

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Abbildungsverzeichnis	13
Tabellenverzeichnis.....	17
Abkürzungsverzeichnis	19
1 Einführung	23
1.1 Gegenstand der Aktien- und Unternehmensbewertung	23
1.2 Unternehmens- versus Aktienbewertung	25
1.3 Bewertungsanlässe	26
1.4 Bewertungszwecke	30
1.4.1 Ermittlung von Marktwerten	31
1.4.2 Ermittlung von Steuerungswerten	32
1.4.3 Ermittlung von »objektivierten Unternehmenswerten« nach dem IDW	32
1.4.4 Ermittlung von Entscheidungswerten	33
1.4.5 Ermittlung von Schiedswerten	33
1.4.6 Ermittlung von Argumentationswerten	34
1.4.7 Ermittlung von Vertragswerten	34
1.4.8 Ermittlung von steuerlichen Werten	34
1.5 Methodenüberblick	35
1.6 Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung	38
1.7 Fazit	40
2 Erfolgsorientierte Unternehmensbewertung (Zukunftserfolgsverfahren)	43
2.1 Discounted-Cashflow-Verfahren	43
2.1.1 Leistungs- und Finanzbereich von Unternehmen	43
2.1.2 Bruttoverfahren (»Entity Approach«)	48
2.1.2.1 WACC-Ansatz	48
2.1.2.2 Total-Cashflow-Ansatz	51
2.1.2.3 Adjusted-Present-Value-Ansatz	52
2.1.3 Nettoverfahren (»Equity Approach«)	54
2.1.4 Exkurs: Ertragswertverfahren	55
2.2 Würdigung der DCF-Verfahren	58
2.3 Prognose von Erfolgsgrößen	60
2.3.1 Ablauf der Prognose	61
2.3.1.1 Top-down- versus Bottom-up-Prognose	61
2.3.1.2 Prognosetechniken	64
2.3.2 Zerlegung des Prognosezeitraumes	64
2.3.3 Abbildung von Risiken bei der Prognose	74

2.3.4	Aufspaltung von Erfolgs- und Vermögensgrößen	75
2.3.5	Modelle mit endogenem Wachstum	80
2.3.5.1	Das Gordon-Shapiro-Modell	83
2.3.5.2	Das Wachstumsmodell von Modigliani/Miller (MM)	86
2.3.5.3	Das Übergewinnmodell	91
2.3.5.4	Equity-Ansätze	95
2.3.5.5	Abschmelzende Renditen (Fade)	96
2.3.5.6	Exkurs: Die Modellierung von Konvergenzprozessen (Messung der CAP)	106
2.3.6	Die Wachstumsraten in der Phase des unendlichen Planungshorizontes	109
2.3.7	Fazit	111
2.4	Ermittlung der Kapitalkosten	112
2.4.1	Kapitalkosten und Risikozuschläge	113
2.4.1.1	Kapitalkosten und Operating Leverage	117
2.4.1.2	Kapitalkosten und Financial Leverage	119
2.4.2	Ermittlung der Eigenkapitalkosten	123
2.4.2.1	Ermittlung mithilfe des Capital Asset Pricing Models	123
2.4.2.1.1	Bestimmung der risikolosen Anlage	125
2.4.2.1.2	Bestimmung der Marktrendite	128
2.4.2.1.3	Bestimmung von Betafaktoren	137
2.4.2.1.4	Sonstige Risikozuschläge	144
2.4.2.1.5	Würdigung des CAPM	145
2.4.2.2	Ermittlung mithilfe der Arbitrage Pricing Theory	147
2.4.3	Ermittlung der Fremdkapitalkosten	148
2.4.3.1	Traditionelle Ermittlung mit Credit Spreads	148
2.4.3.2	Erwartete Rendite und Debt Beta	156
2.4.4	Berechnung von Bottom-up-Betas	164
2.4.5	Gewichtung der Kapitalkosten mit Marktwerten	166
2.4.6	Konsistente Ermittlung der Kapitalkosten	169
2.4.7	Abbildung der Besteuerung	173
2.4.7.1	Bewertungsrelevante Steuern in Deutschland	173
2.4.7.2	Bewertung von Kapitalgesellschaften	178
2.4.7.3	Bewertung von Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen	184
2.4.8	Das Zirkularitätsproblem	189
2.5	Simulationsbasierte Unternehmensbewertung	191
2.6	Vereinfachende Bewertungsverfahren	194
2.6.1	Vereinfachtes Ertragswertverfahren	194
2.6.2	Das Dividendendiskontierungsmodell (DDM)	199
2.7	Fazit	207

3	Realloptionsansatz	209
3.1	Einführung	209
3.2	Kennzeichen von Realoptionen	210
3.3	Klassifizierung von Realoptionen	216
3.4	Bewertungsmodelle	217
3.4.1	Binomialmodell	218
3.4.2	Mehrperiodiges Binomialmodell	221
3.5	Optionstheoretische Lösungen	225
3.5.1	Grundlagen	225
3.5.2	Lösungsansatz Contingent-Claim-Analyse	227
3.5.3	Optionswert für europäische Optionen nach Black/Scholes	228
3.5.4	Optionswerte für amerikanische Realoptionen	230
3.5.4.1	Differenzialgleichung auf Basis der Konstruktion eines risikolosen Portfolios	231
3.5.4.2	Differenzialgleichung auf Basis der Stochastischen dynamischen Programmierung	232
3.5.4.3	Anwendung des Optionspreismodells	234
3.5.5	Realoptionen zur Unternehmensbewertung	236
3.5.5.1	Wert des Wachstums (aktiv)	238
3.5.5.2	Optionswerte für börsennotierte Unternehmen	242
3.6	Fazit	249
4	Marktorientierte Unternehmensbewertung (Multiplikatorverfahren)	253
4.1	Einführung	253
4.2	Struktur der Multiplikatorbewertung	255
4.2.1	Das Bewertungsmodell	255
4.2.2	Ablauf der Multiplikatorbewertung	258
4.2.3	Beurteilung einzelner Multiplikatoren	261
4.2.4	Equity-Multiples	266
4.2.4.1	Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	266
4.2.4.2	Das Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCFV)	280
4.2.4.3	Das Price/Earnings to Growth Ratio (PEG-Ratio)	281
4.2.4.4	Das Kurs-Buchwert-Verhältnis	282
4.2.5	Entity-Multiples	284
4.2.5.1	Enterprise Value (EV)/EBIT	287
4.2.5.2	Enterprise Value/EBITDA	289
4.2.5.3	Enterprise Value/Invested Capital (EV/IC)	302
4.2.5.4	Sonstige Entity-Multiples	308
4.2.5.5	Spezielle Multiples in verschiedenen Branchen	308
4.2.6	Ermittlung von Aktionärsrenditen	312
4.2.6.1	Berechnung von internen Zinsfüßen bzw. Aktionärsrenditen	313
4.2.6.2	Aktionärsrenditen im Entity-Ansatz	313

4.2.6.3	Aktionärsrenditen im Equity-Ansatz	319
4.2.6.4	Abgrenzung zum Kurs-Gewinn-Verhältnis und zur Dividendenrendite ..	320
4.2.7	Vergleichbare Unternehmen in der Peer Group	322
4.2.8	Vergleichbarer Bewertungsanlass	324
4.2.9	Verdichtungsmethoden von Multiples	326
4.2.10	Identifikation empirischer Einflüsse	329
4.3	Fazit	330
5	Kostenorientierte Bewertungsverfahren (Reproduktionswerte, Substanzwerte)	333
5.1	Einführung	333
5.2	Substanzwert auf Basis von Reproduktionswerten	335
5.3	Substanzwert im Sinne von ersparten Ausgaben	337
5.4	Substanzwert auf Basis von Liquidationswerten	338
5.5	Substanzwerte von einzelnen Vermögensgegenständen und Schulden	339
5.5.1	Sachanlagen (Property, Plant and Equipment; PPE)	339
5.5.1.1	Grundstücke und Gebäude	339
5.5.1.2	Technische Anlagen, Maschinen und sonstige Vermögensgegenstände des Anlagevermögens	341
5.5.2	Immaterielles Vermögen	342
5.5.2.1	Bewertungsansätze von immateriellem Vermögen	343
5.5.2.1.1	Kapitalwertorientierte Verfahren (DCF-Verfahren)	344
5.5.2.2	Markenwert und Bekanntheitsgrad	350
5.5.2.2.1	Fallstudie: Bewertung des Markenwertes des BMW-Konzerns	351
5.5.2.3	Kundenbeziehungen	354
5.5.2.3.1	Fallstudie: Bewertung des Kundenvermögens des BMW-Konzerns ...	356
5.5.2.4	Mitarbeiter (Humankapital)	358
5.5.3	Geschäfts- und Firmenwert (Goodwill)	360
5.5.3.1	Forschungs- und Entwicklungskosten	361
5.5.4	LIFO-Bewertung	361
5.5.5	Latente Steuern	361
5.5.6	Finanzanlagen/Anteile an verbundenen Unternehmen	362
5.5.7	Langfristige Forderungen	362
5.5.8	Vorräte	362
5.5.9	Andere Gegenstände des Umlaufvermögens	363
5.5.10	Rückstellungen	363
5.5.11	Verbindlichkeiten	364
5.6	Fallstudie: Bewertung des Reproduktionswertes von Apple	364
5.7	Fazit	368

6	Bewertung von komplexen Konzernen	371
6.1	Einleitung	371
6.2	Identifizierung des wirtschaftlichen Eigentums	373
6.2.1	Identifizierung bei Pyramidenstrukturen	373
6.2.2	Identifizierung bei Zirkelstrukturen	378
6.2.2.1	Bewertung bei einfacher Zirkelstruktur	379
6.2.2.2	Fallstudie: Bewertung der Jardine Group	381
6.2.3	Identifikation bei komplexen Konzernen	385
6.2.4	Höhe der effektiven Anteile	386
6.3	Beurteilung von komplexen Unternehmensstrukturen	388
6.4	Fazit	389
	Anhang 1: Barwert bei konstant wachsenden Cashflows (ewige Rente)	391
	Anhang 2: Bereinigungen von Erfolgs- und Kapitalgrößen	393
	Anhang 3: Detaillierte Preisermittlungen der Komponenten des Enterprise Value (EV)	403
	Anhang 4: Ertragsgrößen im Ertragswertverfahren	407
	Anhang 5: Herleitung des Capital Asset Pricing Model (CAPM)	411
	Anhang 6: Leveraging/Deleveraging von Betas	419
	Anhang 7: Theorie stochastischer Prozesse	421
	Literaturverzeichnis	437
	Stichwortverzeichnis	449
	Der Autor	457