
Christoph Kuhner • Helmut Maltry

Unternehmensbewertung

2., überarbeitete und erweiterte Auflage

 Springer Gabler

Inhaltsverzeichnis

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	12
1.3.1	Fusionswellen als wirtschaftsgeschichtliches Phänomen	12
1.3.2	Die ökonomische Logik von Unternehmenszusammenschlüssen in einzelnen Erklärungsansätzen	16
1.3.3	Empirische Befunde über den Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen: Auswirkungen auf Börsenrenditen und Ertragslage	22
1.3.4	Konsequenzen für die Unternehmensbewertung	30
	Literatur	31
2	Dogmengeschichte der Unternehmensbewertung: Lehre, Praxis, Gesetzgebung, Rechtsprechung	37
2.1	Denkbare Wertkonzeptionen	37
2.1.1	Bilanzwert	38
2.1.2	Börsenkapitalisierung	40
2.1.3	Liquidationswert	46
2.1.4	Reproduktionswert	48
2.1.5	Der Substanzwert im Sinne ersparter Ausgaben	50
2.1.6	Barwert der zu erwartenden Überschüsse (Ertragswert)	52
2.1.7	Heuristische Bewertungskonzeptionen	55
2.1.8	Synopse der Wertkonzeptionen	56
2.2	Dogmengeschichtliche Entwicklung der Unternehmenswertkonzeptionen	56
2.3	Konzeption der Zivilrechtsprechung	61
2.3.1	Pluralität von Anlässen und konkurrierende Wertkonzeptionen	62
2.3.2	Spezialfall: Börsennotierte Unternehmen	63

2.3.3	Allgemeine Leitlinien für die Bewertung börsennotierter und nicht börsennotierter Unternehmen	64
2.3.4	Sonderproblem: Synergieeffekte	65
2.3.5	Sonderproblem: Stichtagsprinzip	68
2.3.6	Kapitalisierungssätze in der Rechtsprechung	69
2.3.7	Kritik der Rechtsprechung	70
2.4	Konzeption der Wirtschaftsprüfer und Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung	71
2.5	Exkurs: Unternehmensbewertung für bilanzielle Zwecke	75
2.5.1	Beteiligungsbewertung im handelsrechtlichen Jahresabschluss	75
2.5.2	Goodwillabschreibungen im IFRS-Konzernabschluss	78
2.6	Schlussbemerkung	78
	Literatur	79
3	Unternehmenswerte als Kapitalwerte: Grundsätze der Kapitalwertrechnung	83
3.1	Zählergröße	84
3.1.1	Zahlungs- vs. Gewinngrößen	84
3.1.2	Exkurs: Unternehmenswertermittlung auf der Grundlage von Residualgewinnen	85
3.1.3	Abgrenzung auf der Grundlage von Zahlungsüberschüssen	93
3.2	Nennergröße	97
3.3	Äquivalenzprinzipien	102
3.3.1	Laufzeitäquivalenz	104
3.3.2	Sonstige Äquivalenzen	112
3.4	Schlussbemerkung	116
	Literatur	117
4	Die Schätzung der Zählergröße der Unternehmensbewertung als künftige Zahlungsüberschüsse	121
4.1	Das existierende Instrumentarium zur Prognoseerstellung im Überblick	121
4.2	Einwertige Verfahren	125
4.2.1	Integrierte Finanzplanung als Grundlage des Prognoseprozesses	125
4.2.2	Anwendung von Methoden und Planungshilfen der strategischen Unternehmensführung im Rahmen von <i>Cash Flow</i> -Prognosen	131
4.2.3	Zukunftsextrapolation auf der Grundlage von Werttreibermodellen	137

4.3	Mehrwertige Prognose- und Planungsverfahren	139
4.3.1	Szenarioanalyse	139
4.3.2	Mehrwertige Strategieplanung: Flexible Planung auf der Grundlage des Entscheidungsbaumverfahrens	149
4.4	Schlussbemerkung	153
	Literatur	153
5	Die Schätzung der Nennergröße der Unternehmensbewertung I: Individueller Kapitalisierungszinssatz im Rahmen des Ertragswertverfahrens	157
5.1	Ausgangssituation	158
5.2	Bestimmung von Sicherheitsäquivalenten auf der Grundlage der Risikonutzentheorie	163
5.3	Exkurs: Experimentelle Bestimmung von Risikonutzenfunktionen	169
5.4	Ermittlung von Risikozuschlägen auf Grundlage der Risikonutzentheorie	171
5.4.1	Ableitung von Risikozuschlägen aus der Sicherheitsäquivalentmethode	171
5.4.2	Das „Phänomen“ der im Zeitablauf sinkenden Risikozuschläge	174
5.5	Weitere Aspekte für die Ermittlung nicht-kapitalmarktorientierter Risikozuschläge	179
5.6	Schlussbemerkung	179
	Literatur	180
6	Die Schätzung der Nennergröße der Unternehmensbewertung II: Fingierte Kapitalmarkt看wertung im Rahmen der Discounted Cash Flow-Verfahren	181
6.1	Bestimmung der geforderten Eigenkapitalkosten am Kapitalmarkt	181
6.1.1	Portfeuilletheorie	181
6.1.2	Ermittlung der Eigenkapitalkosten bei Bewertungsgleichgewicht im Marktportfeuille (CAPM)	190
6.1.3	Die Eignung des CAPM für die Unternehmensbewertung in der Diskussion	193
6.1.4	Die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes nach persönlichen Steuern	201
6.1.5	Exkurs: Beweis zur Herleitung des Bewertungsgleichgewichts zwischen Marktportfeuille und risikoloser Anlage im Standard-CAPM	206
6.2	Zum grundsätzlichen Einfluss der Kapitalstruktur auf Kapitalkosten, Überschüsse und Wert eines Unternehmens	208

6.2.1	Betrachtung in einer Welt ohne Steuern – Kapitalkosten und Unternehmenswerte im Grundmodell von <i>Modigliani</i> und <i>Miller</i>	209
6.2.2	Betrachtung in einer Welt mit proportionaler Ertragsteuer	215
6.3	Unternehmenswertermittlung mittels DCF-Verfahren	226
6.3.1	Allgemeine Darstellung der Grundvarianten des DCF- Kalküls	227
6.3.2	Unternehmenswertermittlung nach den DCF-Varianten bei proportionaler Ertragsteuer	234
6.3.3	Betrachtung in einem Umfeld nach persönlichen Steuern mit dem Steuersystem des Abgeltungsverfahrens	242
6.3.4	Zusammenfassende Darstellung der Formeln aller DCF-Verfahren für die Steuersysteme der proportionalen Ertragsteuer und des Abgeltungssteuersystems	265
6.4	Beispielrechnungen zur Anwendung der DCF-Verfahren	269
6.4.1	Unternehmenswertermittlung bei autonomer Finanzierungspolitik und einfacher Ertragsteuer	269
6.4.2	Unternehmenswertermittlung bei autonomer Finanzierungspolitik und Abgeltungssteuersystem	274
6.5	Anwendungsprobleme und -erleichterungen der DCF-Methoden	281
6.5.1	Bedeutung der Finanzierungspolitik für die Unternehmenswertermittlung	281
6.5.2	Unternehmensbewertung bei Aufgabe der Annahme konstanter Fremdkapitalzinsen sowie der Risikolosigkeit des Fremdkapitals	289
6.6	Schlussbemerkung	305
	Literatur	306
7	Andere Verfahren der Unternehmensbewertung	311
7.1	Marktorientierte Verfahren	311
7.1.1	Multiplikator-Verfahren	312
7.1.2	Börsenkapitalisierung und Paketzuschlag	314
7.1.3	Beurteilung	315
7.2	Einzelbewertungsverfahren und Mischverfahren	317
	Literatur	319
8	Anwendung der Optionspreistheorie in der Unternehmensbewertung	321
8.1	Optionspreistheorie in der Unternehmensbewertung – wozu?	321
8.2	Grundkonzeption arbitragefreier Bewertung in der Kapitalmarkttheorie	323
8.3	Nutzbarmachung des Grundkonzepts zur Bewertung von Realinvestitionen	328

8.3.1	Invest Options	328
8.3.2	Flexibilitäts- und Deinvestitionsoptionen	331
8.4	Möglichkeiten und Grenzen einer Übertragung des Realoptionskonzeptes auf die Unternehmensbewertung	334
	Literatur	336
	Abbildungsverzeichnis	337
	Stichwortverzeichnis	343