

Andrea Meichelbeck

# **Unternehmensbewertung im Konzern**

- Rahmenbedingungen und Konzeption  
einer entscheidungsorientierten  
konzerndimensionalen  
Unternehmensbewertung -

**WV**

## Inhaltsverzeichnis

<b>1. Kapitel: Einführung</b> .....	<b>1</b>
<b>I. Problemstellung und Zielsetzung</b> .....	<b>1</b>
<b>II. Konzeptioneller Bezugsrahmen</b> .....	<b>5</b>
<b>III. Gang der Untersuchung</b> .....	<b>9</b>
<b>2. Kapitel: Rahmenbedingungen einer entscheidungsorientierten konzerndimensionalen Unternehmensbewertung</b> .....	<b>11</b>
<b>I. Entscheidungsorientierte konzerndimensionale Unternehmens- bewertung im Spannungsfeld zwischen rechtlicher Vielheit und wirtschaftlicher Einheit des Konzerns</b> .....	<b>11</b>
1. Terminologische Abgrenzung des Konzerns .....	11
1.1 Juristische Konzernbetrachtung .....	11
1.2 Betriebswirtschaftliche Konzernbetrachtung .....	15
2. Grundlagen einer entscheidungsorientierten konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....	18
2.1 Vielheitskonzept und Einheitskonzept als Eckpunkte einer konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....	18
2.2 Konzerndimensionale Bewertungsobjekte .....	20
2.3 Bewertungsverfahren im Rahmen einer konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....	24
2.3.1 Ertragsorientierte Verfahren .....	24
2.3.1.1 Ertragswertverfahren .....	27
2.3.1.2 Discounted Cash-flow-Verfahren .....	29
2.3.2 Marktorientierte Verfahren .....	32
2.3.3 Substanzorientierte Verfahren .....	34
2.4 Funktionen und Anlässe einer konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....	37
2.4.1 Funktionen einer konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....	37
2.4.2 Anlässe für eine konzerndimensionale Unternehmensbewertung .....	43
<b>II. Determinanten einer entscheidungsorientierten konzerndimensionalen   Unternehmensbewertung</b> .....	<b>51</b>
1. Finanzielle und strategische Ausrichtung einer entscheidungsorientierten konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....	51
2. Allgemeine Grundprinzipien der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung .....	54
2.1 Prinzip der Bewertungseinheit .....	55
2.2 Prinzip der Subjektivität .....	57
2.2.1 Prinzip der Zielbezogenheit .....	58

2.2.2	Prinzip der Entscheidungsfeldbezogenheit .....	62
2.3	Prinzip der Zukunftsbezogenheit .....	64
3.	Interdependenzen im Konzern .....	65
3.1	Notwendigkeit der Berücksichtigung von Interdependenzen .....	66
3.2	Arten von Interdependenzen .....	68
3.3	Integrationsgrad als entscheidender Indikator der situativen Ausgestaltung einer konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....	71
3.3.1	Bestimmungsfaktoren des Integrationsgrads .....	72
3.3.1.1	Integrationsformen .....	73
3.3.1.2	Konzernstrategien .....	75
3.3.1.3	Konzernstruktur .....	78
3.3.1.3.1	Beteiligungsstruktur .....	79
3.3.1.3.2	Rechtliche Konzernstruktur .....	81
3.3.1.3.2.1	Formen der rechtlichen Konzernstruktur .....	82
3.3.1.3.2.1.1	Eingliederungskonzern .....	82
3.3.1.3.2.1.2	Vertragskonzern .....	84
3.3.1.3.2.1.3	Faktischer Konzern .....	85
3.3.1.3.2.2	Auswirkungen der rechtlichen Konzernstruktur auf den Integrationsgrad .....	87
3.3.1.3.3	Ökonomische Konzernstruktur .....	89
3.3.1.3.3.1	Formen der ökonomischen Konzernstruktur .....	89
3.3.1.3.3.2	Auswirkungen der ökonomischen Konzernstruktur auf den Integrationsgrad .....	91
3.3.1.3.4	Führungsorganisatorische Konzernstruktur .....	93
3.3.1.3.4.1	Formen der führungsorganisatorischen Konzernstruktur .....	93
3.3.1.3.4.1.1	Stammhauskonzern .....	93
3.3.1.3.4.1.2	Holdingkonzern .....	94
3.3.1.3.4.2	Auswirkungen der führungsorganisatorischen Konzernstruktur auf den Integrationsgrad .....	98
3.3.2	Modellvorschläge zur Identifikation des Integrationsgrads .....	99
4.	Verbundwirkungen im Konzern .....	103
4.1	Aktive Verbundwirkungen .....	104
4.1.1	Arten aktiver Verbundwirkungen .....	104
4.1.2	Notwendigkeit der Berücksichtigung aktiver Verbundwirkungen .....	107
4.2	Passive Verbundwirkungen in Form von Synergieeffekten .....	108
4.2.1	Charakterisierung des Synergiephänomens .....	108
4.2.2	Notwendigkeit der Berücksichtigung von Synergieeffekten .....	113
4.2.2.1	Verbundberücksichtigungsprinzip als Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung .....	114
4.2.2.2	Verbundberücksichtigungsprinzip in der Rechtsprechung .....	117
5.	Zusammenfassung der Determinanten einer entscheidungsorientierten konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....	120

<b>3. Kapitel: Konzeption einer entscheidungsorientierten konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....</b>	<b>122</b>
<b>I. Phasen des Bewertungsprozesses einer entscheidungsorientierten konzerndimensionalen Unternehmensbewertung .....</b>	<b>122</b>
<b>II. Entscheidungsorientierte Gesamtkonzernbewertung .....</b>	<b>124</b>
1. Möglichkeiten einer entscheidungsorientierten Gesamtkonzernbewertung .....	124
2. Festlegung der Bewertungsgrundlage .....	127
2.1 Einzelabschlüsse der Konzernunternehmen als Grundlage der Gesamtkonzernbewertung .....	127
2.1.1 Konzerntypische Risiken im Einzelabschluß der Konzernunternehmen .....	127
2.1.2 Eignung der Einzelabschlüsse der Konzernunternehmen als Grundlage der Gesamtkonzernbewertung .....	130
2.2 Konzernabschluß als Grundlage der Gesamtkonzernbewertung .....	132
2.2.1 Funktionen des Konzernabschlusses .....	133
2.2.2 Eignung des Konzernabschlusses als Grundlage der Gesamtkonzernbewertung .....	136
2.3 Zusammenfassung: Einzelabschlüsse versus Konzernabschluß als Bewertungsgrundlage .....	141
3. Vorgehensweise der Gesamtkonzernbewertung bei hohem Integrationsgrad der Konzernunternehmen .....	142
3.1 Ermittlung der Zukunftserfolge des Gesamtkonzerns .....	142
3.1.1 Definition der Zukunftserfolge des Gesamtkonzerns .....	142
3.1.1.1 Komponenten der Zukunftserfolgsermittlung nach dem Ertragswertverfahren und dem DCF-Verfahren .....	142
3.1.1.2 Auswirkungen von Konsolidierungsmaßnahmen auf die Zukunftserfolgsermittlung .....	144
3.1.1.3 Konzernjahresergebnis als Bestimmungsfaktor des Gesamtkonzernwerts im Rahmen des Ertragswertverfahrens .....	152
3.1.1.4 Konzern-Free-Cash-flow als Bestimmungsfaktor des Gesamtkonzernwerts im Rahmen des DCF-Verfahrens .....	158
3.1.2 Vergangenheitsorientierte Erfolgsanalyse und -bereinigung .....	162
3.1.2.1 Bedeutung der Vergangenheitsanalyse und -bereinigung für die Erfolgsprognose .....	162
3.1.2.2 Allgemeine Aufbereitungsmaßnahmen .....	164
3.1.2.3 Konzernspezifische Aufbereitungsmaßnahmen .....	166
3.1.2.3.1 Anpassung des handelsrechtlichen Konsolidierungskreises an den Bewertungskreis .....	167
3.1.2.3.2 Bereinigung konzernabschlußpolitischer Maßnahmen .....	173
3.1.3 Zukunftsorientierte Erfolgsprognose .....	175
3.2 Kapitalisierung der Zukunftserfolge des Gesamtkonzerns .....	179
3.2.1 Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen des Ertragswertverfahrens .....	179

3.2.2	Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten im Rahmen des DCF-Verfahrens .....	181
3.2.2.1	Komponenten der gewichteten Kapitalkosten .....	181
3.2.2.2	Ermittlung der Fremdkapitalkosten .....	183
3.2.2.3	Ermittlung der Eigenkapitalkosten .....	185
3.2.2.4	Festlegung der Kapitalstruktur .....	187
4.	Vorgehensweise der Gesamtkonzernbewertung bei niedrigem Integrationsgrad der Konzernunternehmen .....	188
4.1	Ermittlung der Zukunftserfolge des Gesamtkonzerns .....	189
4.2	Kapitalisierung der Zukunftserfolge des Gesamtkonzerns .....	193
5.	Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens im Rahmen der entscheidungsorientierten Gesamtkonzernbewertung .....	198
6.	Formulierung des Bewertungskalküls und Entscheidungswernermittlung .....	200
6.1	Totalmodell versus Partialmodell .....	200
6.2	Entscheidungswernermittlung des Gesamtkonzerns bei Mehrfachzielsetzung .....	202
<b>III. Entscheidungsorientierte Konzernunternehmensbewertung .....</b>		<b>206</b>
1.	Möglichkeiten einer entscheidungsorientierten Konzernunternehmensbewertung .....	206
2.	Vorgehensweise der Konzernunternehmensbewertung bei hohem Integrationsgrad des Konzernunternehmens .....	209
2.1	Ermittlung der Zukunftserfolge von Konzernunternehmen .....	209
2.1.1	Definition der Zukunftserfolge von Konzernunternehmen .....	209
2.1.2	Methoden zur Ermittlung der Zukunftserfolge von Konzernunternehmen .....	211
2.1.2.1	Indirekte Methode .....	211
2.1.2.2	Direkte Methode .....	212
2.1.3	Identifizierung und Quantifizierung von Verbundwirkungen .....	213
2.1.3.1	Identifizierung und Quantifizierung von Erfolgsverlagerungen durch aktive Verbundwirkungen .....	213
2.1.3.1.1	Arten von Erfolgsverlagerungen .....	215
2.1.3.1.2	Möglichkeiten der Aufdeckung von Erfolgsverlagerungen .....	217
2.1.3.2	Identifizierung und Quantifizierung von Synergieeffekten .....	220
2.1.3.2.1	Typologisierung von Synergieeffekten .....	221
2.1.3.2.1.1	Typologisierungsansätze in der Literatur .....	221
2.1.3.2.1.2	Synergiedimensionen .....	223
2.1.3.2.1.2.1	Zeit .....	224
2.1.3.2.1.2.2	Entstehungsort .....	225
2.1.3.2.1.2.3	Ausprägung .....	226
2.1.3.2.1.2.4	Wirkungsrichtung .....	227
2.1.3.2.1.2.5	Rechnungswirkung .....	231

2.1.3.2.1.3	Synergieeffekte in Abhängigkeit vom Integrationsgrad .....	234
2.1.3.2.2	Identifizierung und Quantifizierung finanzieller Synergieeffekte .....	237
2.1.3.2.3	Identifizierung und Quantifizierung funktionaler und führungsmäßiger Synergieeffekte .....	240
2.1.3.2.4	Synergiebewertungsmethoden .....	245
2.1.3.3	Alternativgrenzpreisprinzip als Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung .....	251
2.1.3.3.1	Ermittlung eines Gesamtgrenzpreises .....	252
2.1.3.3.2	Ermittlung eines verbundabhängigen Einzelgrenzpreises .....	253
2.1.3.3.3	Ermittlung eines verbundunabhängigen Einzelgrenzpreises .....	253
2.2	Kapitalisierung der Zukunftserfolge von Konzernunternehmen .....	254
3.	Formulierung des Bewertungskalküls und Entscheidungswernermittlung .....	256
3.1	Bewertungskalkül auf Basis der indirekten Methode .....	256
3.2	Bewertungskalkül auf Basis der direkten Methode .....	257
<b>IV.</b>	<b>Entscheidungsorientierte konzerndimensionale Anteilsbewertung .....</b>	<b>262</b>
1.	Anteilswert versus Unternehmenswert .....	262
2.	Vorgehensweise der entscheidungsorientierten konzerndimensionalen Anteilsbewertung .....	264
2.1	Indirekte Methode der Anteilsbewertung .....	264
2.2	Direkte Methode der Anteilsbewertung .....	266
<b>4. Kapitel:</b>	<b>Schlußbetrachtung .....</b>	<b>267</b>