

Inhaltsübersicht

Geleitwort	VII
Vorwort	IX
Inhaltsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXI
Formelverzeichnis	XXIII
Symbolverzeichnis	XXV
<i>Prolog</i>	1
<i>I Vom ökonomischen Gewinn zum Kapitalwert</i>	5
<i>II Konkretisierung der Kapitalwertformel</i>	23
<i>III Zur Bedeutung der Einkommensteuer für den Kapitalwert</i>	49
<i>IV Multiplikatoren als normierte Kapitalwerte</i>	65
<i>V Kapitalwert und Preisniveau am Kapitalmarkt</i>	91
<i>VI Renditeerwartung und Preisniveau am Kapitalmarkt</i>	109
<i>VII Investitionsentscheidungen und Flexibilität</i>	139
<i>VIII Finanzierungsüberlegungen</i>	163
<i>IX Einfluss asymmetrischer Information</i>	183
<i>X Implikationen für die Gestaltung von M&A Prozessen</i>	199
<i>Betrachtungen zum Schluss</i>	239
<i>Literaturverzeichnis</i>	243
<i>Stichwortverzeichnis</i>	249

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	VII
Vorwort	IX
Inhaltsübersicht	XIII
Tabellenverzeichnis	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXI
Formelverzeichnis	XXIII
Symbolverzeichnis	XXV
<i>Prolog</i>	1
<i>I Vom ökonomischen Gewinn zum Kapitalwert</i>	5
1. Der ökonomische Gewinn stellt eine Grundlage für die Definition des Kapitalwertes dar	5
2. Der Kapitalwert ist die Summe der mit der Alternativ- rendite diskontierten erwarteten Zahlungen	11
3. Die Bestimmung von Alternativrenditen erfordert Investitionsalternativen, die im Entscheidungszeitpunkt realisierbar sind	16
<i>II Konkretisierung der Kapitalwertformel</i>	23
4. Eine unsichere Zahlung kann wie eine sichere bewertet werden, wenn Duplizierung möglich ist	23
A. Exakte Duplizierung	23
B. Approximative Duplizierung	27
C. Capital Asset Pricing Model (CAPM)	28
5. Aus Preisadditivität folgen die Bewertung in Komponenten und die gängigen Methoden der Unternehmensbewertung ..	33
A. Preisadditivität und gewichtete Renditen	33
B. WACC	34
C. Eigenkapitalkosten	40
6. Kapitalwert auf Basis von Gewinnen oder Kapitalrenditen sowie deren Zusammenhang zum internen Zins	45

<i>III</i>	<i>Zur Bedeutung der Einkommensteuer für den Kapitalwert</i>	49
	7. Kein Einfluss, wenn Investitionsobjekt und Referenzobjekt steuerlich gleich behandelt werden!	49
	A. Ökonomischer Gewinn als Bemessungsgrundlage	49
	B. Differenzierte Besteuerung	51
	C. Mangelnde Vergleichbarkeit	52
	8. Zusätzliche Annahmen für den WACC-Ansatz erforderlich	55
	9. Eine Antwort auf die Frage zum relevanten Steuersatz: Kalibrieren Sie Ihr Modell!	58
<i>IV</i>	<i>Multiplikatoren als normierte Kapitalwerte</i>	65
	10. Deterministische Kapitalkosten und Bewertungsmultiplikatoren bei unabhängigen Wachstumsraten der Zahlungen	65
	11. Bewertungsmultiplikationen werden auf Basis von Fundamentalfaktoren, insbesondere Wachstumsrate und Kapitalrendite, klassifiziert	73
	A. Zahlungsstrombasierte Multiplikatoren und Wachstumsraten	73
	B. Zusammenhang zur Amortisationsdauer	77
	C. Bestandsgrößenbasierte Multiplikatoren und Kapitalrenditen	78
	12. Regressionsbasierte Multiplikatoren unterliegen engen Anwendungsbedingungen	85
<i>V</i>	<i>Kapitalwert und Preisniveau am Kapitalmarkt</i>	91
	13. Versuche, die Grundlagen normierter Kapitalwerte zu verifizieren	91
	14. Vergleichbare Unternehmen werden besser auf Basis von Fundamentalfaktoren als der Branchenzugehörigkeit ausgewählt	94
	15. Bei der Anwendung der Kapitalwertformel sollten erwartete Veränderungen im Preisniveau des Kapitalmarktes berücksichtigt werden	98
<i>VI</i>	<i>Renditeerwartung und Preisniveau am Kapitalmarkt</i>	109
	16. Empirische Indizien für die Bedeutung des Preisniveaus für langfristige Durchschnittsrenditen sind vorhanden	110
	17. Selbst ein unveränderliches Preisniveau hat Einfluss auf die Renditeerwartung	114
	18. Alternativen zur Bestimmung von Alternativrenditen	119
	A. Interner Zins, aktuelles Preisniveau und explizite Erwartungen	120

B. Durchschnittliche Renditen auf Basis historischer Preise?	128
C. Statistische Simulation?	132
<i>VII Investitionsentscheidungen und Flexibilität</i>	139
19. Unterschiede zwischen Wert und Preis bei „Realinvestitionen“	139
20. Den richtigen Zeitpunkt für Investition und Liquidation finden	143
A. Flexibilität hinsichtlich des Investitionszeitpunktes	143
B. Flexibilität hinsichtlich des Liquidationszeitpunktes ...	149
C. Terminierte Entscheidungspunkte	151
21. In Transaktionsverträgen enthaltene Optionen	155
<i>VIII Finanzierungsüberlegungen</i>	163
22. Nur moderate Wertsteigerung durch finanzierungsinduzierte Steuervorteile bei ausgeschlossenen Insolvenzrisiken	163
A. Widersprüche bei den gebräuchlichen Finanzierungs- prämissen	164
B. Formulierung alternativer Finanzierungsprämissen	166
C. Komparative Analyse der Verschuldungsgrade bei Ausschluss von Insolvenzrisiken	171
23. Erhebliche Auswirkung der Fremdfinanzierung auf die Renditeerwartung	174
24. Empirische LBO Bewertungen bei ca. 7x, Verschuldungs- grade bei ca. 4.6 x EBITDA	180
<i>IX Einfluss asymmetrischer Information</i>	183
25. Synergien, Wertunsicherheit und Gefahr des Winner's Curse	183
26. Underpricing beim Börsengang	190
27. Auch die Eigentümerstruktur kann das Preisniveau beeinflussen	194
<i>X Implikationen für die Gestaltung von M&A Prozessen</i>	199
28. Systematisierung von M&A Prozessen	199
A. M&A Transaktionen	200
B. M&A Prozess	202
C. M&A Erfolg und Wirtschaftlichkeitsanalyse	205
29. Verkauf von Gesellschaftsanteilen in einer Private-to-Private Transaktion	209
A. Schaffung von Wettbewerb	209

B. Determinanten des finalen Preises folgen aus dem Kauf- und Abtretungsvertrag	213
C. Management der Interessengegensätze	217
30. Öffentliches Übernahmeangebot als Beispiel für eine Public-to-Private Transaktion	224
A. Der Transaktionsprozess ist durch rechtliche Vorgaben weitgehend vorbestimmt	224
B. Interessengegensätze, Private Benefits of Control und Pflichtangebotsregel	227
C. Squeeze-out, Angemessenheitsgrundsatz und das Problem nicht marktkonformer Bewertungsstandards ..	234
 <i>Betrachtungen zum Schluss</i>	 239
 <i>Literaturverzeichnis</i>	 243
 <i>Stichwortverzeichnis</i>	 249

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Zerlegung der bewertungsrelevanten Zahlung bei der Unternehmensbewertung	35
Tabelle 2:	Zuordnung von Kapitalkosten	38
Tabelle 3:	Bewertungsrelevante Zahlung unter Berücksichtigung der Einkommensteuer	55
Tabelle 4:	q in Abhängigkeit vom Steuersatz und vom Bewertungsniveau am Aktienmarkt	61
Tabelle 5:	Beispiele verschiedener Binomialmodelle für unsichere Wachstumsraten	70
Tabelle 6:	Kapitalkosten bei verschiedenen Binomialmodellen für unsichere Wachstumsraten (Beispiel)	71
Tabelle 7:	Gegenüberstellung vereinfachter Multiplikatormodelle ..	82
Tabelle 8:	Klassifikation von Bewertungsmultiplikatoren	83
Tabelle 9:	P/E in Abhängigkeit von der erwarteten Wachstumsrate der Unternehmensgewinne	92
Tabelle 10:	M/B in Abhängigkeit von der Eigenkapitalrendite	93
Tabelle 11:	Bewertungsfehler in Abhängigkeit von der Definition vergleichbarer Unternehmen	97
Tabelle 12:	Empirische Daten DAX	101
Tabelle 13:	Tabelle der Kapitalmarktparameter ($q = 0,475$)	104
Tabelle 14:	Beispiel Kapitalkosten ($q = 0,475$)	105
Tabelle 15:	Beispiel Bewertungsmultiplikatoren ($q = 0,475$)	106
Tabelle 16:	Analyse von FAMA und FRENCH; BETA, Size, Market-to-Book and Stock Returns, USA	112
Tabelle 17:	Analyse von CAMPBELL/LO/MACKINLAY; Dividend-Price Ratio and Stock Returns, USA	113
Tabelle 18:	Korrelation von Preis-Dividenden Multiplikator (m) und annualisierten DAX Renditen	115
Tabelle 19:	Geschätzte erwartete Renditen, deutscher Aktienmarkt	131
Tabelle 20:	Renditen von Private Equity Fonds 1986–2003	178
Tabelle 21:	Multiplikatoren aus Transaktionen in der Chemischen Industrie 1990–2000	180
Tabelle 22:	Bewertungsmultiplikatoren bei Europäischen LBOs im Zeitraum 2000–2003	181
Tabelle 23:	Kapitalstrukturen bei Europäischen LBOs im Zeitraum 2000–2003	181
Tabelle 24:	Vergleich WpÜG mit City Code	230

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Binomialmodell	68
Abbildung 2: Binomialmodell mit unabhängigen Wachstumsraten ..	68
Abbildung 3: Binomialmodell mit abhängigen Wachstumsraten ...	69
Abbildung 4: Bewertungsmultiplikatoren in Abhängigkeit von der Wachstumsrate	75
Abbildung 5: Bewertungsmultiplikatoren in Abhängigkeit von der Kapitalrendite	79
Abbildung 6: Linearisierung stromgrößenbasierter Multiplikatoren	86
Abbildung 7: Entwicklung DAX und Dividendenrendite	100
Abbildung 8: Tagesgeldzinssätze 1953–2002	102
Abbildung 9: Preisniveau am Aktienmarkt und Zinsen von Bundes- anleihen von 1954 bis 2002	103
Abbildung 10: Durchschnittsrendite in Abhängigkeit von der Änderung des Preisniveaus und der Haltedauer	118
Abbildung 11: Preisniveau am Aktienmarkt und am Anleihemarkt ..	134
Abbildung 12: Preisniveau Anleihemarkt und Tagesgeldzins	134
Abbildung 13: Prognosemodell Tagesgeldzins	135
Abbildung 14: Prognosemodell Wachstumsraten	135
Abbildung 15: Prognosemodell Aktienmarktrenditen	136
Abbildung 16: Beispiel optimaler Investitionszeitpunkt	144
Abbildung 17: Optimaler Investitionszeitpunkt	148
Abbildung 18: Unterschiede von Entry- und Exit-Multiple bei 41 LBOs	149
Abbildung 19: Beispiel optimaler Liquidationszeitpunkt	150
Abbildung 20: Beispiel terminierter Investitionszeitpunkt	153
Abbildung 21: Beispiel EBIT Binomialmodell	158
Abbildung 22: Maximale Verschuldungsgrade (L) und Wachstum ...	173
Abbildung 23: Maximale Verschuldungsgrade (I) und Wachstum ...	173
Abbildung 24: Wertsteigerung durch Steuervorteile aus der Fremd- finanzierung	174
Abbildung 25: Vereinfachte LBO Analyse	175
Abbildung 26: Gleichverteilungsannahme 1	186
Abbildung 27: Gleichverteilungsannahme 2	192
Abbildung 28: Gleichverteilungsannahme 3	195
Abbildung 29: Beispiele verschiedener Transaktionsformen	200
Abbildung 30: Systematisierung Transaktionsformen	202
Abbildung 31: Interessen der beteiligten Akteure	203
Abbildung 32: Einbettung M & A Prozess	204

Abbildung 33: Vorgänge im M&A Prozess	204
Abbildung 34: Erfolgsmessung von M&A Transaktionen	206
Abbildung 35: Beispiel Private-to-Private Transaktion	210
Abbildung 36: Stilelemente verschiedener Verhandlungstypen	223

Formelverzeichnis

(1) Kapitalwert bei einer Periode	8
(2) Kapitalwert mit konstanten Kapitalkosten (mehrperiodig)	13
(3) Kapitalwert und Definition risikoloser Zins	17
(4) Kapitalwert und Definition Kapitalkosten	17
(5) Kapitalwert und Definition Q	18
(6) Gewichtete Renditen	34
(7) Kapitalwert mit WACC	37
(8) Eigenkapitalkosten	42
(9) Relativer Steuervorteil aus Fremdfinanzierung	56
(10) Kapitalkosten in Abhängigkeit von Wachstumserwartungen ...	72
(11) Deterministischer Bewertungsmultiplikator	72
(12) Definitionen wachstums- und renditebasierter Multiplikatoren .	91
(13) Konzept zur Anwendung von Multiplikatoren	95
(14) Rendite bei veränderlichem Preisniveau	114
(15) Durchschnittliche Renditeerwartung bei veränderlichem Preisniveau	116
(16) Maximale Verschuldungsgrade	172
(17) Optimales Gebot in bilateraler Verhandlungssituation	186
(18) Optimaler Emissionspreis beim IPO	191
(19) Optimale Prämie beim Übernahmeangebot	196
(20) Kaufpreisanpassung	215