

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	5
---------------------------	---

Abkürzungsverzeichnis	15
------------------------------	----

Vorwort	17
----------------	----

Teil 1 Grundlagen der Beurteilung und Bewertung potenzieller Beteiligungen	23
---	----

1 Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity	25
1.1 Eigenkapital und Private Equity	25
1.1.1 Begriff und Einordnung	25
1.1.2 Die Begründung des Unternehmens	26
1.1.3 Flexibilität und Risiko	27
1.1.4 Wertorientierung	29
1.2 Finanzunternehmen und Produktunternehmen	30
1.2.1 Das Primat der Finanzierung vor der Produktion	30
1.2.2 Das Primat des Angebots vor der Nachfrage und Innovationszyklen	31
1.3 Private-Equity-Beteiligungsgesellschaften	31
1.3.1 Externe, hybride und interne Kapitalmärkte	31
1.3.2 Transparenz und Regulierung	33
1.3.3 Staatsfonds	34
1.4 Beteiligungsziele und Renditen	36
1.4.1 Restrukturierung der Unternehmen	36
1.4.2 Mittelstand	36
1.4.3 Renditen	37
1.5 Ausblick	37
1.6 Literatur	39

2	Grundlagen der Unternehmensbewertung	41
2.1	Begriffliche Grundlagen	41
2.2	Konzeptionen der Bewertung	42
2.2.1	Objektive Konzeption	42
2.2.2	Subjektive Konzeption	43
2.2.3	Funktionale Konzeption	45
2.2.4	Die neo-objektive Konzeption	48
2.3	Matrix der Unternehmensbewertung	49
2.4	Hauptfunktionen der Bewertung	51
2.4.1	Entscheidungsfunktion	51
2.4.2	Argumentationsfunktion	54
2.4.3	Vermittlungsfunktion	57
2.5	Anlässe der Bewertung	61
2.6	Wesentliche Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften	65
2.7	Literaturverzeichnis	69
3	Darstellung der Bewertungsverfahren: CAPM und DCF, Multiplikatoren	73
3.1	Abgrenzung der verschiedenen Verfahren zur Unternehmensbewertung	73
3.2	Kapitalmarkttheoretische Verfahren der Unternehmensbewertung	75
3.2.1	Grundlagen: CAPM und optimale Kapitalstruktur	75
3.2.2	Methoden des Discounted Cashflow (DCF)	79
3.3	Unternehmensbewertung durch Multiplikatoren	83
3.4	Literaturverzeichnis	85
4	Dynamische LBO-Bewertung bei stochastischen Exit Multiples: Ein Realoptionsansatz	87
4.1	Einleitung	87
4.2	Das Modell	88
4.2.1	Deterministische Betrachtung	88
4.2.2	Stochastische Betrachtung	91
4.3	Zusammenfassung und Ausblick	94
4.4	Literatur	94
5	Der Einsatz von Realoptionen in der Bewertungspraxis	95
5.1	Der Realoptions-Ansatz als Bewertungs- und Management-Ansatz im Private-Equity-Business	95

5.2	Werttreiber von Realloptions-Modellen	97
5.3	Monte-Carlo-Simulation zur Bestimmung der zukünftigen Volatilität	97
5.3.1	Überblick über die Methoden	99
5.3.2	Beispiel für die Bestimmung der zukünftigen Volatilität	103
5.4	Unternehmensbewertung mit dem Realloptions-Ansatz	110
5.5	Bewertung einer amerikanischen Option	113
5.5.1	Modellierung der Ausgangssituation	114
5.5.2	Ermittlung der Inputparameter	115
5.5.3	Durchführung der Bewertung	116
5.5.4	Feinabstimmung	120
5.6	Kritische Würdigung des Realloptions-Ansatzes	121
5.7	Literaturverzeichnis	126

6 Simulationsbasierte Bewertung von Akquisitionszielen und Beteiligungen

6.1	Einführung und Problemstellung	129
6.2	Theoretische Grundlagen	132
6.2.1	Entscheidungen bei Unsicherheit und Risiko: Nutzen und Wert	132
6.2.2	Probleme bei der Bewertung mehrperiodiger Zahlungen	136
6.2.3	Probleme bei der Berechnung von Kapitalkostensätzen und Lösungsmöglichkeiten	140
6.3	Bewertungsverfahren bei Private Equity-Gesellschaften	144
6.3.1	Status quo und Perspektiven	144
6.3.2	Simulationsbasierte Bewertung	147
6.3.3	Risikodeckungsansatz der Bewertung	151
6.3.4	Fallbeispiel zur risikogerechten Bewertung mit dem Risikodeckungsansatz	162
6.4	Der Arbeitsablauf in der Praxis	173
6.5	Zusammenfassung	177
6.6	Literaturverzeichnis	178
	Anhang	181

7 Bewertung von Unternehmen im »Financial Distress«

7.1	Implikationen des »Financial Distress« auf die Unternehmensbewertung	195
7.2	Ermittlung der Bewertungsbasis im »Financial Distress«	198
7.2.1	Quantifizierung der Unternehmensrisiken	198

7.2.2	Going Concern-Annahme oder Liquidationsszenario	201
7.2.3	Fortbestehensprognose	204
7.3	Bewertungsmethodik bei Unternehmensfortführung	208
7.3.1	Vom Wertansatz zum pragmatischen Messen	208
7.3.2	Bewertungsmethodik: Discounted Cashflow (DCF)	208
7.3.3	Bewertungsmethodik: Adjusted Present Value (APV)	215
7.3.4	Bewertungsmethodik: Multiples	216
7.3.5	Vom Unternehmens- zum Eigenkapitalwert im ›Financial Distress‹	217
7.4	Bewertungsmethodik bei Unternehmensliquidation	218
7.5	Strategische Beeinflussung der Bewertung in Krisensituationen	221
7.6	Literaturverzeichnis	223
8	Bilanzielle Bewertung von Beteiligungen nach IFRS	225
8.1	Einordnung	225
8.2	Fair Value	227
8.2.1	Begriff	227
8.2.2	Fair-Value-Hierarchie für Finanzinstrumente im Allgemeinen und Beteiligungen im Besonderen	227
8.3	Bilanzielle Behandlung direkt gehaltener Beteiligungen im Einzel- und Konzernabschluss	230
8.3.1	Ansatzkriterien von Beteiligungen sowie zeitliche und sachliche Zuordnung	230
8.3.2	Bewertungsvorschriften nach IFRS	231
8.4	Konsolidierung eines Spezialsondervermögens nach IFRS	238
8.4.1	Beherrschung	238
8.4.2	Konsolidierung	239
8.5	Literaturverzeichnis	240
9	Performance-Messung von Beteiligungen: ERIC	241
9.1	Einführung	241
9.2	Generelle Eignung von Residualgewinnen zur Performance-Messung	242
9.3	Charakteristische Residualgewinnkonzepte der Performance-Messung	243
9.4	Vergleichende Diskussion der Konzepte anhand eines Beispiels	245
9.5	Fazit	249
9.6	Literaturverzeichnis	250

10 Unternehmensbewertung – eine Auswahl zwölf wesentlicher Fehlerquellen aus praktischer Sicht 251

- 10.1 Einleitung 252
- 10.2 Ausgewählte Literatur 253
 - 10.2.1 Kruschwitz/Löffler 253
 - 10.2.2 Ballwieser 255
 - 10.2.3 Henselmann 256
- 10.3 Ein Bezugsrahmen für die systematische Analyse des Bewertungsprozesses 257
- 10.4 Eine Auswahl zwölf wesentlicher Fehlerquellen 258
 - 10.4.1 Verwendung des Median oder Modus bei der Bestimmung des Erwartungswertes 258
 - 10.4.2 Mangelnde Konsistenz zwischen Zahlungs- und Kapitalkostenprognose 260
 - 10.4.3 Unzulässige Verwendung von Erträgen anstelle von Zahlungen 261
 - 10.4.4 Verletzung impliziter Ausschüttungsannahmen 262
 - 10.4.5 Mangelnde Berücksichtigung wesentlicher Steuereffekte 263
 - 10.4.6 Gleichsetzung von Kapitalkosten und Schuldzinsen 264
 - 10.4.7 Fehlerhafte Anpassung der Kapitalkosten an die Verschuldung 264
 - 10.4.8 Inkonsistenz bei Annahme einer konstanten Zielkapitalstruktur 266
 - 10.4.9 Überschätzung der Risikoprämie im Kapitalkostensatz 266
 - 10.4.10 Naive Diskontierung negativer Zahlungen 268
 - 10.4.11 Vernachlässigung des Wertes der Flexibilität 268
 - 10.4.12 Unzulässige Annahme vollkommener Märkte 269
- 10.5 Zusammenfassung 270

11 Rating und Bewertung von Beteiligungen 273

- 11.1 Einleitung 273
- 11.2 Begriff des Ratings 275
- 11.3 Nutzerzielgruppen des Ratings 277
 - 11.3.1 Vielfalt der Ratingadressaten 278
 - 11.3.2 Primäre Zielgruppen 279
 - 11.3.3 Sekundäre Zielgruppen 281
- 11.4 Betriebswirtschaftlicher Nutzen von Ratings 283
 - 11.4.1 Finanzwirtschaftlicher Nutzen 284
 - 11.4.2 Leistungswirtschaftlicher Nutzen 286

II.4.3	Nutzen für Private Equity	286
II.5	Gemeinnutzen von Ratings	288
II.5.1	Volkswirtschaftlicher Nutzen von Ratings	288
II.5.2	Aufsichtsrechtlicher Nutzen	288
II.5.3	Rechtssicherheit durch Rating	289
II.6	Nutzen evidenzbasierter Ratings	290
II.7	Rating und Wert	292
II.7.1	Gemeinsamkeiten und Unterschiede	292
II.7.2	Vergleich der Methodiken	293
II.7.3	Rating, Beta-Faktor und Kapitalkosten	297
II.7.4	Fazit: Potenzial für integrierte Bewertungs- und Rating-prognoseverfahren	298
II.8	Literaturverzeichnis	299

Teil II Bewertungsverfahren in der Praxis 301

1	Potenzialorientierte Unternehmensbewertung in der Sparkassen-Finanzgruppe unter Nutzung der Branchenprognose	303
I.1	Einleitung	303
I.2	Bedeutung des Markt- und Wettbewerbsumfelds bei der Unternehmensbewertung unter besonderer Beachtung der Branchenprognose	305
I.2.1	Beschreibung des Vorgehens mithilfe einer Umfeldanalyse unter Potenzialgesichtspunkten	305
I.2.2	Branchenprognose als Basis für die Umfeldanalyse	306
I.3	Ableitung von Normstrategien und Definition der Peer-Group-Benchmarks	309
I.4	Finanzwirtschaftliche Beurteilung	317
I.4.1	Kritik klassischer Bewertungsverfahren unter Berücksichtigung der Firmenkunden der Sparkassen	317
I.4.2	Praktische Anwendung	319
I.5	Fazit	322
2	Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der TVM Capital	325
2.1	Das Unternehmen	325
2.1.1	Die Arbeitsweise	325
2.1.2	Der Prozess	326
2.1.3	Investitionskriterien	326

- 2.2 Die Bewertung 327
 - 2.2.1 Bewertungsmethoden in der Praxis 328
 - 2.2.2 Die Einflussfaktoren 337
 - 2.2.3 Risikoberücksichtigung 338
- 2.3 Die Preisfindung 340
- 2.4 Zusammenfassung 341
- 2.5 Literaturverzeichnis 341

3 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der DZ Equity Partner GmbH 343

- 3.1 Zielsetzung 343
- 3.2 Vorstellung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft 343
 - 3.2.1 Hintergrund der Gesellschaft 343
 - 3.2.2 Hauptmerkmale 343
 - 3.2.3 Anforderungen an Beteiligungen 345
- 3.3 Bewertungsprozess 346
 - 3.3.1 Anlässe der Bewertung 346
 - 3.3.2 Ablauf der Wertfindung 347
- 3.4 Bewertungsverfahren 349
 - 3.4.1 Marktorientiertes Bewertungsverfahren 350
 - 3.4.2 Kapitalwertorientiertes Verfahren 356
 - 3.4.3 Sensitivitätsanalysen 358
- 3.5 Wertsteigerungsmanagement 360
 - 3.5.1 Ansatz 360
 - 3.5.2 Performance Management 361
 - 3.5.3 Programmmanagement 363
- 3.6 Ausblick 366
 - 3.6.1 Financial Modelling 366
 - 3.6.2 Steuerungskennzahlen 367
 - 3.6.3 Fazit 371

4 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der BeteiligungsKapital Hannover GmbH & Co. KG 373

- 4.1 Kurzvorstellung der BeteiligungsKapital Hannover GmbH & Co. KG 373
 - 4.1.1 Historie und Gegenwart 373
 - 4.1.2 Beteiligungsanlässe und -formen 374
 - 4.1.3 Die BeteiligungsKapital Hannover GmbH & Co. KG als Teil des Corporate Finance-Ansatzes der Sparkasse Hannover 374

- 4.2 Darstellung der Anforderungskriterien im Rahmen der Vorauswahl einer Private-Equity-Investition 375
 - 4.2.1 Definition der Zielgruppe und Begründung spezifischer Anforderungskriterien 375
 - 4.2.2 Kriterien für die Vorauswahl 375
- 4.3 Ablauf der Wertfindung 376
 - 4.3.1 Besondere Aspekte bei der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen 376
 - 4.3.2 Bewertungsverfahren in der Praxis der BeteiligungsKapital Hannover GmbH & Co. KG 377
 - 4.3.3 Durchführung der Due Diligence – Vom Erstkontakt bis zur Entscheidungsfindung 379
 - 4.3.4 Berücksichtigung der gewonnenen Erkenntnisse 381
- 4.4 Darstellung des in der Beteiligungspraxis verwendeten Bewertungsverfahrens 382
 - 4.4.1 Theoriebasis des Ertragswertverfahrens 382
 - 4.4.2 Ermittlung der Zukunftserfolgsgrößen 383
 - 4.4.3 Ermittlung des Diskontierungszinssatzes 384
- 4.5 Ergänzende Aspekte der Bewertung von Private-Equity-Investitionen 385
 - 4.5.1 Vorbemerkung 385
 - 4.5.2 Pragmatische Ansätze zur indikativen Bestimmung bzw. Plausibilisierung von Unternehmenswerten 386
 - 4.5.3 Praxisorientierte Ansätze zur Identifizierung von Risikotreibern 388
- 4.6 Zusammenfassung 391

5 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der Finatem Beteiligungsgesellschaft 393

- 5.1 Eigenkapitalkostensatz/Zielrendite 394
- 5.2 Das LBO-Modell in der Praxis 395
- 5.3 Businessplan 396
- 5.4 Finanzierungsstruktur 397
- 5.5 Exit-Erwartungen 399
- 5.6 Zusammenfassung 400

6 Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der KONSOTRIUM AG 401

- 6.1 Der Investmentansatz 401
- 6.2 Netzwerk und Deal Flow 402

6.3	Der Auswahlprozess	403
6.4	Das Simulationsmodell	404
6.5	Angewandte Bewertungsverfahren	405
6.5.1	Discounted-Cashflow-Bewertungsmodell	405
6.5.2	Bewertung mit Multiplikatoren	408
6.5.3	Internal Rate of Return Methode zur Preisfindung	409
6.5.	Gewichtung der Bewertungsmethoden bei der KONSORTIUM AG	410
6.6	Zusammenfassung	411
7	Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der Siemens Venture Capital (SVC)	413
7.1	Die Funktion von SVC innerhalb der Siemens AG	413
7.2	Die Struktur von SVC	414
7.3	Die Historie von SVC	414
7.4	Das Team von SVC	415
7.5	SVCs Auswahlkriterien	415
7.5.1	Technologieauswahl	415
7.5.2	Anforderungen an ein Managementteam	416
7.5.3	Beteiligungshöhe und -umfang	416
7.5.4	Die Partnerschaft: Startup – SVC – Siemens	417
7.6	Ablauf der SVC Wertfindung und des Entscheidungsprozesses	418
7.7	Grundlagen und Sonderaspekte für eine Unternehmensbewertung bei SVC	419
7.7.1	Bestandteile einer Unternehmensbewertung	419
7.7.2	Der Businessplan	419
7.7.3	Einfluss der Marktfaktoren auf die Bewertung	420
7.8	Von SVC angewandte Bewertungsverfahren	421
7.8.1	Das Multiplikatorverfahren und Erfahrungswerte	421
7.8.2	Das DCF-Bewertungsverfahren	422
7.8.3	Die VC-Methode	423
7.9	Zusammenfassung	423
8	Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der S-Refit AG	425
8.1	Vorstellung der S-Refit AG	425
8.2	Anforderungen an Beteiligungen	426
8.2.1	Investive Beteiligungen	426
8.2.2	Beteiligungen mit Finanzierungscharakter	429
8.2.3	Sonstige Anforderungen	429

8.3	Ablauf des Beteiligungsprozesses	430
8.4.	Bewertungsverfahren	430
8.4.1	DCF-Methode	431
8.4.2	Multiplikatorenvergleich	432
8.4.3	Venture Capital-Methode	433
8.4.4	Wertung	435
9	Beurteilungskriterien und Bewertungsverfahren der Landesbank Baden-Württemberg – Ein Fallbeispiel	437
9.1	Grundlagen	437
9.2	Fallbeispiel für ein Management-Buy-Out (MBO)	439
9.2.1	Unternehmensbewertung nach der DCF-Methode	443
9.2.2	Bewertung nach Entity (WACC)-Ansatz	444
9.2.3	Bewertung nach Adjusted Present Value (APV)-Ansatz	446
9.2.4	Fazit	450
9.3	Strukturierung des Unternehmenserwerbs	450
9.4	Strukturierung der Finanzierung	452
9.5	Fazit	456
9.6	Literatur	456
	Autoreninformationen	457
	Index	465