
Unternehmensbewertung

Christoph Kuhner • Helmut Maltry

Unternehmensbewertung

2., überarbeitete und erweiterte Auflage

 Springer Gabler

Christoph Kuhner
Köln, Deutschland

Helmut Maltry
Köln, Deutschland

ISBN 978-3-540-74304-0

ISBN 978-3-540-74305-7 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-540-74305-7

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer-Verlag GmbH Deutschland 2006, 2017

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist Teil von Springer Nature

Die eingetragene Gesellschaft ist Springer-Verlag GmbH Deutschland

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Heidelberger Platz 3, 14197 Berlin, Germany

Vorwort zur 2. Auflage

Bei unverändertem Konzept wurde das Buch in wesentlichen Teilen überarbeitet und aktualisiert. Vor allem das regulatorische Umfeld der Unternehmensbewertung hat sich durch die Neufassung des Standards S 1 (von 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer sowie durch das seit dem Erscheinen der Erstauflage im Jahr 2005 deutlich geänderte Steuersystem grundlegend gewandelt.

Für die kritische Durchsicht des Manuskripts und wertvolle Hinweise danken wir den ehemaligen und aktuellen Wissenschaftlichen Mitarbeitern des Lehrstuhls, Herrn Prof. Dr. Christoph Pelger, Herrn Dr. Christian Engelen, Herrn Dipl.-Kfm Christian Drefahl, Herrn Felix Weidemann, M.Sc., Herrn Dario Bothen, M.Sc., insbesondere aber Frau Selina Orthaus, M.Sc, die uns bei den redaktionellen Arbeiten tatkräftige und unermüdliche Unterstützung geleistet hat.

Nicht zuletzt danken wir dem Springer Gabler Verlag, namentlich Frau Sandra Grundmann, für die gute Zusammenarbeit.

Köln, im November 2016

Christoph Kuhner
Helmut Maltry

Vorwort zur 1. Auflage

In dem Problem der Bewertung von Unternehmen in verschiedenen Entscheidungskontexten treffen zahlreiche betriebswirtschaftliche Teildisziplinen aufeinander: Investitionstheorie, Kapitalmarkttheorie, Entscheidungstheorie, strategische Unternehmensplanung, Rechnungswesen und Finanzplanung, betriebswirtschaftliche Steuerlehre, um nur die wichtigsten zu nennen. Für jeden Dozenten ist deshalb die Unternehmensbewertung eine dankbar angenommene Herausforderung.

Das Lehrbuch ist aus Veranstaltungen zur Unternehmensbewertung entstanden, die an der Universität zu Köln im Zeitraum vom Wintersemester 1999 bis zum Wintersemester 2004 im Wahlpflichtfach „Wirtschaftsprüfung“ des betriebswirtschaftlichen Hauptstudiums stattfanden und von beiden Verfassern betreut wurden. Der Text versucht, die verschiedenen, thematisch heterogenen Problembereiche einer Unternehmensbewertung in der Praxis gleichgewichtig zu berücksichtigen und insbesondere im aktuellen Stand der deutschsprachigen und internationalen betriebswirtschaftlichen Theorie zu fundieren. Aufgrund der angestrebten Praxisorientierung werden die beachtlichen neueren Ansätze, die sich auf die abstrakte Fundierung der Unternehmensbewertung in der Arbitragetheorie beziehen, nur am Rande gewürdigt.

Ein Text wie der vorliegende bezieht seinen Atem aus der Weitergabe von Lehrtraditionen. Beide Autoren durften davon profitieren. An dieser Stelle danken wir deshalb jenen, die uns das Geleit in die Thematik gegeben haben. Es sind dies Professor Dr. Günter Sieben und Professor Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser.

Bei der Erstellung dieses Buchs haben viele geholfen. Für die kritische Durchsicht und für weiterführende Anmerkungen danken wir den Wissenschaftlichen Mitarbeitern des Lehrstuhls: Herrn Dr. Jörg-Markus Hitz, Frau Dipl.-Kff. Nadja Päßler, aber insbesondere, auch für die Beisteuerung ganzer Textelemente, Herrn Dipl.-Kfm. Dirk Schilling sowie für die Absicherung einer reibungslosen Endredaktion Herrn Dipl.-Kfm. Dipl.-Vw. Holger Obst. Redaktionellen Beistand haben unsere studentischen Hilfskräfte geleistet: Wir danken namentlich Herrn Thorsten Stelberg sowie insbesondere Herrn Stephan Schuchardt, der uns durch seine professionelle Layout-Technik sowie durch die souveräne Handhabung zahlloser Einzeldateien wertvolle Unterstützung geleistet hat. Danken

möchten wir ferner Frau Monika Esser für die technische Begleitung des Gesamtprojekts; sie hat stets für Unterstützung gesorgt, wenn wir deren dringend bedurft haben. Auch unseren Studierenden und Diplomanden sei gedankt, die uns durch ihre kritische Auseinandersetzung mit der Unternehmensbewertungslehre in Veranstaltungen und Hausarbeiten des öfteren dazu veranlasst haben, Passagen dieses Buches noch einmal auszutariieren.

Unser herzlicher Dank gilt schließlich dem Springer-Verlag, in Sonderheit Frau Dr. Martina Bihn und ihren Mitarbeitern, für die gute Betreuung unseres Buchprojektes.

Köln, im Dezember 2005

Christoph Kuhner
Helmut Maltry

Abkürzungsverzeichnis

A.	Abwerbung
a.A.	anderer Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
abw.	abweichend
abzgl.	abzüglich
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
AO	Abgabenordnung
APV	<i>adjusted present value</i>
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
Bd.	Band
BewG	Bewertungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BHAR	<i>buy-and-hold-abnormal-return</i>
BörsG	Börsengesetz
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
BStBl	Bundessteuerblatt

BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BW	Buchwert
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAAR	<i>cumulative average abnormal return</i>
CAPM	<i>capital asset pricing model</i>
CF	<i>cash flow</i>
c.p.	ceteris paribus
D.	Diversifizierung
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	<i>discounted cash flow</i>
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
Diss.	Dissertation
DM	Deutsche Mark
\$	Dollar
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung
ebd.	ebenda
EBIT	<i>earnings before interest and taxes</i>
EBITDA	<i>earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation</i>
ed.	<i>edited</i>
Ed.	<i>edition</i>
ESTDV	Einkommensteuer-Durchführungsverordnung
ESTG	Einkommensteuergesetz
einschl.	einschließlich
et al.	et alii
etc.	et cetera
€	Euro
EU	Europäische Union
e.V.	eingetragener Verein
evtl.	eventuell
f.	folgende
FCF	<i>free cash flow</i>
ff.	fortfolgende
FG	Fachgutachten
fig.	<i>figure</i>
Fn.	Fußnote
FTE	<i>flow to equity</i>
GB	<i>Great Britain</i>

gem.	gemäß
GewESt	Gewerbeertragsteuer
GewSt	Gewerbesteuer
GewStG	Gewerbesteuergesetz
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
h. M.	herrschende Meinung
HFA	Hauptfachausschuss des IDW
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben von
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
http	<i>hyper text transfer protocol</i>
i.A.	im Allgemeinen
i.A.	in Auflösung
IAS	<i>international accounting standards</i>
IASB	<i>international accounting standards board</i>
i.d.F.	in der Fassung
i. d. R.	in der Regel
i.d.S.	in dem Sinne
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
i.e.S.	im engeren Sinne
IFRS	<i>international financial reporting standards</i>
Inv.	<i>investition</i>
IPO	<i>initial public offering</i>
i.S.	im Sinne
i.S.d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
IDW S	<i>IDW standard</i>
insb.	Insbesondere
Jg.	Jahrgang
k.	keine
Kap.	Kapitel
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz

KStR	Körperschaftsteuerrichtlinien
LG	Landgericht
lt.	laut
M&A	<i>mergers and acquisitions</i>
m.a.W.	mit anderen Worten
max	<i>maximum</i>
min	<i>minimum</i>
Mio.	Million
MM-Szenario	<i>Modigliani-Miller-Szenario</i>
Mrd.	Milliarde
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.b.	nota bene
n.F.	neue Fassung
NOPAT	<i>net operating profits after taxes</i>
Nr.	Nummer
NYSE	<i>new york stock exchange</i>
o.a.	oben angegeben
o. ä.	oder ähnlich
o. g.	oben genannte
o.J.	ohne Jahr
o.O.	ohne Ortsangabe
o.S.	ohne Seitenangabe
o.V.	ohne Verfasser
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per anno
par.	<i>paragraph</i>
p.d.	per definitionem
PKW	Personenkraftwagen
RAP	Rechnungsabgrenzungsposten
rd.	rund
Rn.	Randnummer
RNOA	<i>return on net operating assets</i>
ROCE	<i>return on common equity</i>
RS	Stellungnahme zur Rechnungslegung (IDW)
Rz.	Randziffer
s.	siehe
S.	Seite
s.d.	siehe dort
SFAC	<i>statement of financial accounting concepts</i>
s.o.	siehe oben

sog.	so genannte
Sp.	Spalte
STOXX	Internationaler Aktien Index von Dow Jones & Company
s.u.	siehe unten
Tab.	Tabelle
TAX-CAPM	Nach-Steuer-CAPM
TCF	<i>total cash flow</i>
T€	Tausend-Euro
Tsd.	Tausend
Tz.	Textziffer
u.	und
u. a.	unter anderem, und andere
u. ä.	und ähnliche(s)
u. a. m.	und andere(s) mehr
UmwG	Umwandlungsgesetz
US, USA	<i>united states of america</i>
US-GAAP	<i>generally accepted accounting principles</i> in den USA
usw.	und so weiter
u.U.	unter Umständen
v.	von, vom
v. a.	vor allem
vgl.	vergleiche
Verf.	Verfasser
Vol.	<i>volumes</i>
vs.	versus
VSTR	Vermögensteuerrichtlinien
wacc	<i>weighted average cost of capital</i> (durchschnittlicher Kapitalkostensatz)
WP	Wirtschaftsprüfer
WPG	Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
www	<i>world wide web</i>
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
zit.	zitiert
zzgl.	zuzüglich

Symbolverzeichnis

a	Anteil des Portefeuilles P der risikobehafteten Wertpapiere am individuellen Mischportefeuille eines Investors
a_{ij}	Element der Matrix A (i -te Zeile, j -te Spalte)
A	Vernetzungsmatrix
α	Parameter für die Hinzurechnung gewerbesteuerlicher Dauerschuldzinsen
B	Budget (monetäre Anfangsausstattung) eines Investors
β	β -Faktor (spez. Volatilitätsmaß) eines vollständig eigenfinanzierten (unverschuldeten) Unternehmens
β^F	β -Faktor eines anteilig fremdfinanzierten (verschuldeten) Unternehmens
cov	Kovarianz
CF	<i>cash flow</i>
CF_{ij}^t	<i>cash flow</i> des i -ten Zustands und der j -ten Strategie in der Periode t
CF_{\min}	minimaler <i>cash flow</i> einer CD-Zufallsverteilung
DR	Durchschnittsrisiko
δ	Dividendenrendite eines Wertpapiers oder Portefeuilles
$\Delta WG_{s,t}^F$	steuerlich induzierter Wertvorteil im Zeitpunkt t durch anteilige Fremdfinanzierung (<i>tax shield</i>)
$\Delta WG_{n,t}^F$	positive und negative Komponenten des gesamten steuerlich induzierten Wertvorteils ($n = 1, \dots, 3$) bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens
ΔZ	Saldogröße nicht-zahlungswirksamer Jahresabschlussperiodisierungen (ohne Abschreibungen)
\exp	Exponentialfunktion zur Basis e
E	Erwartungswert
EK	Eigenkapital
$EBIT$	<i>earnings before interest and taxes</i>
EBT	<i>earnings before taxes</i> (= $EBIT$ eines unverschuldeten Unternehmens)
EU	Erwartungsnutzen (<i>expected utility</i>) nach von Neumann-Morgenstern
EW	Ertragswert
FCF	<i>free cash flow</i> , entziehbarer Überschuss bei fiktiver vollständiger Eigenfinanzierung nach Steuern

FK	Fremdkapital (= Marktwert des Fremdkapitals WF)
FTE	<i>flow to equity</i>
FTE ^F	<i>flow to equity</i> bei anteiliger Fremdfinanzierung
H	Hebesatz der Gewerbesteuer
i	risikoloser Zinssatz (p.d. erwarteter Zinssatz der risikolosen Geldanlage)
KS	Kapitalstruktur (als Quotient von Fremdkapital und Eigenkapital (bzw. deren Marktwerten))
κ	Kursrendite eines Wertpapiers oder Portefeuilles
ln	logarithmus naturalis
M	Marktportfeuille
M _{PG}	Multiplikator einer <i>peer group</i>
μ	Erwartungswert
μ_a	erwartete Rendite des Mischportefeuilles
μ_M	erwartete Rendite des Marktportefeuilles M (= Marktrendite)
$\mu_{M, s}$	erwartete Rendite des Marktportefeuilles M (Marktrendite) nach Unternehmenssteuern
n_{AV}	Nettoinvestitionsrate ins Anlagevermögen
n_{WC}	Nettoinvestitionsrate ins <i>working capital</i>
N(. . .)	Normalverteilung einer Zufallsvariable
NI	Nettoinvestition
NI ^{AV}	Nettoinvestitionen ins Anlagevermögen
NI ^{WC}	Nettoinvestitionen ins <i>working capital</i>
NOPAT	<i>net operating profits after taxes</i>
N(μ, σ)	Normalverteilung mit Erwartungswert μ und Standardabweichung σ
p	Wahrscheinlichkeit
P	Portfeuille
PE	Periodenerfolg
PM	<i>performance</i> -Maß
r	allgemeiner Kapitalisierungszinssatz
r_{EK}	Eigenkapitalkostensatz (= erwartete Eigenkapitalrendite) eines unverschuldeten Unternehmens in einer Welt ohne Steuern
r_{EK}^F	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens in einer Welt ohne Steuern
$r_{EK, s}$	Eigenkapitalkostensatz eines unverschuldeten Unternehmens in einer Welt mit Steuern
$r_{EK, s}^F$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens in einer Welt mit Steuern
$r_{EK, s}^F t$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens in der Periode t in einer Welt mit Steuern
r_{FK}	Fremdkapitalzinssatz
r_{GK}	Gesamtkapitalrendite

r_M	Kapitalmarktrendite
r_U	Umsatzrentabilitätsrate
r_Z	Risikozuschlag
$r_{Z_t}^i$	Risikozuschlag des Typs i in der Periode t
RV	<i>residual value</i>
ρ	Messgröße der Risikoaversion
$\rho_{l, m}$	Korrelationskoeffizient der Zufallsvariablen ZV_l und ZV_m
ρ_{M, r_l}	Korrelationskoeffizient von Portefeuille M und risikoloser Geldanlage
$S\ddot{A}$	Sicherheitsäquivalent
SD	Standardabweichung
s_{AS}	Abgeltungssteuersatz
s_{GE}	Gewerbesteuersatz
s_I	typisierter Einkommensteuersatz
s_K	Körperschaftsteuersatz o. proportionale Ertragsteuer
SW	Substanzwert
σ	Standardabweichung (Streuung) einer Zufallsvariable
σ_a	Standardabweichung der Rendite des Mischportefeuilles
$\sigma_{l, m}$	Kovarianz zwischen den Zufallsvariablen ZV_l und ZV_m
σ_M	Standardabweichung der Rendite des Portefeuilles M
σ_{r_l}	Standardabweichung der Rendite der risikolosen Geldanlage (p.d. $\sigma_{r_l} = 0$)
t	Zeitindex
T	Länge der Detailplanungsphase des einer Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosezeitraums
TCF	<i>total cash flow</i>
TS	<i>tax shield</i>
T_t	Tilgung im Zeitpunkt t
u	Risikonutzenfunktion eines Investors
UW	Unternehmenswert
UWG	Ausprägung einer Unternehmenswertgröße (im Rahmen von Multiplikatorverfahren)
Var	Varianz einer Zufallsvariable
VG	Verschuldungsgrad (als Quotient von Fremdkapital und Gesamtkapital (bzw. deren Marktwerten))
$wacc$	durchschnittlicher Kapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens in einer Welt ohne Steuern (<i>weighted average cost of capital</i>)
$wacc_s$	durchschnittlicher Kapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens in einer Welt mit Steuern
$wacc_{s,t}$	durchschnittlicher Kapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens in der Periode t in einer Welt mit Steuern
$wacc_{s,t}^{FCF}$	durchschnittlicher Kapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens in der Periode t in einer Welt mit Steuern zur Kapitalisierung des <i>free cash flow</i>

$wacc_{s,t}^{TCF}$	durchschnittlicher Kapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens in der Periode t in einer Welt mit Steuern zur Kapitalisierung des <i>total cash flow</i>
W	Ergebnis eines Wertpapierportefeuilles in €
WB_{t-1}^F	Barwert der <i>tax shields</i> im Zeitpunkt $t-1$ (Marktwertvorteil durch Fremdfinanzierung)
WE	Marktwert des Eigenkapitals eines unverschuldeten Unternehmens mit $WE = WG$
WE^F	Marktwert des Eigenkapitals eines verschuldeten Unternehmens
WF	Marktwert (= Nominalwert FK) des Fremdkapitals
WG	Marktwert des gesamten unverschuldeten Unternehmens mit $WG = WE (=WE^G)$
WG^F	Marktwert des gesamten verschuldeten Unternehmens
W_U	Wachstumsrate des Umsatzes
x_k	relativer Anteil eines Wertpapiers k an einem Portefeuille bzw. absoluter in ein Portefeuille investierter Betrag
z	anteiliger Arbitragegewinn bei Verletzung der <i>Modigliani-Miller</i> -Gleichgewichtsbedingungen im Modell mit proportionaler Ertragsteuer
ZV	Zufallsvariable
ΔZ	mit Ausnahme von Abschreibungen und Investitionen die Saldogröße aus nicht zahlungswirksamen Größen, die Einfluss auf die steuerliche Bemessungsgrundlage nehmen (z. B. Rückstellungsbildung), und zahlungswirksamen Größen ohne Einfluss auf die Bemessungsgrundlage der Unternehmenssteuern

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	Portefeuilletheorie	181
6.1.2	Ermittlung der Eigenkapitalkosten bei Bewertungsgleichgewicht im Marktportefeuille (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 Marktportefeuille 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 Realloptionskonzeptes auf die Unternehmensbewertung	334
Literatur	336
Abbildungsverzeichnis	337
Stichwortverzeichnis	343