

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort.....	VII
Gliederung	IX
Abbildungsverzeichnis.....	XVIII
Tabellenverzeichnis	XXIV
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIX
Abschnitt A: Grundlagen.....	1
1. Einleitung.....	1
2. Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung.....	4
2.1. Überblick.....	4
2.2. Bewertungsverfahren und Kapitalisierungszinssätze.....	4
2.3. Berücksichtigung von Äquivalenzaspekten	10
2.4. Risiko	13
2.5. Modelle zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten in der Unternehmensbewertung	19
2.5.1. Überblick	19
2.5.2. Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	20
2.5.2.1. Portfolio-Selection-Theorie und CAPM.....	20
2.5.2.2. Bestimmung der Eigenkapitalkosten mit dem CAPM.....	23
2.5.2.3. Würdigung des CAPM und empirische Befunde zum CAPM	25
2.5.3. Steuern und Kapitalisierungszinssatz (Tax-CAPM).....	28
2.5.3.1. Überblick	28
2.5.3.2. Erweiterung des Standard-CAPM um die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern („Tax-CAPM“ nach Brennan).....	30
2.5.3.3. Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern (Einkommensteuer) im Halbeinkünfteverfahren ...	31
2.5.3.4. Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern (Einkommensteuer) mit Einführung der Abgeltungsteuer.....	35
2.5.4. Arbitrage Pricing Theory (APT).....	38
2.5.5. Zukunftsorientierte Schätzung von Eigenkapitalkosten	41
2.5.6. Fazit und weitere Vorgehensweise	43
2.6. Zusammenfassung des konzeptionellen Rahmens des IDW S I i. d. F. 2008.....	45

Abschnitt B: Kapitalmarktgestützte Umsetzung der Anforderungen des IDW S 1 i. d. F. 2008	50
3. Basiszinssatz	50
3.1. Überblick	50
3.2. Übersicht alternativer Verfahren zur Ableitung des Basiszinssatzes	52
3.2.1. „Vergangenheitsorientierte“ Ableitung des Basiszinssatzes	52
3.2.2. Kapitalmarktorientierte Ableitung des Basiszinssatzes.....	53
3.2.2.1. Überblick	53
3.2.2.2. Svensson-Methode zur Ableitung von Zinsstrukturkurven.....	55
3.3. Parametersetzungen/Freiheitsgrade der Ermittlung des Basiszinssatzes auf Basis von Zinsstrukturkurven	57
3.4. Ableitung einer aktuellen Zinsstrukturkurve auf Basis der Svensson-Methode	58
3.4.1. Datenbasis	58
3.4.2. Glättung der Zinsstrukturkurve (Durchschnittsbildung)	62
3.4.3. Fortschreibung der Zinsstrukturkurve für Laufzeiten größer 30 Jahre.....	65
3.5. Ermittlung eines barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes	74
3.5.1. Einzubeziehende Laufzeiten	74
3.5.2. Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse	78
3.5.3. Berücksichtigung des Risikos.....	79
3.5.4. Berücksichtigung persönlicher Steuern	84
3.5.5. Rundung.....	85
3.6. Empfehlungen des IDW zur Ableitung des Basiszinssatzes.....	85
3.6.1. Überblick	85
3.6.2. Empfehlungen des IDW zur Ableitung einer aktuellen Zinsstrukturkurve	86
3.6.2.1. Datenbasis.....	86
3.6.2.2. Glättung der Zinsstrukturkurve (Durchschnittsbildung)	86
3.6.2.3. Fortschreibung der Zinsstrukturkurve für Laufzeiten größer 30 Jahre.....	86
3.6.3. Empfehlungen des IDW zur Ermittlung eines barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes	87
3.6.3.1. Einzubeziehende Laufzeiten	87
3.6.3.2. Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse	87
3.6.3.3. Berücksichtigung des Risikos.....	88
3.6.3.4. Berücksichtigung persönlicher Steuern	88
3.6.3.5. Rundung.....	88

4.	Marktrisikoprämie	91
4.1.	Überblick.....	91
4.2.	Zukunftsorientierte Ansätze zur Ableitung der Marktrisikoprämie.....	91
4.3.	Ableitung von Marktrisikoprämien aus beobachteten Kapitalmarktrenditen.....	94
4.3.1.	Festzulegende Parameter bei der Ableitung von Marktrisikoprämien	94
4.3.2.	Festlegung des Marktportfolios und der risikolosen Anleihe	95
4.3.3.	Festlegung der Länge des Ermittlungszeitraums.....	97
4.3.4.	Art der Bildung der Durchschnittsrendite.....	98
4.3.4.1.	Geometrisches vs. arithmetisches Mittel – das Grundproblem	98
4.3.4.2.	Stochastische Abhängigkeit vs. stochastische Unabhängigkeit von Renditen	101
4.3.4.3.	Annahme normalverteilter (unabhängiger) Renditen.....	103
4.3.4.4.	Annahme lognormalverteilter (unabhängiger) Renditen.....	111
4.3.4.5.	Annahme abhängig verteilter Renditen	112
4.3.4.6.	Festlegung der Periodizität (Haltedauer).....	114
4.3.4.7.	Vorläufiges Ergebnis	115
4.4.	Empirische Studien zur Ableitung von Marktrisikoprämien aus beobachtbaren Kapitalmarktdaten	116
4.4.1.	Überblick	116
4.4.2.	Aktuelle Studien für Deutschland.....	121
4.4.2.1.	Stehle-Studie 2004.....	121
4.4.2.2.	Reese-Studie 2007	123
4.4.2.3.	Aktualisierung der Stehle Studie bis zum Jahr 2009	123
4.4.2.4.	Berücksichtigung der Abgeltungsteuer	125
5.	Betafaktor.....	130
5.1.	Überblick.....	130
5.2.	Methoden zur Bestimmung eines Betafaktors	130
5.2.1.	Ableitung von Betafaktoren anhand fundamentaler Daten.....	130
5.2.2.	Ableitung zukunftsorientierter Betafaktoren	131
5.2.3.	Ableitung von Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten.....	132
5.2.4.	Würdigung	133

5.3.	Bestimmung von Betafaktoren im Rahmen des Marktmodells (CAPM).....	135
5.3.1.	Marktmodell und Regressionsmodell.....	135
5.3.2.	Statistische Anwendungsvoraussetzungen des OLS-Regressionsmodells.....	141
5.4.	Ermittlung von Betafaktoren auf Basis historischer Kapitalmarktdaten.....	144
5.4.1.	Betafaktor des Bewertungsobjekts oder einer Peer Group.....	145
5.4.2.	Ermittlung historischer Raw Betafaktoren.....	149
5.4.2.1.	Referenzindex.....	149
5.4.2.2.	Beobachtungszeitraum.....	157
5.4.2.3.	Renditeintervall (Periodizität).....	161
5.4.3.	Belastbarkeit historischer Betafaktoren.....	166
5.4.3.1.	Liquidität der Aktie (Verzerrungsfreie Aktienkursbildung als Auswahlkriterium).....	167
5.4.3.2.	Statistische Filterkriterien.....	175
5.4.4.	Prognoseeignung historischer Betafaktoren als künftig zu erwartende Betafaktoren.....	182
5.4.4.1.	Fortschreibung historischer Raw Betafaktoren.....	183
5.4.4.2.	Adjustierung historischer Raw Betafaktoren.....	187
5.4.5.	Ermittlung von Un-/Relevered Betafaktoren.....	192
5.4.5.1.	Überblick.....	192
5.4.5.2.	Grundlegender Zusammenhang zwischen verschuldeten und unverschuldeten Betafaktoren.....	193
5.4.5.3.	Finanzierungspolitik und das damit verbundene Risiko der Tax Shields.....	198
5.4.5.4.	Ausfallrisiko des Fremdkapitals (Berücksichtigung von Debt Beta).....	205
5.5.	Ermittlung von Betafaktoren – praktische Umsetzung.....	209
5.5.1.	Notwendige Fundamentaldaten.....	209
5.5.1.1.	Veröffentlichte Betafaktoren und Kursreihen.....	209
5.5.1.2.	Marktwert des Eigen- und Fremdkapitals sowie die Ermittlung des Verschuldungsgrads.....	213
5.5.1.3.	Unternehmenssteuern.....	214
5.5.2.	Datenquellen für die Beschaffung von Fundamentaldaten.....	214
5.5.2.1.	Direkte Verwendung der Primärdaten.....	214
5.5.2.2.	Verwendung der von Börsenportalen im Internet zur Verfügung gestellten Daten.....	215

5.5.2.3. Verwendung der von Kapitalmarktinformationsdienstleistern zur Verfügung gestellten Daten	216
5.5.3. Beispielhafte Ableitung eines Betafaktors.....	217
5.5.3.1. Ableitung auf Basis frei verfügbarer Informationen	218
5.5.3.2. Ableitung auf Basis von Daten von Bloomberg....	229
5.5.4. Ausgewählte Detailprobleme der praktischen Betafaktoren-Ermittlung	242
5.5.4.1. Kursreihen (Performance/Total Return vs. Preis)	242
5.5.4.2. Fehlende Daten(punkte) in historischen Kursreihen.....	244
5.5.4.3. Zeiträume/Zeitpunkte (Matching)	246
5.5.4.4. Mittelwertbildung bei der Ermittlung des Verschuldungsgrads	248
5.5.4.5. Einfluss von Währungseffekten auf Betafaktoren (Raw Beta)	252
5.5.4.6. Einfluss von Währungseffekten auf den Verschuldungsgrad	254
5.5.5. Zusammenstellung von Peer Groups	256
5.5.5.1. Grundsätzliches Vorgehen.....	256
5.5.5.2. Peer Group-Ermittlung am Beispiel eines Unternehmens in der Automobilbranche	262
5.5.5.3. Würdigung	269
5.6. Empirische Analyse der Betafaktoren der DAX 30-Unternehmen	270
5.6.1. Untersuchungsgegenstand	270
5.6.2. Ergebnisse der empirischen Studie im Überblick.....	272
5.6.2.1. Vergleichsindex CDAX.....	273
5.6.2.2. Vergleichsindex MSCI All Country (GDUEACWF).....	277
5.6.3. Analyse der Ergebnisse anhand ausgewählter Beispiele	279
5.6.3.1. Beispiel Münchener Rückversicherung.....	280
5.6.3.2. Beispiel Salzgitter AG	286
5.6.3.3. Vergleich Jahresbetafaktor und Betafaktor des Beobachtungszeitraums.....	289
6. Fremdkapitalkosten.....	291
6.1. Überblick.....	291
6.2. Direkte Ermittlung historischer und künftiger Fremdkapitalkosten.....	294

6.3.	Indirekte Ermittlung historischer und künftiger Fremdkapitalkosten	298
6.3.1.	Effektivzinsmethode (Durchschnittszinsmethode)	298
6.3.2.	Rating-Methode	303
6.4.	Berücksichtigung ausfallbedrohten Fremdkapitals	308
7.	Wachstumsabschlag	313
7.1.	Überblick	313
7.2.	Dimensionen des Wachstumsbegriffs	315
7.3.	Berücksichtigung von Wachstum in der ewigen Rente	317
7.3.1.	Vorbemerkungen	317
7.3.2.	Berücksichtigung von preisbedingtem Wachstum	319
7.3.3.	Berücksichtigung von mengen-/strukturbedingtem Wachstum	325
7.3.4.	Berücksichtigung von wachstumsbedingten Thesaurierungserfordernissen und thesaurierungsbedingtem Wachstum	326
7.4.	Fazit	335

Abschnitt C: Weitere ausgewählte Aspekte der Ermittlung von Kapitalisierungszinssätzen..... 336

8.	Auswirkungen von Besonderheiten des Bewertungsobjekts	336
8.1.	Überblick	336
8.2.	Unternehmenswertermittlung im Konzernverbund	337
8.3.	Unternehmenswertermittlung im internationalen Kontext	342
8.3.1.	Grundlagen	342
8.3.2.	Ermittlung des Basiszinssatzes	347
8.3.2.1.	Ermittlung der Zinsstrukturkurve auf Basis von Parametern der Europäischen Zentralbank	347
8.3.2.2.	Vergleich der Zinsstrukturkurven der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank ...	350
8.3.2.3.	Ermittlung länderspezifischer Basiszinssätze	352
8.3.3.	Risikozuschlag	359
8.3.3.1.	Marktrisikoprämie und Betafaktor	359
8.3.3.2.	Länderrisiko	359
8.4.	Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen	365
8.4.1.	Überblick	365
8.4.2.	Systematisierung und Bedeutung rechtsformspezifischer Besonderheiten	366
8.4.3.	Ableitung der Eigenkapitalkosten	368
8.4.3.1.	Anwendungsprobleme des CAPM	368
8.4.3.2.	Anwendung des Total Beta-Ansatzes	371
8.4.4.	Ableitung der Fremdkapitalkosten	375

8.4.5.	Wertabschläge bei der Bewertung von KMU.....	376
8.4.5.1.	Wertabschlag aufgrund mangelnder Fungibilität der Gesellschaftsanteile	376
8.4.5.2.	Wertabschlag aufgrund der Unternehmensgröße ..	379
8.5.	Diskontierung negativer Ergebnisse	381
8.6.	Auswirkungen von Krisen.....	390
8.6.1.	Überblick	390
8.6.2.	Basiszinssatz	392
8.6.3.	Marktrisikoprämie	396
8.6.4.	Betafaktor.....	399
8.6.5.	Wachstumsabschlag.....	403
9.	Auswirkungen unterschiedlicher Bewertungsanlässe auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	404
9.1.	Überblick.....	404
9.2.	IDW S 1 i. d. F. 2008	404
9.3.	IDW RS HFA 10.....	408
9.4.	IDW RS HFA 16.....	409
9.5.	Unternehmensbewertungen für steuerliche Zwecke	416
9.5.1.	Überblick	416
9.5.2.	Unternehmensbewertung für ertragsteuerliche Zwecke	418
9.5.2.1.	OFD-Leitfaden.....	418
9.5.2.2.	Vorgaben des Bewertungsgesetzes.....	422
9.5.3.	Unternehmensbewertung für erbschaftsteuerliche Zwecke	422
9.5.3.1.	Grundlagen	422
9.5.3.2.	Vereinfachtes Ertragswertverfahren	424
9.5.3.3.	Kapitalisierungszinssatz beim vereinfachten Ertragswertverfahren	424
9.5.4.	Bewertung bei Funktionsverlagerungen	426
9.5.4.1.	Grundlagen	426
9.5.4.2.	Risikoloser Basiszinssatz.....	429
9.5.4.3.	Funktions- und risikoadäquater Zuschlag.....	430
9.5.4.4.	Fremdkapitalkosten und Kapitalstruktur	432
9.5.4.5.	Berücksichtigung persönlicher Steuern	433
9.5.4.6.	Gesetzliche und vertragliche Preisanpassungen	434
9.6.	Besonderheiten im Aktien- und Umwandlungsrecht.....	436
9.6.1.	Überblick	436
9.6.2.	Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf den Bewertungstichtag.....	438
9.6.3.	Anteilsspezifische Zuschläge.....	438
9.6.4.	Abschluss von Unternehmensverträgen	439

9.6.5. Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern/Squeeze Out, § 327a AktG.....	440
10. Der Kapitalisierungszinssatz in der Rechtsprechung	444
10.1. Überblick	444
10.2. Bewertungsmethoden.....	447
10.3. Kapitalisierungszinssatz.....	447
10.3.1. Basiszinssatz	447
10.3.2. Risikozuschlag	450
10.3.3. Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern.....	454
10.3.4. Wachstumsabschlag.....	456
10.3.5. Zusammenfassende Würdigung.....	458
Abschnitt D: Fazit.....	460
11. Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick	460
Literaturverzeichnis	469
Autorenverzeichnis	508
Stichwortverzeichnis.....	511