausfallrisiko im deutschen Steuersystem	377
1.	Bei unkompensiertem Ausfallrisiko	377
2.	Bei kompensiertem Ausfallrisiko	379
VI.	Auswertung	380
VII.	Anhang	383

14. Kapitel Wertorientierte Steuerung	387
I. Überblick	387
II. Performance-Messung	388
1. Ex ante: Investitionsentscheidung	388
2. Ex post: Kontrolle	389
III. Residualgewinnkonzepte	391
1. Residualgewinn auf den Buchwert	391
a. Prinzip	391
b. Permanente Verknüpfung mit dem NPV	393
c. NPV und Residualgewinne bei Planrevision	395
d. Implikationen des Preinreich/Lücke-Theorems	396
2. Residualgewinn auf den Marktwert	402
3. Residualgewinn auf einen periodisierten Marktwert	403
4. Residualgewinn auf das investierte Kapital	403
IV. Varianten aus Literatur und Praxis	405
1. EVA	405
2. CVA	406
3. Earned Economic Income	407
4. Shareholder Value Added	408
V. Buchwertbasierte Residualgewinne und DCF-Methode	409
1. APV-Ansatz	409
a. Unternehmensbewertung	409
b. NPV	411
c. Net Value Created und Residualgewinne	411
2. WACC-Ansatz	412
a. Unternehmensbewertung und Performance-Messung	412
b. Residualgewinne	413
3. Equity-Ansatz	413
a. Unternehmensbewertung und Performance-Messung	413
b. Beispiel: Erwartungsrevision	414
VI. Anhang	415
1. Preinreich/Lücke-Theorem	415
2. Herleitung der Gleichung (14-9)	416
3. Herleitung der Gleichung (14-10)	417
4. Shareholder Value Added	417
15. Kapitel Bewertung mit Multiplikatoren	419
I. Einleitung	419
II. Ein einführendes Beispiel	420
III. Multiplikatoren als verkürzte DCF-Kalküle	424
1. Vorbemerkung	424
2. EV/EBIT-Multiplikator	426
3. EV/EBITDA-Multiplikator	428
4. EV/Sales-Multiplikator	429
5. PE-Ratio	429
6. Price-Book-Ratio	433
IV. Ein Beispiel	434
1. Annahmen und Daten des Beispiels	434
2. Verdichtung der Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen	436
3. Verknüpfungen zwischen Multiplikatoren	439
4. Folgerungen	441

V.	APV-basierte Multiplikatoren	443
VI.	Zur Treffgenauigkeit des Multiplikator-Ansatzes	446
16. Kapitel	Unternehmensbewertung und Rechtsprechung	449
I.	Ausgangspunkt	449
II.	Bewertungsmethode	451
III.	Bewertungsrelevante Überschüsse	453
IV.	Diskontierungssätze	461
17. Kapitel	Übungsaufgaben und Lösungen	473
I.	Übungsaufgaben	473
1.	Aufgaben zu Kapitel 2	473
2.	Aufgaben zu Kapitel 3	477
3.	Aufgaben zu Kapitel 4	482
4.	Aufgaben zu Kapitel 5	486
5.	Aufgaben zu Kapitel 6 bis 8	492
6.	Aufgaben zu Kapitel 10	503
7.	Aufgabe zu Kapitel 13	505
8.	Aufgaben zu Kapitel 14	506
9.	Aufgaben zu Kapitel 15	507
II.	Lösungshinweise zu den Übungsaufgaben	510
1.	Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 2	510
2.	Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 3	511
3.	Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 4	512
4.	Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 5	513
5.	Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 6 bis 8	514
6.	Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 10	518
7.	Lösungshinweise zu der Aufgabe zu Kapitel 13	519
8.	Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 14	519
9.	Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 15	520
	Literaturverzeichnis	523
	Die Autoren	551
	Stichwortverzeichnis	553

Übersicht aller Wissensbausteine

Wissensbaustein 1:	Barwert und Net Present Value (NPV) bei Sicherheit	21
Wissensbaustein 2:	Grundzüge des deutschen Steuersystems	31
Wissensbaustein 3:	Bewertungsrelevanter Überschuss nach Steuern	34
Wissensbaustein 4:	Varianz und Standardabweichung	39
Wissensbaustein 5:	Sicherheitsäquivalent und Risikozuschlag im einperiodigen Fall	43
Wissensbaustein 6:	Sicherheitsäquivalent- und Risikozuschlagsmethode im mehrperiodigen Fall bei Unabhängigkeit	46
Wissensbaustein 7:	Sicherheitsäquivalent- und Risikozuschlagsmethode im mehrperiodigen Fall bei Abhängigkeit	50
Wissensbaustein 8:	Marktorientierte Risikozuschlagsmethode am Beispiel des CAPM	55
Wissensbaustein 9:	Marktorientierte Sicherheitsäquivalentmethode am Beispiel des CAPM	57
Wissensbaustein 10:	Bedingung für konstante Risikozuschläge	67
Wissensbaustein 11:	Risikoangepasste Barwertfaktoren (RABF)	68
Wissensbaustein 12:	Risikoneutrale Bewertung	70
Wissensbaustein 13:	Black'sche Simple Discounting Rule	72
Wissensbaustein 14:	Bewertung von Auszahlungen	76
Wissensbaustein 15:	Die Botschaften von Modigliani/Miller (Welt ohne Steuern)	90
Wissensbaustein 16:	Die Botschaften von Modigliani/Miller (einfache Gewinnsteuer)	96
Wissensbaustein 17:	DCF-Varianten im Überblick	104
Wissensbaustein 18:	Definition der Free Cashflows	119
Wissensbaustein 19:	Zur Ausschüttungspolitik	124
Wissensbaustein 20:	Terminal Value – der Dreiklang aus Reinvestitionsrendite, Thesaurierungsquote und Wachstumsrate	152

Wissensbaustein 21: Terminal Value – Realwachstum und Inflation legen das Nominalwachstum fest	157
Wissensbaustein 22: Autonome versus atmende Finanzierungsstrategie	170
Wissensbaustein 23: Arbeitsweise des APV-Ansatzes	189
Wissensbaustein 24: Anmerkungen zu den finanzierungsbedingten Steuer- effekten im deutschen Steuersystem	192
Wissensbaustein 25: Eigenkapitalkosten und WACC bei einfacher Gewinn- steuer und autonomer (Modigliani/Miller) bzw. atmender Finanzierungsstrategie (Miles/Ezzell, Harris/Pringle)	210
Wissensbaustein 26: Eigenkapitalkosten und WACC im deutschen Steuer- system bei autonomer (Modigliani/Miller) bzw. atmender Finanzierungsstrategie (Harris/Pringle)	212
Wissensbaustein 27: Betaumrechnung	228
Wissensbaustein 28: Zur Leistungsfähigkeit der drei DCF-Varianten	232
Wissensbaustein 29: Stichtagsaktuelle und laufzeitäquivalente risikolose Rendite (Basiszinssatz)	245
Wissensbaustein 30: Marktrisikoprämie	253
Wissensbaustein 31: Was wissen wir über die empirische Höhe der Diskontierungssätze?	263
Wissensbaustein 32: Rückstellungsbildung, steuerliche Effekte und Verwendungsalternativen	282
Wissensbaustein 33: Wertbeiträge von Rückstellungen	284
Wissensbaustein 34: Einbettung von Rückstellungen in den Bewertungskalkül	297
Wissensbaustein 35: Steuerinduzierte Hierarchie der Finanzierungsquellen ...	304
Wissensbaustein 36: Bewertung einer Leasingfinanzierung bei einfacher Gewinnsteuer	313
Wissensbaustein 37: Bewertung einer Leasingfinanzierung im deutschen Steuersystem	320
Wissensbaustein 38: Bewertung bei temporären Ertrags- oder Liquiditäts- defiziten (kein Ausfallrisiko)	361
Wissensbaustein 39: Bewertung bei Ertrags- oder Liquiditätsdefiziten (unkompensiertes Ausfallrisiko)	372
Wissensbaustein 40: Bewertung bei Ertrags- und Liquiditätsdefiziten (kompensiertes Ausfallrisiko)	376
Wissensbaustein 41: NPV und Net Value Created (NVC) auf Basis von Free Cashflows	391
Wissensbaustein 42: NPV und Net Value Created (NVC) auf Basis von Residualgewinnen	394
Wissensbaustein 43: Implikationen und Erweiterungen des Preinreich/Lücke- Theorems	401
Wissensbaustein 44: Varianten des Residualgewinns und Ausweis des NPV-Beitrags	404
Wissensbaustein 45: Kennzahlen zur wertorientierten Steuerung in Literatur und Praxis – EVA, CVA, EEI und SVA	409
Wissensbaustein 46: Ziel und Anforderungen beim Einsatz von Multiplikatoren	423
Wissensbaustein 47: Fünf gängige Multiplikatoren	424
Wissensbaustein 48: Verdichtung zum Peer-Group-Multiplikator	439
Wissensbaustein 49: Verknüpfungen zwischen Multiplikatoren	441
Wissensbaustein 50: APV-basierte Multiplikatoren	445

Verzeichnis häufig benutzter Symbole

A	Auszahlung
\bar{A}	Erwartete Auszahlung
Ab_t	Abschreibung der Periode t
AR_t	Auflösung von Rückstellungen in Periode t bei Wegfall des Rückstellungsgrundes
α	durch Fremdkapital bedingter Steuervorteil
b	Thesaurierungsquote
BA_t	Betriebliche Aufwendungen der Periode t
BKW	Bruttokapitalwert
β_F	Beta-Wert eines auch fremdfinanzierten Unternehmens
β_E	Beta-Wert eines nur eigenfinanzierten Unternehmens
β_D	Debt Beta
BS	Bilanzsumme
BW	Buchwert
\widetilde{CF}	Zustandsabhängiger Cashflow
\overline{CF}	Erwartungswert des Cashflows
CF_t	Cashflow der Periode t
cov	Kovarianz
CVA	Cash Value Added
d	Wertentwicklung im Down-Zustand
d	Decay rate
d	Abschreibungsfaktor (in % EBITDA)
DES	Debt-Equity-Swap

XXX Verzeichnis häufig benutzter Symbole

Div_t	Dividende der Periode t
E	Eigenkapital, Wert
EA_t	Erhaltene Anzahlungen der Periode t
EBT	Earnings before taxes
EBIaT	Earnings before interest, after taxes
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
$E[\widetilde{FCF}]$	Erwartungswert des Free Cashflows
EEI	Earned Economic Income
EK	Eigenkapital, Betrag (Buchwert)
EKR	Eigenkapitalrendite (auf Basis Buchwert)
$E[\widetilde{r}_M]$	erwartete Rendite des Marktportefeuilles
$E[\overline{X}]$	Erwartungswert von Überschüssen ($= \overline{X}$)
EV	Enterprise Value
EVA	Economic Value Added
f	Fade rate (Verfallrate)
F	Fremdkapital, Wert
FA	Finanzanlagen
FCF	Free Cashflow
FCF_E	Free Cashflow bei Eigenfinanzierung
FCF_F	Free Cashflow bei Fremdfinanzierung
FK	Fremdkapital, Betrag (Buchwert)
F_t^{Lei}	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen der Periode t
F_N	Nominalwert des Fremdkapitals
F_p	Private Verschuldung
G	Standardabweichung
G^2	Varianz
GA	Geleistete Anzahlungen
GE	Geldeinheiten
GKR	Gesamtkapitalrendite (auf Basis Buchwert)
GKV	Gesamtkostenverfahren
GRI	Gewinnrücklagen
GvS	Gewinn vor Steuern
g	Wachstumsrate
H	gewerbesteuerlicher Hebesatz
HM	Harmonisches Mittel (Harmonic Mean)
HP	Harris/Pringle
IC	Invested Capital
IOA	Investment-Opportunity-Ansatz

IPV	Insolvenzplanverfahren
IR	Inanspruchnahme bei Einheit des Rückstellungsgrundes
I_{SAV}	Investitionen in Sachanlagen
I_t	Investitionsauszahlungen der Periode t
i	Risikolose Rendite
i_S	Risikolose Rendite nach Steuern
i_V	Verschuldungszinssatz bzw. geforderte Rendite der Gläubiger
i_V^*	risikokompensierender Verschuldungszinssatz
IK_t	investiertes Kapital am Ende der Periode t
IRR	Internal Rate of Return (interner Zinsfuß)
JÜ	Jahresüberschuss
k	geforderte Rendite der Eigentümer bei ausschließlicher Eigenfinanzierung
KD	Kapitaldienst
KE	Kapitalerhöhung
KH	Kapitalherabsetzung
k_F	geforderte Rendite der Eigentümer bei Mischfinanzierung
k_S	Eigenkapitalkostensatz nach Einkommensteuer bei Eigenfinanzierung
k_{FS}	Eigenkapitalkostensatz nach Einkommensteuer bei Mischfinanzierung
λ	Marktpreis des Risikos
L	Liquidationswert
L^*	(geplanter) Verschuldungsgrad
LB_t	Lagerbestand der Periode t
lgd	loss given default (Ausfallquote)
LR_t	Leasingrate der Periode t
LM	Liquide Mittel
M	Multiplikator
m	EBITDA-Marge
MA	Materialaufwand
ME	Miles/Ezzell
MM	Modigliani/Miller
n	Nutzungsdauer
NPV	Net Present Value
NPV_E	Net Present Value bei Eigenfinanzierung
NPV_F	Net Present Value bei Fremdfinanzierung
NPV_M	Net Present Value bei Mischfinanzierung
NOCF	Net Operating Cashflow
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
NSS	Nelson/Siegel/Svensson-Modell

NUV	Nettoumlaufvermögen
NVC	Net Value Created
NWC	Net Working Capital
π	Inflationsrate
p_j	Eintrittswahrscheinlichkeit für den Zustand j
P_t	Barwert der Pensionsansprüche in Periode t
PA	Personalaufwand
PB	Price-Book (-Ratio)
PE	Price-Earnings (-Ratio)
PR_t	Pensionsrückstellung der Periode t (Buchwert)
q	risikoneutrale Eintrittswahrscheinlichkeit
r	Rendite
\bar{r}	Erwartete Rendite
r_{KG}	Kursgewinnrendite
r_D	Dividendenrendite
\bar{r}_M	Erwartete Rendite des Marktportfolios
\tilde{r}_M	Zustandsabhängige Rendite des Marktportfolios
R_t	Rentenzahlung der Periode t
RA_t	Risikoabschlag der Periode t
RABF	risikoangepasster Barwertfaktor
RBW	Restbuchwert
RBV	Rohbetriebsvermögen
RG	Residualgewinn
RHB	Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe
RI_t	Rücklagen der Periode t
r_M	Marktrendite
RN	Risikoniveau
RS_t	Rückstellungen der Periode t
RVE	Restverkaufserlös
ROI	(Rate of) Return on Investment
ROIC	(Rate of) Return on Invested Capital
ROA	(Rate of) Return on Assets
ROE	(Rate of) Return on Equity
SAV	Sachanlagevermögen
SVA	Shareholder Value Added
S_t	Sicherheitsäquivalent der Periode t
S_A	Abgeltungsteuerzahlung
S_{GE}	Gewerbeertragsteuerzahlung
S_K	Körperschaftsteuerzahlung

s_A	Abgeltungsteuersatz
s_{GE}	Gewerbeertragsteuersatz
s_I	Einkommensteuersatz
σ	Standardabweichung
σ^2	Varianz
s_K	Körperschaftsteuersatz
SK	Sanierungskredit
s_U	Unternehmensteuersatz, auch kombinierter Unternehmensteuersatz
$s_{U,F}$	Unternehmensteuersatz, modifiziert um Hinzurechnung von FK-Zinsen
t	Periode t
T_t	Tilgung der Periode t
u	Wertentwicklung im Up-Zustand
u	Nutzen
\bar{u}	Erwartungswert des Nutzens
UE_t	Umsatzerlöse der Periode t
UGA	Umschlagsgeschwindigkeit der Aktiva
\ddot{u}	Grad der Überwälzbarkeit von Preissteigerungen
V_E	Unternehmenswert bei reiner Eigenfinanzierung
V_{ASt}	Wert der Abgeltungsteuereffekte
V_F	Unternehmenswert bei anteiliger Fremdfinanzierung
V_{St}	Wert der Steuereffekte
V_{USt}	Wert der Unternehmensteuereffekte
V_t^{Lei}	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen der Periode t
VV	Verlustvortrag
WACC	durchschnittlicher gewogener Kapitalkostensatz (= weighted average cost of capital)
z	Zinsanteil (in % EBIT)
z^*	Risikozuschlag
ZE	Zinsertrag
Zi	Zinsaufwand
ZR	Zuführung zu Rückstellungen
ZPR _{t}	Zuführung zu Pensionsrückstellungen
ZV	Zinsvortrag

Einführung

1

I. Überblick

Es fehlt nicht an Aufsätzen und Büchern zu Problemen der Bewertung von Unternehmen und Beteiligungen. Dieser Problembereich zählt zu den Dauerbrennern der Betriebswirtschaftslehre. In den letzten Jahren hat dieses Gebiet – zum wiederholten Male – eine überraschende Aktualität erfahren. Hierfür lassen sich mehrere Gründe nennen. Die Diskussion um eine verstärkt an Eigentümerinteressen zu orientierende Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik von Aktiengesellschaften hat der Diskussion um die Bestimmungsfaktoren von Unternehmenswerten und um die Umsetzung von Strategien zur Steigerung von Unternehmenswerten neue, starke Impulse gegeben. Dies wird unterstrichen durch zahlreiche Dissertationen, Aufsätze sowie von Hochschullehrern und Unternehmensberatungsgesellschaften herausgegebene Bücher, die die Ausrichtung von unternehmerischen Strategien an der Maximierung des Unternehmenswertes unter den Stichworten Value-Based-Management oder wertorientierte Steuerung sehr nachdrücklich empfehlen. Man kann feststellen, dass sich die Ansätze der wertorientierten Steuerung und der Performance-Messung, also der Definition und Kontrolle der Periodenleistung von Unternehmen, verstärkt den theoretischen Konzeptionen zuwenden, die auch für die Bewertung von Unternehmen benötigt werden. Auch diese Entwicklungen sorgen dafür, dass die Diskussion um leistungsfähige Methoden zur Bewertung von Unternehmen ihre Aktualität behält.

An zweiter Stelle ist auf die hohe Zahl an Transaktionen zu verweisen, bei denen der Übergang von Eigentumsrechten an Unternehmen Verhandlungs- und Vertragsgegenstand ist und auf die empirischen Untersuchungen, die belegen, dass der Anteil der Transaktionen, in denen für die Übernahme der Eigentumsrechte zu hohe Preise gezahlt werden, erheblich ist. Die Suche nach den Ursachen von Fehlentscheidungen bzw. überzogenen Preiszugeständnissen ist wichtig. Mögliche Antworten sind: Synergien werden überschätzt, das Management der erwerbenden Gesellschaft überschätzt die Möglichkeiten, in noch unbekanntem Geschäftsfeldern erfolgreich zu sein, es wer-

den fehlerhafte Annahmen gesetzt und schließlich werden auch Bewertungsmethoden falsch angewendet. Die beiden letztgenannten Aspekte beleben das Interesse an methodischen Fragen der Unternehmensbewertung: Was sind leistungsfähige und was sind weniger gute Ansätze zur Bewertung von Unternehmen?

Die beiden angesprochenen Bewertungsanlässe sind zwei aus einer Vielzahl von Situationen, die im Verlauf des idealtypischen Lebenszyklus eines Unternehmens eintreten bzw. eintreten können. Abbildung 1-1 ist ein Versuch, typischen Phasen dieses Lebenszyklus Maßnahmen bzw. Strategien zuzuordnen, die Unternehmensbewertungskalküle erforderlich machen.



Abbildung 1-1: Idealtypischer Lebenszyklus eines Unternehmens und zugehörige Bewertungsanlässe

Dieses Buch behandelt die Methoden der Unternehmensbewertung, die Anspruch auf theoretische Fundierung erheben, und die Bewertung mit Multiplikatoren. Es stellt die wichtigsten Spielarten der Discounted-Cashflow (DCF)-Methode in allen Details vor: die Entity-Ansätze in den Ausprägungen Weighted-Average-Cost-of-Capital (WACC)-Ansatz und Adjusted-Present-Value (APV)-Ansatz sowie den Equity-Ansatz. Die Ertragswert-Methode wird als Unterform des Equity-Ansatzes behandelt.