

## Inhaltsverzeichnis

Geleitwort von Prof. Dr. Dr. h.c. Herbert Hax	V
Vorwort	VII
Abbildungsverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Symbolverzeichnis	XXI
1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Aufbau der Arbeit	3
1.3 Begriffliche Abgrenzungen	6
1.4 Unternehmensbewertung als Element des Akquisitionsprozesses	6
2. Historische Entwicklung	8
2.1 Unternehmensbewertung in der Bundesrepublik	8
2.2 Unternehmensbewertung in den USA	11
3. Ertragsorientierte Unternehmensbewertung	14
3.1 "Discounted Cash Flow"-Verfahren	21
3.1.1 Theoretische Fundierung	21
3.1.2 Darstellung des Verfahrens	25
3.1.3 Varianten des Cash Flows	27
3.2 Ertragswertverfahren	29
3.2.1 Pauschale Methode	31
3.2.2 Analytische Methode	33
3.2.3 Wirtschaftsprüferverfahren	36
3.3 Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes	39
3.3.1 Praktikermethoden	40
3.3.2 Kapitalkostenprinzip	43
3.3.2.1 Traditioneller Ansatz	44

3.3.2.2 Kapitalmarktmodell (CAPM)	47
3.3.2.2.a.) Darstellung	47
3.3.2.2.b.) Kritik	53
3.3.2.2.c.) Empirie und praktische Anwendung	55
3.3.2.2.d.) CAPM und Unternehmens- bewertung	59
3.3.2.3 "Arbitrage Pricing"-Modell	66
3.3.3 Nichtbörsennotierte Unternehmen	69
3.4. Strategisch orientierte Ansätze	72
3.4.1 "Investment Opportunity"-Ansatz	73
3.4.2 Ressourcen- und Marktanalyse	76
3.4.3 "Shareholder Value"-Ansatz	83
3.5. Ergänzende Methoden zur ertragsorientierten Unternehmensbewertung	87
3.5.1 "Adjusted Present Value"-Ansatz	88
3.5.2 Szenarioanalyse	91
3.5.3 Bewertung von Synergien	93
3.5.4 Länge des Prognosezeitraumes und Bestimmung des Periodenendwertes	98
4. Substanzorientierte Unternehmensbewertung	101
4.1. Substanzwertverfahren	103
4.2. Bedeutung des Substanzwertes in den USA	106
4.3. Kombinationsverfahren	108
4.3.1 Übergewinnmethode- "Excess Earnings Method"	110
4.3.2 Stuttgarter Verfahren	113
4.3.3 Kritik	115
4.4. Bedeutung des Liquidationswertes	117
5. Überschlagsmethoden	119
5.1. Vergleichsanalyse	121
5.2. Marktwert	125
5.3. "Comparable Acquisitions"-Ansatz	129

6. Gegenüberstellung der Unternehmensbewertungsansätze	131
6.1 Ertragsorientierte Unternehmensbewertung	131
6.1.1 Vergleich der Verfahren	131
6.1.2 Vergleich der Ansätze zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes	138
6.1.3 Zusammenhänge zwischen Substanz und ertragsorientierten Unternehmenswert	143
6.2 Bedeutung der Überschlagsverfahren	146
6.3 Vergleich ausgewählter Unternehmensbewertungsverfahren	150
<u>7</u> Besonderheiten der internationalen Unternehmensbewertung	156
7.1 Internationale Arbitragegleichgewichte	161
7.1.1 Kaufkraftparitätentheorie	162
7.1.2 Fisher-Effekt	170
7.1.3 "Fisher Open"-Theorie	171
7.1.4 Zinssatzparitätentheorie	175
7.1.5 Zusammenfassung	176
7.2 Wechselkursmanagement	178
7.2.1 Exposure Kategorien	178
7.2.2 Hedging des Wechselkursrisikos	181
7.2.3 Management von Abweichungen von der Kaufkraftparitätentheorie	191
7.3 Ertragsorientierte Ansätze	197
7.3.1 Vergleich der Verfahren	201
7.3.2 Internationale Diversifikation	203
7.3.3 Eigenkapitalkosten	208
7.3.3.1 Internationales Kapitalmarktmodell	211
7.3.3.2 Näherungsverfahren für die Praxis	227
7.3.3.3 Anwendbarkeit der "Arbitrage Pricing"-Theorie (APT)	232
7.3.4 Fremdkapitalkosten	234

7.3.5 Konvertierungsmethoden für die Zukunftserfolgswerte	240
7.3.5.1 "Forward Rate"-Ansatz	243
7.3.5.2 "Spot Rate"-Ansatz	246
7.4 Substanzorientierte Ansätze	248
7.5 Überschlagsmethoden	250
7.6 Strategische Aspekte	253
7.7 Systematik zur Bewertung internationaler Akquisitionen	255

8. Empirische Untersuchungen	261
8.1 Literaturüberblick über Untersuchungsobjekte und Ergebnisse empirischer Analysen	262
8.2 Eigene empirische Analysen	264
8.2.1 Ergebnisse von "In-Depth"-Interviews	265
8.2.1.1 Unternehmensbewertungs- verfahren	266
8.2.1.2 Bestimmung der Eigenkapital- kosten	268
8.2.1.3 Weitere internationale Aspekte	271
8.2.2 Fragebogenaktionen: Praxis der inter- nationalen Unternehmensbewertung in den USA und in der Bundesrepublik	272
8.2.2.1 Zielsetzung	273
8.2.2.2 Aufbau der Fragebogen und Durchführung der Studie	274
8.2.2.3 Analyse der Ergebnisse der USA-Studie	278
8.2.2.4 Analyse der Ergebnisse der Studie in der Bundesrepublik	294
8.2.2.5 Vergleich der Ergebnisse von USA-Studie und Studie in der Bundesrepublik	311

9. Zusammenfassung der Ergebnisse	317
10. Anhang	321
10.1 Informationsquellen für Betas	321
10.2 Beispiele zur Auswirkung internationaler Rechnungslegungsvorschriften auf Unternehmenskenngrößen	322
10.3 Fragebogen	324
Literaturverzeichnis	337

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1.4-1	Traditioneller und strategisch ausgerichteteter Akquisitionsprozeß	7
Abb. 3-1	Elemente des ertragsorientierten Unternehmenswertes	15
Abb. 3.2-1	Beispiel zur Ergebnisberechnung bei der pauschalen Methode.	32
Abb. 3.3-1	Effizienzkurve (a-b) und Kapitalmarktlinie	49
Abb. 3.3-2	Wertpapiermarktlinie	51
Abb. 3.3-3	Marktrisiko und unsystematisches Risiko	52
Abb. 3.4-1	Dreistufiges Wachstumsmodell nach MAO	75
Abb. 3.4-2	Lebenszyklen von Ressourcen und Produkten	78
Abb. 3.4-3	Wertschöpfungsstufen und Kostenhebel	79
Abb. 3.4-4	Beispiel für ein Stärken-/Schwächenprofil	81
Abb. 3.4-5	Beispiele für "Value Growth Durations"	85
Abb. 3.4-6	Übersichtsschema "Shareholder Value"-Ansatz	86
Abb. 3.5-1	Vergleich Top-Down-Ansatz vs. Bottom-Up-Ansatz	97
Abb. 6.1-1	Kapitalisierungszinssatz nach Zuschlagsmethode und WACC.	139
Abb. 6.1-2	Vergleich von Schätzungen für die Eigenkapitalkosten unter Anwendung des CAPM bzw. des APM.	142
Abb. 6.2-1	Ergebnisse eigener empirischer Untersuchungen	146

Abb. 6.2-2	Typischer Branchenlebenszyklus für Wachstumsrate von Umsatz und Gewinn	149
Abb. 6.3-1	Vergleich ausgewählter Unternehmensbewertungsverfahren	151
Abb. 7-1	Zentrale und Dezentrale Denkweise zur Beurteilung von ausländischen Investitionsobjekten	160
Abb. 7.1-1	Wechselkurse bei hoher und niedriger Inflation	167
Abb. 7.1-2	Fisher-Open Differentiale	174
Abb. 7.1-3	Internationale Arbitragegleichgewichte	177
Abb. 7.2-1	Rendite/Risiko-Überlegungen zum Hedging	183
Abb. 7.2-2	Wirkung des Hedging auf Variabilität der Erträge	185
Abb. 7.3-1	Empirische Ergebnisse zur Gewichtung der Methoden zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes	198
Abb. 7.3-2	Gewichtung der ertragsorientierten Unternehmensbewertungsverfahren der empirischen Untersuchung	201
Abb. 7.3-3	Korrelationskoeffizienten zwischen den größten Eigenkapitalmärkten	204
Abb. 7.3-4	Effizienzgrenzen für Aktien & "Bonds" Portfolios vs. Effizienzgrenzen für "Bonds" und für Aktien	205
Abb. 7.3-5	Internationale Diversifikation in der Kapitalmarkttheorie	206
Abb. 7.3-6	Gleichgewicht im internationalen Kapitalmarkt	209
Abb. 7.3-7	Relative Bedeutung von Weltindex, Branchenindex, Wechselkursindex und nationalem Aktienindex zur Bestimmung der Aktienrendite	220
Abb. 7.3-8	Einfluß der internationalen Diversifikation auf die Risikoprämie	224

Abb. 7.3-9	Wertpapierlinie eines Unternehmens i bei uninationaler und internationaler Betrachtungsweise	225
Abb. 7.3-10	Eigenkapitalkostenbestimmung bei internationaler Diversifikation	228
Abb. 7.3-11	Reale Fremdkapitalkosten 1977-1987	236
Abb. 7.3-12	Gegenüberstellung "Spot Rate"-Ansatz vs. "Forward Rate"-Ansatz	241
Abb. 7.3-13	Umrechnung der Cash-flows	244
Abb. 7.7-1	Komponenten des DCF-Verfahrens bei internationaler Unternehmensbewertung	257
Abb. 7.7-2	Übersichtsschema "Internationale Unternehmensbewertung"	260
Abb. 8.2-1	Ergebnisse von "In-Depth"-Interviews	267
Abb. 8.2-2	Bewertungsverfahren -- USA	280
Abb. 8.2-3	Internationale Unternehmens- bewertung -- USA	283
Abb. 8.2-4	Uninationale Unternehmens- bewertung -- USA	284
Abb. 8.2-5	Kapitalisierungszinssatz -- USA	286
Abb. 8.2-6	Vertrauensniveau Kapitalisierungs- zinssatz -- USA	287
Abb. 8.2-7	Strategische Faktoren I -- USA	288
Abb. 8.2-8	Strategische Faktoren II -- USA	290
Abb. 8.2-9	Marketing-Faktoren vs. horizontale Akquisitionen -- USA	291
Abb. 8.2-10	Initiatoren des Akquisitions- prozesses -- USA	293
Abb. 8.2-11	Bewertungsverfahren -- D	296
Abb. 8.2-12	Uninationale Unternehmensbewertung Gesamtzahl der Akquisitionen -- D	298
Abb. 8.2-13	Internationale Unternehmensbewertung Gesamtzahl der Akquisitionen -- D	299
Abb. 8.2-14	Kapitalisierungszinssatz -- D	300

Abb. 8.2-15	Vertrauensniveau -- D Kapitalisierungszinssatz	301
Abb. 8.2-16	Ertragwertverfahren für uninationale Unternehmensbewertung -- D	302
Abb. 8.2-17	Ertragswertverfahren für internationale Unternehmensbewertung -- D	304
Abb. 8.2-18	DCF-Verfahren für uninationale Unternehmensbewertung -- D	305
Abb. 8.2-19	DCF-Verfahren für internationale Unternehmensbewertung -- D	306
Abb. 8.2-20	Strategische Faktoren (Frage 2a,b) -- D	308
Abb. 8.2-21	Strategische Faktoren (Frage 2c) -- D	309
Abb. 8.2-22	Initiatoren des Akquisitions- prozesses -- D	311
Abb. 8.2-23	Durchschnittsanzahl internationaler Akquisitionsbewertungen -- USA	316
Abb. 8.2-24	Durchschnittsanzahl internationaler Akquisitionsbewertungen -- D	316