

# Inhaltsverzeichnis

## **Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung – Stand und Perspektiven** ..... 1

*Elmar Lukas/Sascha H. Mölls*

Teil I

## **Spezielle Probleme der Unternehmensbewertung** ..... 19

## **Berücksichtigung politischer Länderrisiken bei grenzüberschreitenden Unternehmensbewertungen** ..... 21

*Nils Rullkötter*

1	Einleitung	21
2	Bewertungskonstellationen und Bewertungsperspektive	22
3	Politische Länderrisiken	22
4	Abbildung politischer Risiken vor dem Hintergrund der grundsätzlichen Methoden zur Risikoberücksichtigung	24
4.1	Risikoberücksichtigung in der Unternehmensbewertung	24
4.2	Cashflowprognose unter Berücksichtigung politischer Risiken	26
4.3	Risikokorrektur	30
4.4	Internationale Eigenkapitalkosten	31
5	Zusammenfassende Beurteilung und Fazit	36

## **Bestimmung mehrperiodiger Kapitalkosten in der Unternehmensbewertung – alternative Konzepte in kritischer Betrachtung** ..... 43

*Christian Kern/Joachim Krag/Sascha H. Mölls*

1	Problemstellung	43
2	Mehrperiodige Diskontierung und Risikoauflösung	45
2.1	Grundlegende Kapitalkostenkonzepte	45
2.2	Stand der Kapitalkostendiskussion – ein selektiver Überblick	45
2.3	Klassifikation der Bewertungsansätze	50
3	Analyse alternativer Kapitalkostenmodelle in einem <i>Markov</i> -Setting	51
3.1	Präzisierung des Modellrahmens	51
3.2	Gegenüberstellung alternativer Modellansätze	54
3.3	Modellendogene Implikationen	64
4	Übergreifende Schlussfolgerungen	65

<b>Bewertung flexibler Projekte: praktische Vorteile des Realloptionsansatzes</b> .....	71
<i>Nils Crasselt / Claude Tomaszewski</i>	
1 Einleitung .....	71
2 Theoretische Äquivalenz der Ansätze .....	72
2.1 Ausgangssituation: ein Zahlenbeispiel .....	72
2.2 Realloptionsansatz .....	73
2.3 Flexibler NPV-Ansatz .....	75
3 Vergleich unter praktischen Bedingungen .....	77
3.1 Informationsanforderungen .....	77
3.2 Fall 1: Wert des Bezugsguts ist bekannt .....	78
3.3 Fall 2: Wert des Bezugsguts kann mit traditionellen Bewertungsmethoden geschätzt werden .....	78
3.4 Fall 3: Wert des Bezugsguts kann nicht quantifiziert werden .....	80
4 Schlussbemerkung .....	82
<b>Synergy-Value-Konzept – Beurteilung der möglichen Wertschaffung aus Akquisitionen</b> .....	85
<i>Helmut Wöginger</i>	
1 Beurteilung der Synergiephänomene bei M&A-Transaktionen .....	85
1.1 Synergieevaluation im Verlauf des Akquisitionsprozesses .....	86
1.2 Synergiegliederung und Kalkül des Synergy Value .....	87
2 Prämissen für die Anwendung des Synergy-Value-Konzepts .....	89
2.1 Beachtung der Ergebnisse der Due Diligence .....	89
2.2 Beachtung von Erkenntnissen aus der Transaktionsrichtung .....	90
2.3 Beachtung von Einflüssen einer Integration .....	91
3 Synergy-Value-Konzept und seine Anwendung .....	93
3.1 Synergieevaluation auf der strategischen Ebene .....	94
3.2 Synergieanalyse auf der operativen Ebene zur Unterstützung der Synergieevaluation auf der strategischen Ebene .....	99
3.3 Anwendung des Synergy-Value-Konzepts .....	100
4 Zusammenfassende Bemerkungen .....	102
<b>Bewertung von Wachstumsunternehmen</b> .....	103
<i>Volker Seiler / Bernard M. Gilroy / Christian Peitz</i>	
1 Einleitung .....	103
2 Zum Begriff des Wachstumsunternehmens und der bewertungsrelevanten Spezifika .....	106
3 Die Bewertung von Wachstumsunternehmen mit Hilfe des Modells von Schwartz und Moon (2001) .....	107
3.1 Allgemeine Einführung .....	107
3.2 Beschreibung der stochastischen Prozesse .....	107
3.3 Implementierung des Modells in diskreter Zeit und Parametrisierung ..	112
3.4 Ergebnis der Simulation .....	117
4 Zusammenfassung .....	118

<b>Konsistente Abbildung von Wachstum im Terminal Value – Wachstumsraten deutscher Unternehmen im Branchenvergleich .....</b>	<b>121</b>
<i>Stefan Laun/Sascha H. Mölls</i>	
1 Problemstellung .....	121
2 Konsistente Abbildung von Wachstum im Terminal Value .....	122
3 Wachstum von Unternehmensüberschüssen – eine empirische Untersuchung.....	126
3.1 Stand der Diskussion: ein Überblick.....	126
3.2 Untersuchungsdesign, Datengrundlage und Analysemethoden .....	129
3.3 Empirische Befunde: Wachstum von Unternehmensüberschüssen .....	130
4 Fazit .....	133
<b>Fremdkapital und Fremdkapitalkosten – sachgerechte Berücksichtigung bei der Unternehmensbewertung .....</b>	<b>137</b>
<i>Lars Franken/Jörn Schulte/Alexander Brunner</i>	
1 Einleitung .....	137
2 Bewertung von Schulden.....	138
2.1 Grundlagen der Bewertung von Schulden .....	138
3 Bewertung von verschuldeten Unternehmen.....	153
3.1 Begriffliche Grundlagen .....	153
4 Empirische Ermittlung von Vertragsrenditen des Fremdkapitals .....	163
5 Zusammenfassung .....	166
<b>Vergleichsverfahren der Unternehmensbewertung – eine empirische Untersuchung .....</b>	<b>169</b>
<i>Bernhard Nietert/Thomas Otto</i>	
1 Einleitung .....	169
2 Untersuchungsdesign .....	170
2.1 Herausarbeiten von Festlegungen im Zusammenhang mit der Anwendung von Vergleichsverfahren .....	170
2.2 Untersuchte Vergleichsverfahren .....	171
2.3 Kriterium zur Beurteilung der ökonomischen Signifikanz der Unterschiede in Unternehmenswerten .....	172
3 Datensatz und Datenaufbereitung .....	173
3.1 Datensatz .....	173
3.2 Datenaufbereitung .....	173
4 Ergebnisse der empirischen Untersuchung .....	175
4.1 Bezugsgrößen .....	175
4.2 Methoden zur Bestimmung von Vergleichsunternehmen .....	177
4.3 Aggregationsmethoden .....	179
5 Fazit .....	181

Teil II

**Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen** ..... 183

**Bewertung von KMUs – Abschmelzung der Ertragskraft und Unternehmerlohn** ..... 185

*Eckhard Frankenberg*

1	Einleitung .....	185
2	Begriffsbestimmungen .....	186
2.1	KMU .....	186
2.2	Ertragskraft .....	186
2.3	Abschmelzung .....	188
2.4	Unternehmerlohn .....	190
3	Übertragung und Abschmelzung der Ertragskraft .....	192
4	Unternehmerlohn und Abschmelzung .....	196
5	Zusammenfassung .....	198

**Die Unternehmensbewertung von KMU – kritische Bemerkungen**

**zur Anwendbarkeit des IDW S 1** ..... 203

*Andreas Becker/ Patrick Fischer*

1	Problemstellung .....	203
2	Definition KMU .....	205
3	Bewertungsverfahren – ein Überblick .....	208
4	Praktische Anwendungsprobleme gängiger Bewertungsverfahren .....	212
4.1	Ermittlung der finanziellen Überschüsse .....	212
4.2	Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes .....	214
4.3	Bewertung eines KMU .....	216
5	Fazit und Ausblick .....	220

**Alternativen zur kapitalmarktorientierten Bewertung:**

**risikogerechte Finanzierung und Renditeanforderungen (Kapitalkosten)** ..... 225

*Werner Gleißner/ Marco Wolfrum*

1	Investitionsplanung und Investitionsentscheidung: risikogerechte Bewertung .....	225
2	Grundlagen der Monte-Carlo-Simulation für die Aggregation von Risiken im Kontext der Planung .....	227
2.1	Aggregation von Risiken im Kontext der Planung .....	227
3	Risikomaße und Maße der Planungssicherheit .....	230
4	Wertorientierte Steuerung, risikogerechte Bewertung und risikogerechte Kapitalkosten .....	231
4.1	Grundlagen: Abwägen von Ertrag und Risiko – Performancemaße .....	231
4.2	Beispiel: Finanzierungsstruktur und Wert einer Investition .....	233
4.3	Risikogerechte Kapitalkosten über Standardabweichung und Variationskoeffizient des Ertrags .....	236
5	Fazit .....	238

**Vorteil Personengesellschaft: Welchen Werteffekt hat die Ergänzungsbilanz?** ..... 241

*Irg Müller*

1	Einleitung .....	241
2	Die Ergänzungsbilanz im Besteuerungssystem der Personengesellschaft .....	242
2.1	Abgrenzung zur Kapitalgesellschaft .....	242
2.2	Ebene des Erwerbers .....	243
2.3	Ebene des Veräußerers .....	244
2.4	Gewerbsteuerliche Behandlung der Personengesellschaft .....	244
3	Wechselseitige Abhängigkeit von Unternehmenswert und TAB .....	245
4	Lösungsweg 1: formale Bestimmung des TAB .....	247
4.1	Vereinfachtes Grundmodell .....	247
4.2	Erweiterung des Grundmodells um die Veräußerungsgewinn- besteuerung .....	251
4.3	Einbeziehung der Gewerbesteuer .....	253
5	Lösungsweg 2: iterative Bestimmung des TAB .....	255
5.1	Methodik .....	255
5.2	Umfassendes Beispiel unter Einbeziehung der Veräußerungsgewinnbesteuerung .....	257

Teil III

**Bewertung und Regulatorik** ..... 261

**Dynamic Properties of IRB Rating Systems** ..... 263

*Daniel Börstler/Lora Todorova*

1	Introduction .....	263
2	PIT sensitivity of rating systems – definitions .....	265
2.1	Rating philosophy .....	266
2.2	Calibration philosophy .....	268
3	Measuring the level of PIT sensitivity of a rating system – a new approach.....	268
4	Conclusion .....	271

**Die erbschaftsteuerliche Verbundvermögensaufstellung – ein neues Bewertungs-  
instrument und seine Tücken** ..... 273

*Eberhard Kalbfleisch*

1	Rechtsentwicklung .....	273
1.1	ErbSt-Reformen 1997 und 2008.....	274
1.2	Das ErbStG 2016 .....	275
2	Erbschaftsteuerliche Unternehmensbewertung .....	280
2.1	Allgemeines .....	280

2.2	Vereinfachtes Ertragswertverfahren .....	281
2.3	Verbundvermögensaufstellung.....	282
3	Zweifelsfragen bei der Erstellung der Verbundvermögensaufstellung ..	283
3.1	Kombination von Ertrags- und Substanzbewertung .....	283
3.2	Keine »Infektionswirkung« der Verbundvermögensaufstellung .....	288
3.3	Mindestbeteiligungsquote bei Kapitalgesellschaften .....	290
4	Fazit .....	291
<b>Die Haftung des Wirtschaftsprüfers für fehlerhafte Unternehmensbewertungen</b> ....		295
<i>Philipp Glock</i>		
1	Vorbemerkung .....	295
2	Haftung für fehlerhafte Unternehmensbewertungen .....	296
2.1	Haftung gegenüber dem Vertragspartner .....	296
2.2	Haftung gegenüber Dritten .....	304
2.3	Vertragliche Haftungsbegrenzung .....	310
3	Fazit .....	311
<b>BREXIT – steuerliche Implikationen bei Transaktionen</b> .....		313
<i>Christof K. Letzgus</i>		
1	Einführung.....	313
2	Grundsätzliche steuerliche Implikationen .....	314
3	Anwendung des UmwStG auf grenzüberschreitende Umwandlungen ..	316
3.1	Verschmelzungen .....	316
3.2	Einbringungen/Anteilstausch .....	317
3.3	Brexit als schädliches Ereignis nach vorangehenden begünstigten Umstrukturierungen?.....	318
4	Wechsel der unbeschränkten Steuerpflicht .....	321
4.1	Wegzugsfälle .....	321
4.2	Zuzugsfälle .....	322
5	Verlustnutzung bei grenzüberschreitender Umstrukturierung .....	323
6	Exkurs: grunderwerbsteuerliche Konzernklausel .....	324
7	Abschließende Bemerkungen .....	324
<b>(Credit-)Ratings als kapitalmarktbezogenes Informationsinstrument – Stand und Perspektiven der empirischen Forschung</b> .....		327
<i>Sascha H. Mölls/ Chunqian Shen</i>		
1	Problemstellung .....	327
2	Rolle von Ratings im Kapitalmarktkontext .....	328
3	Empirische Untersuchungsergebnisse – ein selektiver Überblick .....	330
3.1	Informationsnutzen von Credit-Ratings .....	330
3.2	Determinanten von (Credit-)Ratings und Ratingänderungen.....	331
3.3	Zwischenfazit .....	332
4	Implikationen der empirischen Untersuchungsergebnisse .....	333

4.1	Ökonomische Implikationen .....	333
4.2	Methodische Implikationen.....	335
5	Fazit .....	337

Teil IV

<b>Rechnungslegungsorientierte Bewertungen .....</b>	<b>345</b>
--	------------

<b>Wertminderungen nach IAS 36 – Herausforderungen in der Praxis .....</b>	<b>347</b>
--	------------

*Marc Hayn/Silvia Geberth/Thomas Lanz/Frederik Frey*

1	Praktische Relevanz und Grundprinzipien von IAS 36.....	347
2	Durchführung des Wertminderungstests – praktische Implikationen ...	349
2.1	Zeitpunkt des Wertminderungstests .....	349
2.2	Abgrenzung von zahlungsmittelgenerierenden Einheiten .....	351
2.3	Buchwertermittlung von CGUs .....	354
2.4	Wertminderungsaufwand für eine CGU .....	357
3	Herausforderungen in der Bewertung .....	358
3.1	Ermittlung des erzielbaren Betrags im Rahmen des Goodwill Wertminderungstests .....	358
3.2	Kapitalisierungszinssatz nach Steuern .....	364
3.3	Restrukturierungen .....	365
3.4	(Erweiterungs-)Investitionen .....	366
4	Fazit und Ausblick .....	369

<b>Erwerbe von Sachgesamtheiten nach IFRS 3 als Bewertungsproblem .....</b>	<b>373</b>
---	------------

*Norman W. Knop/Wolfgang Knop*

1	Problemstellung .....	373
2	Das IFRS-Regelwerk .....	374
2.1	Zielsetzung einer Berichterstattung nach IFRS.....	374
2.2	IFRS 3 im Rahmen des Regelwerkes .....	375
3	Die Bestimmung der Gegenleistung bei der Anwendung von IFRS 3 ....	376
3.1	Generelle Vorgehensweise .....	376
3.2	Sonderfälle .....	378
4	Identifizierbare Vermögenswerte .....	380
4.1	Allgemeines .....	380
4.2	Bewertungstechniken zur Ermittlung des beizulegenden Wertes .....	381
4.3	Latente Steuern .....	383
5	Spezialfälle – ein selektiver Überblick .....	385
5.1	Behandlung der Differenz zwischen den Werten der Gegenleistung und der identifizierten Vermögenswerte .....	385
5.2	Sukzessive Übernahme von Sachgesamteinheiten .....	388
6	Abschließende Würdigung .....	389

<b>Optionsbasierte Bewertung von Rückstellungen</b> .....	393
<i>Christian Kern/Sascha H. Mölls</i>	
1 Einleitung .....	393
2 Bestimmung von Fair Values – bewertungstheoretische Grundlagen ....	395
3 Fair Value-Bewertung optionshaltiger Verbindlichkeiten .....	397
4 Bewertung von Verbindlichkeiten im Rahmen eines »reinen« Fair Value-Accounting .....	402
4.1 Unabhängigkeit der Wertentwicklungen der Fremdkapital- positionen .....	403
4.2 Abhängigkeit der Wertentwicklung der Fremdkapitalpositionen und Integration einer externen Risikoquelle .....	408
4.3 Aktuelle Fair Value-Bilanzierung oder »reines« Value Accounting mittels Optionspreistheorie? .....	409
5 Fazit .....	410
 <b>Die Bewertung von Managementbeteiligungen in Private Equity-Transaktionen</b> ....	 415
<i>Felix Rose/Timo Willershausen</i>	
1 Einleitung .....	415
2 Managementbeteiligungen .....	416
2.1 Hintergrund von Managementbeteiligungen im Rahmen von Buyout Transaktionen .....	416
2.2 Strukturierung einer Managementbeteiligung .....	416
2.3 Call Recht des Private Equity-Investors .....	418
2.4 Zusätzliche Pflichten der Manager .....	418
3 Bewertungs- und bilanztechnische Fragestellungen .....	418
3.1 Fair Value für IFRS 2 .....	418
3.2 Darstellung üblicher Modelle der Optionspreisbewertung und der wesentlichen Annahmen .....	419
3.3 Analyse wesentlicher Inputparameter .....	421
4 Beispielrechnung .....	426
5 Zusammenfassung .....	427
 <b>Konjunkturabhängige PD-Bestimmung nach IFRS 9 – zum Informationsgehalt öffentlich verfügbarer Ratings</b> .....	 429
<i>Tobias Filusch/Sascha H. Mölls/Christopher Ratz</i>	
1 Einführung .....	429
2 Lifetime Expected Credit Loss .....	431
2.1 Anforderungen an den Bewertungsmaßstab nach IFRS 9 .....	431
2.2 Ausfallwahrscheinlichkeit und Ausfallstrukturkurven .....	433
3 Standard & Poor's Ratingdaten .....	435
3.1 Ratingmigration und Ausfall .....	435
3.2 Konjunkturabhängigkeit der Ratingänderungen .....	437
3.3 Zeitliche Dynamik der Ausfallraten .....	440
4 Konjunkturabhängige Modellierung der Probability of Default .....	441

4.1	Regressionsbasierte Schätzung der Ausfallraten .....	441
4.2	Erweiterung zur migrationsbasierten Ausfallstruktur .....	443
5	Fazit .....	447
<b>Unschärfe von Erfolgsmaßen aufgrund von Bilanzpolitik – Theorie und Empirie ....</b>		<b>451</b>
<i>Norman W. Knop/Sascha H. Mölls</i>		
1	Problemstellung .....	451
2	Konzeptionelle Grundlagen der Bilanzpolitik – ein Überblick .....	453
2.1	Inhalte und Motive von Bilanzpolitik .....	453
2.2	Auswirkungen von Bilanzpolitik .....	453
2.3	Bilanzpolitik und Corporate Governance .....	455
3	Bilanzpolitik in deutschen (Groß-)Unternehmen: eine empirische Analyse .....	459
3.1	Untersuchungsdesign, Datenbasis und Analysemethoden .....	459
3.2	Ausmaß der Bilanzpolitik .....	461
3.3	Determinanten der Bilanzpolitik .....	463
4	Fazit .....	466
 Teil V		
<b>Branchenbezogene Bewertungen .....</b>		<b>471</b>
<b>Hauptdeterminanten bei der Bewertung von BioTech-Unternehmen .....</b>		<b>473</b>
<i>Manuel Bauer/Beate Frese/Dennis Lindau/Christian Timmreck</i>		
1	Einleitung .....	473
2	Die Rolle von M & A-Prozessen .....	474
2.1	Das Geschäftsmodell und der Lebenszyklus .....	474
2.2	M & A, Kooperation oder Auslizenzierung .....	477
2.3	Unternehmensbewertung mittels DCF .....	478
3	Unternehmensplanung als Grundlage .....	478
3.1	Aufbau und Logik einer Unternehmensplanung .....	478
3.2	Plausibilisierung der Unternehmensplanung .....	487
4	Absicherung planungsrelevanter Faktoren .....	488
4.1	Intellectual Property in der BioTech-Industrie .....	488
4.2	Absicherung der Intellectual Property .....	492
5	Fazit .....	496
 <b>Kapitalmarktorientierte Bewertung modularer Produktionsanlagen in der chemischen Industrie .....</b>		<b>499</b>
<i>Nils Crasselt/Stefan Lier/Dominik Wörsdörfer</i>		
1	Einleitung .....	499
2	Optionscharakter modularer Produktionsanlagen .....	500
2.1	Merkmale modularer Produktionsanlagen .....	500
2.2	Interpretation als Realoptionen .....	501

3	Bewertungsansatz .....	503
3.1	Grundlagen des Realloptionsansatzes .....	503
3.2	Bewertung einer modularen Anlage als Verbundoption .....	505
3.3	Grenzen der Bewertung .....	510
4	Zusammenfassung .....	510
<b>Unsichere Kosten und Vorlaufzeiten bei Infrastrukturprojekten unter Unsicherheit: eine kapitalmarktorientierte Betrachtung .....</b>		<b>513</b>
<i>Gordon Briest/Elmar Lukas</i>		
1	Einleitung .....	513
2	Das Modell .....	518
3	Ergebnisse .....	521
4	Zusammenfassung .....	527
<b>Die Bewertung unsicherer, beschränkter Zahlungsströme am Beispiel eines Infrastrukturprojektes .....</b>		<b>531</b>
<i>Stefan Kupfer/Andreas Welling</i>		
1	Einleitung .....	531
2	Unsichere, beschränkte Zahlungsströme in Projekten .....	532
3	Der Bewertungsansatz .....	533
3.1	Der allgemeine Bewertungsansatz .....	535
3.2	Die spezifische Bewertung .....	537
4	Bewertung eines Infrastrukturprojektes .....	541
5	Zusammenfassung .....	544