

Felix Kreyer

Strategieorientierte Restwertbestimmung in der Unternehmensbewertung

Eine Untersuchung
des langfristigen Rentabilitätsverlaufs
europäischer Unternehmen

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Ulrich Pape



RESEARCH

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XIX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Symbolverzeichnis	XXVII
 1 Einleitung.....	 1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Stand der Forschung	4
1.3 Vorgehensweise	10
 2 Unternehmensbewertung und Restwert.....	 13
2.1 Grundlagen der Unternehmensbewertung.....	13
2.1.1 Theoretische Rahmenbedingungen.....	13
2.1.1.1 Bewertungsanlässe	13
2.1.1.2 Funktionale Unternehmensbewertung	14
2.1.2 Verfahren der Unternehmensbewertung	17
2.1.2.1 Überblick	17
2.1.2.2 Gesamtbewertungsverfahren.....	18
2.1.2.3 Einzelbewertungsverfahren	21
2.1.2.4 Mischverfahren	22
2.1.3 Discounted-Cashflow-Verfahren.....	23

2.1.3.1	Vorbemerkung	23
2.1.3.2	WACC-Ansatz.....	24
2.1.3.3	APV-Ansatz	28
2.1.3.4	Equity-Ansatz	29
2.2	Restwert im Discounted-Cashflow-Verfahren.....	30
2.2.1	Prognoseproblematik und Phasenbildung	30
2.2.2	Bedeutung des Restwerts am Gesamtunternehmenswert	33
2.2.3	Verfahren zur Restwertbestimmung	37
2.2.3.1	Vorbemerkung	37
2.2.3.2	Bestimmung des Restwerts bei Verkauf oder Zerschlagung (Ausstiegswerte).....	37
2.2.3.3	Bestimmung des Restwerts unter der Going-Concern- Prämisse (Fortführungswerte).....	38
2.2.4	Prämisse des Gleichgewichtszustands im Gordon- Wachstumsmodell	40
2.2.4.1	Vorbemerkung	40
2.2.4.2	Freier Cashflow und Wachstumsrate	41
2.2.4.3	ROIC	47
2.2.4.4	Kapitalkosten	53
2.2.4.5	Zwischenfazit.....	54
2.2.5	Berücksichtigung variabler Werttreiber in der Restwertphase	55
2.2.5.1	Vorbemerkung	55
2.2.5.2	Variable Wachstumsrate	55
2.2.5.3	Variable Rentabilität	60
2.3	Zwischenfazit.....	62

3 Theoretische Fundierung von Konvergenzverläufen des Werttreibers Rentabilität.....	65
3.1 Überdurchschnittliche Rentabilität und Wettbewerbsvorteile	65
3.2 Neoklassisches Marktmodell als Ausgangspunkt für Konvergenzprozesse	67
3.2.1 Grundlagen und zentrale Annahmen.....	67
3.2.2 Wettbewerbsvorteile im neoklassischen Marktmodell	71
3.3 Überrenditen und Wettbewerbsvorteile aus Sicht des strategischen Managements	74
3.3.1 Vorbemerkung.....	74
3.3.2 Industrieökonomische Ansätze.....	76
3.3.2.1 Structure-Conduct-Performance-Paradigma	76
3.3.2.2 Theorie der strategischen Gruppen	80
3.3.2.3 Five-Forces-Framework.....	82
3.3.2.4 Generische Strategien	85
3.3.3 Ressourcenbasierte Ansätze.....	90
3.3.3.1 Grundzüge.....	90
3.3.3.2 Ressourcen und nachhaltige Wettbewerbsvorteile.....	91
3.3.3.3 Ressourcenbasierte Ansätze und Formulierung von Wettbewerbsstrategien	96
3.3.4 Ressourcenbasierte Ansätze und industrieökonomische Perspektive im Vergleich	98
3.3.5 Weitere theoretische Erklärungsmodelle	100
3.3.5.1 Institutionenökonomische Ansätze.....	100
3.3.5.2 Institutionalistischer Ansatz.....	103
3.3.5.3 Evolutionstheorien	104

3.3.5.4	Verhaltenswissenschaftliche Entscheidungstheorie und kognitiv-interpretative Ansätze	105
3.3.5.5	Netzwerkansatz	107
3.4	Zusammenfassung.....	109
4	Empirische Untersuchung von Konvergenzverläufen des Werttreibers Rentabilität.....	113
4.1	Einführung	113
4.2	Stand der Forschung	113
4.2.1	Vorbemerkung.....	113
4.2.2	Allgemeiner Nachweis von Konvergenzprozessen.....	114
4.2.3	Einflussfaktoren auf Konvergenzprozesse	118
4.2.3.1	Einleitung.....	118
4.2.3.2	Langfristiges Rentabilitätsniveau.....	120
4.2.3.3	Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse.....	122
4.2.3.4	Zusammenfassung und Beurteilung der Arbeiten.....	125
4.2.4	Notwendigkeit einer eigenen empirischen Untersuchung	128
4.3	Aufbau der empirischen Untersuchung	130
4.3.1	Einleitung.....	130
4.3.2	Beschreibung des Modells	132
4.3.2.1	Standardisierte Rendite.....	132
4.3.2.2	Modell der partiellen Anpassung	132
4.3.2.3	Interpretation der Modellparameter	136
4.3.3	Analyse des gesamten Datenpanels (Schritt 1).....	140
4.3.3.1	Methodische Grundlagen zur Untersuchung von Paneldaten	140

4.3.3.2	Analyse dynamischer Panelmodelle mithilfe der verallgemeinerten Methode der Momente.....	145
4.3.4	Untersuchung einzelner Unterstichproben (Schritt 2)	151
4.3.4.1	Bestimmung unternehmensspezifischer Konvergenzparameter	151
4.3.4.2	Zusammenfassung der Ergebnisse auf Branchenebene	153
4.3.5	Datenbasis	155
4.3.5.1	Auswahlkriterien und Zusammensetzung der Stichprobe	155
4.3.5.2	Mögliche Verzerrungen durch die Auswahl der Stichprobe	158
4.3.5.3	Überprüfung der Modellprämissen	160
4.3.5.4	Voranalyse zum langfristigen Rentabilitätsverlauf	163
4.4	Ergebnisse	165
4.4.1	Gesamtstichprobe	165
4.4.2	Länderspezifische Ergebnisse.....	169
4.4.2.1	Vorbemerkung zur Untersuchung einzelner Unterstichproben	169
4.4.2.2	Durchschnittlicher Konvergenzverlauf nach Ländern	172
4.4.2.3	Beurteilung der länderspezifischen Ergebnisse	176
4.4.3	Branchenspezifische Ergebnisse	176
4.4.3.1	Vorbemerkung	176
4.4.3.2	Konvergenzverläufe nach Sektoren im Vergleich.....	178
4.4.3.3	Gesundheitswesen	181
4.4.3.4	Basiskonsumgüter	182
4.4.3.5	Nicht-Basiskonsumgüter	183
4.4.3.6	Industrie.....	185

4.4.3.7 Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	186
4.4.3.8 Beurteilung der branchenspezifischen Ergebnisse.....	187
4.5 Zwischenfazit.....	190
5 Konzept der Market Implied Competitive Advantage Period.....	193
5.1 Einführung	193
5.2 Grundzüge des MICAP-Konzepts.....	193
5.2.1 Definition und Berechnung	193
5.2.2 Berechnungsbeispiel	196
5.2.2.1 Vorbemerkung	196
5.2.2.2 Ermittlung des Unternehmenswerts für die Detailplanungsphase	197
5.2.2.3 Berechnung des ersten Restwerts	198
5.2.2.4 Ermittlung des zweiten Restwerts	199
5.2.2.5 Abgleich mit dem Marktwert.....	200
5.3 Eignung des Konzepts als Modellparameter	201
5.3.1 Problemstellung.....	201
5.3.2 Voraussetzungen zur Berechnung der MICAP	202
5.3.3 Reaktion der MICAP auf Änderungen des Aktienkurses	206
5.3.4 Reaktion der MICAP auf Änderungen der Modellprämissen	208
5.3.4.1 Änderung des Konvergenz-Zielwerts (Annahme 1).....	209
5.3.4.2 Änderung des langfristigen Wachstums (Annahme 2).....	210
5.3.4.3 Linearer Rückgang der Wachstumsrate in der Restwertphase (Annahme 3)	212
5.3.4.4 Nicht linearer Konvergenzverlauf der Rentabilität (Annahme 4).....	213

5.3.5 Zusammenfassung	214
5.4 Alternative Anwendungsmöglichkeiten zur differenzierten Restwertermittlung	215
5.4.1 Vorbemerkung	215
5.4.2 Verwendung der MICAP von Vergleichsunternehmen	215
5.4.3 Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der Modellannahmen	217
5.4.4 Zusammenfassung	219
6 Anwendungsbeispiel	221
6.1 Beispielunternehmen und verwendete Analysteneinschätzungen	221
6.2 Discounted-Cashflow-Bewertung	224
6.2.1 Prognose der Hauptwerttreiber für die Detailplanungsphase	224
6.2.1.1 Vorbemerkung	224
6.2.1.2 NOPLAT und Freier Cashflow	224
6.2.1.3 Investiertes Kapital und ROIC	225
6.2.2 Prognose der langfristigen Entwicklung	227
6.2.3 Zur Möglichkeit einer Ergebnis-Plausibilisierung anhand des MICAP-Konzepts	238
6.3 Beurteilung des Bewertungsergebnisses	241
7 Schlussbetrachtung	243
Literaturverzeichnis	249
Anhang	281