
Die Angemessenheit des Entgelts für die
Übertragung von Eigentumsrechten
als Problem rechtsgeprägter
Unternehmensbewertung

Christina Große-Frericks

Die Angemessenheit des Entgelts für die Übertragung von Eigentumsrechten als Problem rechtsgeprägter Unternehmensbewertung

Wertfindung zwischen
betriebswirtschaftlicher Fundierung
und normzweckadäquater
Konkretisierung

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Hans Dirrigl

 Springer Gabler

Christina Große-Frericks
Bochum, Deutschland

Dissertation Universität Bochum, 2013

ISBN 978-3-658-08099-0 ISBN 978-3-658-08100-3 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-658-08100-3

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2015

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Fachmedien Wiesbaden ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media (www.springer.com)

Geleitwort

Die Bemessung des Entgelts für die Übertragung von Eigentumsrechten anlässlich aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen (Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag, Squeeze-out, Verschmelzung) unter Beteiligung einer börsennotierten Aktiengesellschaft ist seit vielen Jahren ein intensiv diskutiertes Problem im Schnittbereich der Betriebswirtschaftslehre und der Jurisprudenz. Strittig ist dabei die Angemessenheit von Abfindungen (bar oder in Aktien) oder die Festsetzung eines angemessenen Umtauschverhältnisses.

Aus der Perspektive der Betriebswirtschaftslehre ist somit das Problem der rechtsgeprägten Unternehmensbewertung angesprochen, welche die Basis für daran anknüpfende Entgelte bildet, die unter Berücksichtigung der spezifischen gesetzlichen Anspruchsgrundlagen – die juristische Problemperspektive – festzusetzen sind. Wie im Untertitel der von Frau Große-Frericks vorgelegten Dissertationsschrift prägnant charakterisiert, resultiert somit ein komplexes Problem der „Wertfindung zwischen betriebswirtschaftlicher Fundierung und normzweckadäquater Konkretisierung“.

Die Ausgangslage für dieses interdisziplinär zu lösende Problem stellt sich derzeit so dar, dass von Seiten des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer mit dem Standard des IDW S1 ein Konzept für die Bestimmung eines sog. objektivierten Unternehmenswerts entwickelt wurde, das Gegenstand einer Vielzahl von gerichtlichen Entscheidungen und Diskussionen in der Literatur ist. Die „juristische Wende“ in der Frage nach der Angemessenheit des Entgeltes für die Übertragung von Eigentumsrechten, lässt sich mit der wegweisenden DAT/Altana-Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes vom 27. April 1999 datieren, wonach der Börsenwert als Abfindungsuntergrenze zu berücksichtigen ist. Wie von Frau Große-Frericks herausgearbeitet, stellt sich somit die zentrale Frage der „Objektivierung auf Gutachter- oder Marktbasis“.

Interpretiert man die rechtsgeprägte bzw. normorientierte Bewertung als eine spezielle Funktion der Unternehmensbewertung, so ist die Frage zu klären, welche Konzepte und Methoden der Unternehmensbewertung als Basis für diese spezifische Ausrichtung des Bewertungsziels in Betracht kommen, evtl. zu modifizieren und gegebenenfalls um zusätzliche methodische Elemente zu erweitern sind.

Die Thematik ist von großer wissenschaftlicher und praktischer Relevanz und wegen der Breite des Problemspektrums als überaus anspruchsvoll zu bezeichnen. Die von Frau Große-Frericks vorgelegte Arbeit bietet eine sowohl umfassende, als auch differenziert abwägende Aufarbeitung der betriebswirtschaftlichen Aspekte im Kontext der gesetzlichen Normen.

Gemäß einer dreiteiligen Struktur werden im 1. Teil die „Anlässe und Methoden der Unternehmensbewertung“ mit ihren Bezügen zu den rechtlich-geprägten Erwerbssituationen dargestellt und konkretisiert.

Im 2. Teil wird die „Fundierung der Angemessenheit aus ökonomischer Sicht“ behandelt. Hierbei ist auch der Bezug zum verwandten Begriff der Fairness herzustellen, der sich beim Konzept des „Arbitriumwertes“, der „fairen“ Aufteilung von Synergieeffekten, der Fairness Opinion und der „fairen“ Bewertung im Steuerrecht im Zusammenhang mit Funktionsverlagerungen nutzbar machen lässt. Im Zentrum des ökonomischen Problemkomplexes steht die „Entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung: Zielsetzung, Methodik und spezielle Probleme“.

Im 3. Teil „Angemessenheit im Rechtsbezug“ können dann die zunächst getrennt analysierten ökonomischen und juristischen Problemkomplexe in einer Synthese zusammengeführt werden. Zunächst wird dabei die grundlegende Bedeutung der „Jurisprudenz als Basis von Angemessenheitsvorstellungen“ gewürdigt.

Da die Angemessenheitsfrage nicht pauschal beantwortet, sondern vor dem Hintergrund des spezifischen Normengerüsts im Gesellschafts- oder Kapitalmarktrecht jeweils zweckadäquat geklärt werden muss, wird zunächst die Angemessenheit im Kontext des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes untersucht.

Mit dem Problem der „Angemessenheit bei der Bestimmung von Umtauschverhältnissen“ wird anschließend der Bezug zum Umwandlungsrecht hergestellt. Frau Große-Frericks leistet hier einen sehr wichtigen, quantitativ fundierten Beitrag zur Klärung der höchst umstrittenen und höchstrichterlich ungeklärten Frage bezüglich der Relevanz von Fundamentalwerten bzw. Börsenkursen. Außerdem entwickelt sie einen innovativen Vorschlag zur Zurechnung von Synergieeffekten, welche bei Fusionen als das dominante ökonomische Motiv für gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen gelten können.

Zusammenfassend lässt sich wohl ohne Übertreibung konstatieren, dass bislang keine wissenschaftliche Arbeit vorliegt, in der das gesamte Repertoire der betriebswirtschaftlichen Methoden zur Unternehmensbewertung im Hinblick auf gesetzlich normierte Anwendungsbereiche und die dabei zu berücksichtigenden Anforderungen in einer so umfassenden und detaillierten Weise untersucht wurde. Im interdisziplinären Schnittbereich von Betriebswirtschaftslehre und Jurisprudenz angesiedelt, bietet die Arbeit vielfältige Erkenntnisse und Anregungen sowohl für die theoretische Aufarbeitung, als auch die praktische Umsetzung, sodass ihr eine weite Verbreitung sehr zu wünschen ist.

Hans Dirrigl

Vorwort

Der lang ersehnte Zeitpunkt ist gekommen: Das Ende der Promotionsphase und damit die „letzte“ Herausforderung, ein Vorwort für die eigene Arbeit zu verfassen. Hierbei habe ich auch endlich die Möglichkeit, all denen zu danken, die auf vielfältige Weise zum erfolgreichen Abschluss meiner Dissertation beigetragen haben.

Die vorliegende Arbeit ist während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Controlling der Ruhr-Universität Bochum entstanden und wurde im Oktober 2013 von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft als Dissertation angenommen.

An erster Stelle möchte ich mich bei meinem akademischen Lehrer und Doktorvater Prof. Dr. Hans Dirrigl bedanken, auf dessen fachlichen und persönlichen Rat ich immer zählen konnte. Außerdem hat er es durch seine stete Diskussionsbereitschaft und seine hohen analytischen Fähigkeiten verstanden, mich immer wieder zur kritischen Auseinandersetzung mit unterschiedlichen Fragestellungen zu motivieren, um die eigenen Potenziale weiterzuentwickeln. Nicht unerheblich zum Gelingen der Arbeit haben auch die angenehme Arbeitsatmosphäre am Lehrstuhl und die gewährten Freiräume beigetragen.

Herrn Prof. Dr. Heiko Müller danke ich für die freundliche Übernahme des Zweitgutachtens und für die wertvollen Hinweise während der Entstehung der Arbeit. Herrn Prof. Dr. Bernhard Pellens gilt mein herzlicher Dank für den Vorsitz und die Moderation meiner Disputation.

Weiterhin waren meine ehemaligen und gegenwärtigen Lehrstuhlkollegen an der Entwicklung und Erstellung dieser Arbeit nicht unbeteiligt. So habe ich Dr. Marius Alfs, Dr. Marco Dreher und Dr. Daniel Gavranovic für ihre jederzeitige – nicht nur fachliche – Diskussionsbereitschaft und Unterstützung zu danken. Alexandra Feykes, Heiko Koepke und Sebastian Reich haben mich vor allem in der Endphase der Promotion zunehmend von vielen Lehrstuhlaufgaben entlastet.

Weiterhin danke ich unseren studentischen Hilfskräften für ihren unermüdlichen und unerschrockenen Einsatz bei der Literaturrecherche, welcher sie nicht selten in den „Dschungel“ der Juristischen Fachbibliothek geführt hat.

Sämtliche Höhen und Tiefen der Promotionsphase lassen sich besser durchstehen, wenn man einen Familien- und Freundeskreis hinter sich weiß, auf den immer Verlass ist. Ich darf mich glücklich schätzen, eine solche Familie und solche Freunde zu haben.

Von ganzem Herzen danke ich meinem Vater, Dr. Johannes König, und meiner Mutter Renate Köster. Sie haben mich während meiner Ausbildung stets gefördert und zu weiteren Schritten ermutigt, so dass diese Arbeit ohne sie nicht entstanden wäre. Ebenso bedanke ich mich bei all meinen weiteren Familienangehörigen, die durch ihre Unterstützung die Erreichung des Ziels „Promotion“ für mich möglich gemacht haben.

Abschließend gilt mein größter Dank meinem Ehemann Magnus Große-Frericks, der mich in allen Phasen meiner Ausbildung begleitet, unterstützt und in Schaffenskrisen immer wieder zum Durchhalten ermuntert hat. Ihm und unserem Sohn sei diese Arbeit gewidmet.

Christina Große-Frericks

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XIII
Abkürzungsverzeichnis	XXVII
Symbolverzeichnis	XXXV
Abbildungsverzeichnis	LI
Tabellenverzeichnis	LIII
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Gang der Untersuchung	6

Teil A: Anlässe und Methoden der Unternehmensbewertung

2 Grundlagen: Methoden der Unternehmensbewertung und Bewertungsanlässe	9
2.1 Entwicklung und Methoden der Unternehmensbewertung	9
2.2 Rechtliche Bewertungsanlässe als Anknüpfungspunkt von Unternehmensbewertungen	24

Teil B: Fundierung der Angemessenheit aus ökonomischer Sicht

3 Angemessenheit und Fairness: Begriffe, (Basis-)Konzepte und Anwendungsbezüge	57
3.1 Angemessenheit im Lichte ökonomischer Theorien und aktueller Entwicklungen	57
3.2 Fairness-Operationalisierung durch den Arbitriumwert	70
3.3 Fairness als Leitmotiv bei der Allokation von Synergie-Effekten	85
3.4 Fairness Opinions bei Unternehmenstransaktionen	110

3.5 „Faire Bewertungen“ im Steuerrecht – Beispiel Funktionsverlagerungen	143
3.6 Zwischenfazit zum Verhältnis von Angemessenheit und Fairness	182
4 Entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung: Zielsetzungen, Methodik und spezielle Problembereiche	184
4.1 Bestimmung des Nutzenpotenzials einer Transaktion anhand von Entscheidungswerten	184
4.2 Vorgehen zur Ermittlung von Entscheidungswerten	199
4.3 Spezielle Problembereiche bei der Bestimmung von Entscheidungswerten.....	244
4.4 Illustration der Entscheidungswernermittlung	306
 <i>Teil C: Angemessenheit im Rechtsbezug</i>	
5 Die Jurisprudenz als Quelle von Angemessenheitsvorstellungen	336
5.1 Grundlegende Definitionen und das Verhältnis von Ökonomie und Jurisprudenz.....	336
5.2 Interpretation von Angemessenheit im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.....	342
5.3 Grundprinzipien von Unternehmensbewertungen im rechtlichen Kontext	355
5.4 Notwendige Konkretisierung des Angemessenheitsverständnisses	364
5.5 Angemessenheit als Rechts- oder Tatfrage.....	367
6 Methoden der Unternehmensbewertung im rechtlichen Kontext: Objektivierung auf Gutachter- oder Marktbasis	375
6.1 Fundamentalbewertung vs. Marktpreisorientierung	375
6.2 Grundlagen der objektivierten Unternehmensbewertung	396
6.3 Durchführung einer objektivierten Unternehmensbewertung gemäß IDW S1 im Detail	407
6.4 Angemessenheit bei rechtlich-geprägten Bewertungsanlässen unter Rekurs auf die Marktperspektive	495

6.5 Empfehlungen der DVFA zur Bestimmung von Abfindungen bei Squeeze out-Fällen	524
6.6 Zum Verhältnis von Markt- und Gutachterlösung de lege lata und Ausblick	532
7 Konkretisierung der Angemessenheit in gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Anwendungsbereichen	538
7.1 Angemessenheit und Minderheitenschutz als Leitmotive rechts-geprägter Unternehmensbewertung	538
7.2 Angemessenheit bei der Bestimmung von Umtauschverhältnissen	595
7.3 Angemessenheit im Kapitalmarktrecht bei Unternehmensübernahmen gemäß WpÜG	644
8 Zusammenfassung	670
Literaturverzeichnis	679
Rechtsquellenverzeichnis	785
Urteilsverzeichnis	787
Verzeichnis sonstiger Rechtsquellen	795
Kommentarverzeichnis	797

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	II
Inhaltsverzeichnis	XIII
Abkürzungsverzeichnis	XXVII
Symbolverzeichnis	XXXV
Abbildungsverzeichnis	LI
Tabellenverzeichnis	LIII
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Gang der Untersuchung	6
2 Grundlagen: Methoden der Unternehmensbewertung und Bewertungsanlässe	9
2.1 Entwicklung und Methoden der Unternehmensbewertung	9
2.1.1 Überblick über die Forschung zur Unternehmensbewertung	9
2.1.2 Funktionale Unternehmensbewertung und Funktionenlehre des IDW	12
2.1.3 Modifizierte Kategorisierung der Bewertungsfunktionen	15
2.1.4 Überblick über die Bewertungsverfahren	16
2.1.4.1 Ertragswertverfahren	18
2.1.4.2 Discounted Cashflow-Verfahren.....	21
2.1.4.3 Multiplikatoren	23
2.2 Rechtliche Bewertungsanlässe als Anknüpfungspunkt von Unternehmensbewertungen	24
2.2.1 Charakterisierung der relevanten Bewertungssituation	25
2.2.2 Rechtlich-geprägte Erwerbssituationen.....	27
2.2.2.1 Gesellschaftsrechtliche Bewertungsanlässe	29
2.2.2.1.1 Bewertungsanlässe aus dem Aktiengesetz.....	30
2.2.2.1.1.1 Gewinnabführungs-und/oder Beherrschungsverträge	30
2.2.2.1.1.2 Eingliederung	34

2.2.2.1.1.3 Aktienrechtlicher Squeeze out.....	36
2.2.2.1.2 Bewertungsanlässe aus dem Umwandlungs- gesetz	39
2.2.2.1.2.1 Verschmelzung und verschmelzungsrechtlicher Squeeze out	39
2.2.2.1.2.2 Spaltung	42
2.2.2.1.2.3 Umwandlung i.S.v. Formwechsel	45
2.2.2.2 Kapitalmarktrechtliche Bewertungsanlässe	45
2.2.2.2.1 Übernahmeangebote	45
2.2.2.2.2 Pflichtangebote	49
2.2.2.2.3 Kapitalmarktrechtliches Squeeze out	50
2.2.2.3 Bilanzrechtliche Bewertungsanlässe	51
2.2.2.4 Steuerrechtliche Bewertungsanlässe	54
3 Angemessenheit und Fairness: Begriffe, (Basis-)Konzepte und Anwendungsbezüge	57
3.1 Angemessenheit im Lichte ökonomischer Theorien und aktueller Entwicklungen	57
3.1.1 Angemessenheit als Folge alloktionseffizienter Transaktionen	57
3.1.2 Zum Verhältnis von Gerechtigkeit und Angemessenheit.....	64
3.1.3 Zur Verbindung von Angemessenheit und Institutionenökonomik....	65
3.1.4 Angemessenheit im Zusammenhang mit Fairness-Aspekten	68
3.2 Fairness-Operationalisierung durch den Arbitriumwert.....	70
3.2.1 Arbitriumwert als Kompromisslösung im Zwei-Parteien-Kontext	70
3.2.2 Festlegung des Arbitriumwertes in verschiedenen Konflikt- situationen	73
3.2.3 Aufteilung des wirtschaftlichen Vorteils einer Transaktion zur Arbitriumwertbestimmung.....	74
3.2.3.1 Einfache Teilungsregeln	75
3.2.3.2 Aufteilungsregeln in Anlehnung an traditionelle kombinierte Bewertungsverfahren	76

3.2.3.3 Modelle zur Arbitriumwertbestimmung von Matschke und Krag	79
3.2.3.4 Aufteilungsmöglichkeiten in Anlehnung an die Allokation von Synergie-Effekten	85
3.3 Fairness als Leitmotiv bei der Allokation von Synergie-Effekten	85
3.3.1 Problem der Identifizierung eines fairen Aufteilungsmaßstabs.....	86
3.3.2 Wert-unabhängige Allokationsmöglichkeiten.....	87
3.3.2.1 Allokation auf Basis einer Marginalanalyse	87
3.3.2.2 Egalitäre Allokation.....	88
3.3.2.3 Allokation gemäß dem Verhältnis der Börsenkurse.....	90
3.3.2.4 Allokation auf Basis von spieltheoretischen Modellen	91
3.3.2.5 Allokation auf Basis eines Analytischen Hierarchie Prozesses.....	95
3.3.3 Wert-orientierte Allokationsverfahren – Ist-Stand und Weiter- entwicklung	97
3.3.3.1 Pauschal ertragswert-anteilige Allokation.....	97
3.3.3.2 Differenziert ertragswert-anteilige/ partizipationsbezogene Allokation	99
3.3.4 Differenziert ursachenbezogene Allokationsmaßstäbe	101
3.3.4.1 Zurechnung von Kostenerfahrungskurveneffekten.....	101
3.3.4.2 Zurechnung von marketingbezogenen Synergie-Effekten: Beispiel der Werbewirkungsfunktion.....	104
3.3.4.3 Zurechnung von Risikoverbundeffekten	108
3.3.5 Zur Eignung der untersuchten Allokationsmöglichkeiten von Synergie-Effekten.....	109
3.4 Fairness Opinions bei Unternehmenstransaktionen	110
3.4.1 Definition und Funktionen von Fairness Opinions	110
3.4.2 Inhalte und Bewertungsverfahren bei der Erstellung von Fairness Opinions	116
3.4.2.1 Bestandteile einer Fairness Opinion.....	116
3.4.2.2 Relevante Bewertungsverfahren und mögliche Konsistenzprüfungen.....	118

3.4.3 Zur Eignung verschiedener Ersteller von Fairness Opinions.....	124
3.4.4 Anforderungen an Fairness Opinions zur Funktionenerfüllung	128
3.4.4.1 Übergeordnete Anforderungen	128
3.4.4.2 Spezielle Anforderungen an Fairness Opinions	130
3.4.4.2.1 Ausgestaltung gemäß DVFA.....	130
3.4.4.2.2 Standardisierung der Wirtschaftsprüfer: IDW S8..	135
3.4.5 Beurteilung des Einsatzes von Fairness Opinions bei Unternehmenstransaktionen	140
3.5 „Faire Bewertungen“ im Steuerrecht – Beispiel Funktionsver- lagerungen	143
3.5.1 Gesetzliche Regelungen zur Bewertung bei Funktionsver- lagerungen	144
3.5.2 Ausgestaltung und Umsetzung der Gesamtbewertung im Detail ...	151
3.5.2.1 Grundlegende Vorgehensweise des hypothetischen Fremdvergleichs	151
3.5.2.2 Erfolgsgrößen, Kapitalisierungszeitraum und Diskontierungszinssatz.....	153
3.5.2.3 Bestimmung des Einigungsbereiches.....	158
3.5.2.4 Festlegung des steuerrelevanten Verrechnungspreises.....	160
3.5.2.5 Umsetzung der Gesamtbewertung im Detail	162
3.5.2.5.1 Basisdaten des Beispiels	162
3.5.2.5.2 Grenzpreis aus der Perspektive des übertra- genden Unternehmens.....	163
3.5.2.5.3 Grenzpreis aus der Sicht des empfangenden Unternehmens.....	170
3.5.2.5.4 Bestimmung des Verrechnungspreises und Variationen des Beispiels	178
3.5.3 Zur Wahrheit „fairer Bewertungen“ bei steuerrechtlichen Funktionsverlagerungen.....	180
3.6 Zwischenfazit zum Verhältnis von Angemessenheit und Fairness	182

4 Entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung: Zielsetzungen, Methodik und spezielle Problembereiche	184
4.1 Bestimmung des Nutzenpotenzials einer Transaktion anhand von Entscheidungswerten	184
4.1.1 Definition von Entscheidungswerten	184
4.1.2 Grundlagen einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung	189
4.1.2.1 Allgemeine Grundsätze	189
4.1.2.2 Nutzen-Indifferenzbedingungen bei der Ermittlung von Entscheidungswerten	191
4.1.3 Bestimmung von Entscheidungswerten als Anwendungsbereich der Investitionstheorie	194
4.1.3.1 Unternehmenstransaktionen als Investitionsproblem	194
4.1.3.2 Unternehmensbewertung auf (un)vollkommenen Märkten ..	195
4.1.3.3 Vergleich von Kalkülen und Modellen der Investitionsrechnung und der Unternehmensbewertung	197
4.2 Vorgehen zur Ermittlung von Entscheidungswerten	199
4.2.1 Ausgestaltung und Interdependenzen der Erfolgsprognose	199
4.2.2 Anwendung eines integrierten, drei-dimensionalen Prognosemodells	203
4.2.2.1 Dimension der Erfolgsfaktorisierung	207
4.2.2.1.1 Auswahl und Aggregation der Erfolgsfaktoren	207
4.2.2.1.2 Erfolgsprognose bei Unternehmensanteilen	208
4.2.2.2 Dimension der Dynamisierung	210
4.2.2.2.1 Strategietheoretische Fundierung der Annahmen zur Unternehmensentwicklung	210
4.2.2.2.2 Möglichkeiten der Phasendifferenzierung bei der Prognose	212
4.2.2.2.3 Wachstum als Problem der Dynamisierung	216
4.2.2.2.3.1 Definition und Wachstumsursachen ...	216
4.2.2.2.3.2 Implikationen von Wachstum und Besteuerung	220

4.2.2.3 Dimension der Stochastifizierung	223
4.2.2.3.1 Notwendigkeit einer mehrwertigen Erfolgs- prognose	223
4.2.2.3.2 Vorgehensweise bei der Risikoanalyse und Offenlegung.....	224
4.2.2.3.3 Durchführung der Risikobewertung und Aggre- gation	229
4.2.2.3.3.1 Individuelle oder marktorientierte Risikobewertung.....	229
4.2.2.3.3.2 Konkretisierung der Sicherheitsäquivalentmethode anhand des $\mu\sigma$ -Prinzips	231
4.2.2.3.3.3 Arten der Risikopräferenz und Umsetzung im $\mu\sigma$ -Prinzip	234
4.2.2.3.3.4 Resümee zur Anwendung des $\mu\sigma$ -Prinzips	238
4.2.2.3.4 Aggregation zum Entscheidungswert.....	241
4.3 Spezielle Problembereiche bei der Bestimmung von Entscheidungs- werten.....	244
4.3.1 Berücksichtigung von Alternativinvestitionen	244
4.3.1.1 Konkretisierung des Nutzenvergleichs	244
4.3.1.2 Integration der Alternativinvestition auf Basis der Kapital- wert-Logik.....	247
4.3.1.3 Berücksichtigung der Alternativinvestition anhand der Alternativrendite-Logik.....	249
4.3.2 Zur Interdependenz von Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungsplanung	251
4.3.2.1 Planung in der Detailprognosephase.....	251
4.3.2.2 Pauschalierende Planung in der Restwertphase	255
4.3.2.3 Interdependenzen von Unternehmensbewertung, Finanzierung und Insolvenz.....	257

4.3.3 Berücksichtigung der Besteuerung im Entscheidungswert –	
Details und Umsetzung	262
4.3.3.1 Zur Notwendigkeit der Berücksichtigung der Besteuerung bei der Unternehmensbewertung	262
4.3.3.2 Effekte aus der laufenden Besteuerung	265
4.3.3.2.1 Steuerfolgen auf der Unternehmensebene	266
4.3.3.2.2 Steuerfolgen auf der Ebene der Anteilseigner	268
4.3.3.3 Transaktionsabhängige Steuereffekte	270
4.3.3.4 Verlustvorträge im Rahmen der Grenzpreis-Bestimmung ..	274
4.3.3.4.1 Rechtliche Rahmenbedingungen	274
4.3.3.4.2 Konsequenzen für die Ermittlung von Entscheidungswerten	278
4.3.3.5 Wirkungen der Zinsschranken-Regelung bei der Entscheidungswertbestimmung	283
4.3.3.5.1 Mögliche Folgen der rechtlichen Regelungen	283
4.3.3.5.2 Umsetzung bei der Bestimmung von Entscheidungswerten	287
4.3.3.5.3 Zur Interdependenz von Zinsschranke und Verlustvortrag	290
4.3.4 Berücksichtigung von Synergie-Effekten im Entscheidungswert	293
4.3.4.1 Synergie-Effekte als Bestandteil der Konzessions- bereitschaft	293
4.3.4.2 Möglichkeiten der Systematisierung von Synergie- Effekten	296
4.3.4.3 Quantifizierung erwarteter Synergie-Effekte	301
4.3.4.3.1 Synoptische Methode	302
4.3.4.3.2 Inkrementale Methode	304
4.4 Illustration der Entscheidungswertermittlung	306
4.4.1 Erfolgsprognose des Bewertungsobjekts	307
4.4.2 Erfolgsprognose des Alternativobjekts	319
4.4.3 Bestimmung des Entscheidungswerts	328
4.4.4 Variationen des Beispiels	330

5 Die Jurisprudenz als Quelle von Angemessenheitsvorstellungen	336
5.1 Grundlegende Definitionen und das Verhältnis von Ökonomie und Jurisprudenz	336
5.2 Interpretation von Angemessenheit im Gesellschafts- und Kapital- marktrecht	342
5.2.1 Erster Problembereich: Heterogenität der Wertinterpretationen und -begriffe	343
5.2.2 Zweiter Problembereich: Heterogenität des Angemessenheitsverständnisses	346
5.2.2.1 Vorgaben aus dem Gesellschaftsrecht	346
5.2.2.2 Vorgaben aus dem Umwandlungsrecht	348
5.2.2.3 Vorgaben aus dem Kapitalmarktrecht	349
5.2.3 Systematisierung der rechtlichen Bewertungsanlässe	350
5.2.3.1 Grundsatz der vollen Kompensation zur Beurteilung von Abfindungen	350
5.2.3.2 Gemeinsamkeiten angemessener Umtauschverhältnisse ..	354
5.2.3.3 Zusammenfassung zur Angemessenheit im Kapital- marktrecht	355
5.3 Grundprinzipien von Unternehmensbewertungen im rechtlichen Kontext	355
5.3.1 Objektivierung, Typisierung und Gleichbehandlung	355
5.3.2 Minderheitenschutz als mögliche Leitlinie	361
5.3.3 Prinzip der Meistbegünstigung	362
5.3.4 Stichtagsprinzip	362
5.3.5 Äquivalenzprinzip	364
5.4 Notwendige Konkretisierung des Angemessenheitsverständnisses	364
5.5 Angemessenheit als Rechts- oder Tatfrage	367
5.5.1 Zur Notwendigkeit der Arbeitsteilung zwischen Richter und Gutachter	367
5.5.2 Festlegung von Rechts- und Tatfragen zwischen Norminter- pretation und Sachverhaltsaufklärung	368

6 Methoden der Unternehmensbewertung im rechtlichen Kontext:	
Objektivierung auf Gutachter- oder Marktbasis	375
6.1 Fundamentalbewertung vs. Marktpreisorientierung	375
6.1.1 Prämissen, Implikationen und Folgen der Fundamental- bewertung	375
6.1.2 Konsequenzen und Probleme der Marktpreisorientierung	379
6.1.3 Zur Äquivalenz von Fundamentalbewertung und Marktpreis- orientierung	385
6.2 Grundlagen der objektivierten Unternehmensbewertung	396
6.2.1 Historische Entwicklung der objektivierten Bewertung	396
6.2.2 Intermediär-Funktion des objektivierenden Gutachters	401
6.2.2.1 Vorliegende Konfliktsituation	401
6.2.2.2 Problematik bestehender Informationsasymmetrien und Möglichkeiten zu deren Überwindung.....	404
6.3 Durchführung einer objektivierten Unternehmensbewertung gemäß IDW S1 im Detail	407
6.3.1 Relevanz und Darstellung verschiedener Bewertungsmethoden ...	407
6.3.1.1 APV-Ansatz	409
6.3.1.2 WACC-Ansatz	413
6.3.1.3 FTE-Ansatz	414
6.3.2 Ausgestaltung der Erfolgsprognose in Übereinstimmung mit IDW S1	415
6.3.2.1 Umsetzung der Dimension der Erfolgsfaktorisierung.....	416
6.3.2.2 Umsetzung der Dimension der Dynamisierung	425
6.3.2.2.1 Relevante Phasendifferenzierung und Wachstumsannahmen	425
6.3.2.2.2 Zur Problematik des kapitalwertneutralen Wachstums in der Restwertphase.....	427
6.3.2.3 Umsetzung der Dimension der Stochastifizierung und Überleitung zur Risikobewertung.....	436
6.3.3 Risikobewertung und Aggregation zum objektivierten Unternehmenswert	440

6.3.3.1 Bestimmung des risikofreien Basiszinssatzes	440
6.3.3.1.1 Ableitung vom Kapitalmarkt auf Basis der Svensson-Methode	440
6.3.3.1.2 Ermittlung eines einheitlichen Basiszinssatzes	446
6.3.3.2 Risikobewertung unter Rekurs auf das (Tax-)CAPM	450
6.3.3.2.1 Anwendung des CAPM	450
6.3.3.2.2 Berechnung des Risikozuschlags gemäß CAPM .	455
6.3.3.2.3 Auswirkungen der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise	457
6.3.3.2.4 Anwendung des Tax-CAPM	458
6.3.3.3 Zur Äquivalenz von Risikoabschlag und Risikozuschlag bei der objektivierten Unternehmensbewertung	462
6.3.3.4 Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber und Aggre- gation zum objektivierten Unternehmenswert	470
6.3.3.5 Mögliche Anknüpfungspunkte zur Plausibilitätsüber- prüfung im Rahmen der Gutachterlösung	474
6.3.4 Gutachterlösung de lege lata: Angemessen oder verbesserungsbedürftig?	478
6.3.4.1 Hauptproblem der Risikobewertung	478
6.3.4.2 Probleme auf der Ebene der Erfolgsprognose	484
6.3.4.3 Probleme der relevanten Wertkategorie objektivierter Unternehmenswert	485
6.4 Angemessenheit bei rechtlich-geprägten Bewertungsanlässen unter Rekurs auf die Marktperspektive	495
6.4.1 Zunehmende Präferenz der Marktlösung	495
6.4.2 Varianten des Marktbezugs	498
6.4.2.1 Direkter Rekurs auf Marktdaten	499
6.4.2.1.1 Börsenkurse: Stichtags- vs. Durchschnittskurs	500
6.4.2.1.2 Stollwerck-Entscheidung zur Durchschnitts- bildung von Aktienkursen	501
6.4.2.2 Indirekter Rekurs auf Marktdaten	506
6.4.2.2.1 Anwendung von Multiplikatoren	506

6.4.2.2.1.1 Grundlegende „Bewertungs-Logik“ und deren Umsetzung	506
6.4.2.2.1.2 Auswahl der Input-Parameter	510
6.4.2.2.1.3 Beliebte Multiplikatoren in der Bewertungspraxis	512
6.4.2.2.1.4 Ansätze zur „Fundamentalisierung“ von Multiples	515
6.4.2.2.1.5 Multiplikatoren bei rechtsgeprägten Unternehmensbewertungen?	518
6.4.2.2.2 Verwendung marktorientierter Kapitalkosten	521
6.5 Empfehlungen der DVFA zur Bestimmung von Abfindungen bei Squeeze out-Fällen	524
6.5.1 Zur generellen Relevanz ergänzender Empfehlungen	524
6.5.2 Hauptaussagen der DVFA – Ein Paradigmenwechsel?	526
6.5.2.1 Leitmotiv des markttypischen Erwerbers und methodenpluralistisches Bewertungsvorgehen	526
6.5.2.2 Empfohlene Anpassungen des bisherigen Bewertungs- vorgehens	529
6.6 Zum Verhältnis von Markt- und Gutachterlösung de lege lata und Ausblick	532
7 Konkretisierung der Angemessenheit in gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Anwendungsbereichen	538
7.1 Angemessenheit und Minderheitenschutz als Leitmotive rechts- geprägter Unternehmensbewertung	538
7.1.1 Aktienrechtlicher Minderheitenschutz bei Anwendung der Gutachterlösung	538
7.1.1.1 Stichtagsprinzip und Rezeption betriebswirtschaftlicher Neuerungen in der Rechtsprechung	539
7.1.1.2 Bewertungsziel und adäquates Bewertungsverfahren	543
7.1.1.3 Zur gerichtlichen Überprüfung von Unternehmenswerten im Spruchverfahren	544
7.1.1.4 Praktische Umsetzung bei der Erfolgsprognose	547

7.1.1.4.1	Ausgestaltung und vorzunehmende Phasendifferenzierung	547
7.1.1.4.2	Planungsgüte in der praktischen Umsetzung	551
7.1.1.4.3	Zur Integration steuerlicher Konsequenzen in die Bewertung	554
7.1.1.4.4	Zur Relevanz erwarteter Synergie-Effekte	556
7.1.1.4.4.1	Meinungsstand, Argumente und Konsequenzen	556
7.1.1.4.4.2	Bestehende Spielräume in den Vorgaben der Jurisprudenz	563
7.1.1.4.4.3	Zur impliziten Berücksichtigung von Risikoverbundeffekten bei rechtlichen Bewertungen	565
7.1.1.4.4.4	Steuerliche Verlustvorträge als (unechte) Synergie-Effekte.....	566
7.1.1.5	Praktische Umsetzung innerhalb des Bewertungskalküls ..	568
7.1.1.5.1	Möglichkeiten zur Ableitung des Basiszinssatzes	568
7.1.1.5.2	Risikobewertung in der praktischen Umsetzung ..	572
7.1.1.5.2.1	Typisierende Annahme der Risiko- aversion	572
7.1.1.5.2.2	Risikozuschlag auf Basis der tradi- tionellen Methode.....	573
7.1.1.5.2.3	Risikozuschlag anhand des (Tax-)CAPM	575
7.1.1.5.3	Weitere Anpassungen des Kalkulationszins- satzes.....	582
7.1.1.5.4	Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und Aggregation zum Unter- nehmenswert.....	584
7.1.2	Aktienrechtlicher Minderheitenschutz als Anwendungsfall der Marktlösung.....	587

7.1.3 Praktische Umsetzung von Angemessenheit im Lichte des Minderheitenschutzes – Gemeinsamkeiten, Unterschiede und Ausblick	591
7.2 Angemessenheit bei der Bestimmung von Umtauschverhältnissen	595
7.2.1 Skizzierung der Problemsituation und aktueller Meinungsstand	595
7.2.2 Grundlagen der Bestimmung von Umtauschverhältnissen.....	598
7.2.3 Rechtliche Vorgaben zur Angemessenheit von Umtauschverhältnissen: Methodendominanz oder Methodenvielfalt.....	601
7.2.3.1 Auswahlentscheidungen bei der Bestimmung von angemessenen Umtauschverhältnissen.....	609
7.2.3.1.1 Orientierung am Grundsatz der Methodengleichheit oder der Meistbegünstigung	609
7.2.3.1.2 Umtauschverhältnis auf Basis von Fundamentalwerten oder Börsenkursen: Prämissen, Implikationen und Folgen	613
7.2.4 Integration von Synergie-Effekten in die Bestimmung von Umtauschverhältnissen	626
7.2.4.1 Plädoyer für die Berücksichtigung von Synergie-Effekten ..	626
7.2.4.2 Rezeption der Argumente in der Rechtsprechung.....	628
7.2.4.3 Grenz-Umtauschverhältnisse als Instrument zur Angemessenheitsbeurteilung	630
7.2.4.4 Zurechnung von Synergie-Effekten bei der Bestimmung von Umtauschverhältnissen – Möglichkeiten.....	633
7.2.4.5 Zur Eignung verschiedener Zurechnungsmethoden.....	637
7.2.4.5.1 Umsetzung der ursachenbezogenen Allokation...	638
7.2.4.5.2 Anwendung der partizipationsbezogenen Allokation.....	641
7.2.4.5.3 Zurechnung von Synergie-Effekten: Ein gelöstes Problem.....	643
7.3 Angemessenheit im Kapitalmarktrecht bei Unternehmensübernahmen gemäß WpÜG.....	644
7.3.1 Übernahmerecht de lege lata	644

7.3.1.1 Angemessenheit anhand des Vergleichs von Wert- grenzen	644
7.3.1.2 Implikationen und Folgen der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften aus der ökonomischer Perspektive	646
7.3.1.2.1 Anknüpfungspunkte und mögliche Fallunterscheidungen bei der Beurteilung.....	646
7.3.1.2.2 Übergeordnete ökonomische Leitlinien bei der Beurteilung	650
7.3.1.2.2.1 Minderheitenschutz als Leitmotiv	651
7.3.1.2.2.2 Interessenausgleich als Primärziel	652
7.3.1.2.2.3 Ziel der Allokationseffizienz im Spannungsfeld der vorgeschriebenen Wertgrenzen.....	654
7.3.1.2.3 Ergebnisse der ökonomischen Beurteilung der Angemessenheitskonsequenzen de lege lata	657
7.3.2 Übernahmerecht de lege ferenda.....	659
7.3.2.1 Einführung einer „fundamentalen“ Pflichtprüfung?	659
7.3.2.2 Erweiterung des Katalogs der relevanten Wertgrenzen? ...	661
7.3.2.3 Pflichtprüfung anhand von Fairness Opinions?	664
7.3.2.4 Mögliche weitere Modifikationen und Ausblick	665
8 Zusammenfassung.....	670
Literaturverzeichnis	679
Rechtsquellenverzeichnis.....	785
Urteilsverzeichnis.....	787
Verzeichnis sonstiger Rechtsquellen	795
Kommentarverzeichnis	797

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
Abschr	(bilanzielle) Abschreibungen
AG	entweder: Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift) oder: Aktiengesellschaft (Rechtsform)
AktG	Aktiengesetz
AKT	Aktie
AKTV	Aktienvermögen
AO	Alternativobjekt
AP	Alternativprogramm
APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
AS	Ausschüttung
AStG	Außensteuergesetz
AW	Arbitriumwert
BA	Betriebsausgabe
BayObLG	Bayerisches Oberlandesgericht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BEW	(Teil-)Bereichsunternehmenswerte
BewP	BewertungsPraktiker (Zeitschrift)
BewG	Bewertungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BK	Börsenkurs
BKap	Börsenkapitalisierung
BMF	Bundesfinanzministerium
BMG	Bemessungsgrundlage
BO	Bewertungsobjekt
BP	Bewertungsprogramm

BuchwVG	Buchwert der übertragenden Wirtschaftsgüter
BV	Betriebsvermögen
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cashflow
CF biz	Corporate Finance biz (Zeitschrift)
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCF	Discounted Cashflow
d.h.	das heißt
Diss.	Dissertation
DK	Der Konzern (Zeitschrift)
DPP	Detailprognosephase
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V.
EBT	Earnings before Taxes
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
EG	Erfolgsgröße
EK	Eigenkapital
ErbStG	Erbschaftssteuer- und Schenkungsteuergesetz
ESt	Einkommensteuer
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
evtl.	eventuell
EVA	Economic Value Added
EW	Ertragswert
EZB	Europäische Zentralbank

f.	folgende [Seite, Randnummer, Textziffer]
ff.	folgende [Seiten, Randnummern, Textziffern]
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (IDW)
FB	Finanz Betrieb (Zeitschrift)
FCF	Free Cashflow
FE	Fertige Erzeugnisse
FK	Fremdkapital
FKZ	Fremdkapitalzinsen
FLL	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen
Fn.	Fußnote
FOP	Fairness Opinion
FTE	Flow to Equity
FVerIV	Funktionsverlagerungsverordnung
GE	Geldeinheiten
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GeschW	Geschäftswert
GewSt	Gewerbesteuer
GewStG	Gewerbesteuergesetz
GK	Gesamtkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GP	Grenzpreis
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GW	Goodwill
H	gewerbsteuerlicher Hebesatz
H.	Heft
Habil.-Schr.	Habilitationsschrift
HFA	Hauptfachausschuss (des IDW)
HansOLG	Hanseatisches Oberlandesgericht
HGB	Handelsgesetzbuch

Hrsg.	Herausgeber
IACVA	International Association of Consultants, Valuators and Analysts
IAS	International Accounting Standard
i.d.R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
i.e.S.	im engeren Sinne
IFRS	International Financial Reporting Standard
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
in Verb.	in Verbindung
i. S.	im Sinne
i.S.v.	im Sinne von
i. w. S.	im weiteren Sinne
Jg.	Jahrgang
Jh.	Jahrhundert
JÜ	Jahresüberschuss
k	Kalkulationszinssatz
K	Käufer
Kapitalmarktrechtskomm.	Kapitalmarktrechtskommentar
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KK	Kölner Kommentar
KKB	konsistente Kapitalbasis
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
Komm	Kommentar
langfr.	langfristig
LG	Landgericht

LuL	Lieferungen und Leistungen
LW	Liquidationswert
m	gewerbesteuerliche Messzahl
M&A	Mergers and Acquisitions
ma	Marktanteil
max.	maximal
MBO	Management Buy Out
MCPM	Market-derived Capital Pricing Model
min.	mindestens
MIZF	modifizierter interner Zinsfuß
MU	Mutterunternehmen
MüK	Münchener Kommentar
MW	Marktwert
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Netto-AS	Netto-Ausschüttung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
NK	Nutzen des Käufers
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
Nr.	Nummer
NV	Nutzen des Verkäufers
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OLG	Oberlandesgericht
OW	Objektivierter Unternehmenswert
PV	Privatvermögen
RA	Risikoabschlag
rak	Risikoaversionskoeffizient
RestND	Restnutzungsdauer

RHB	Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe
Rn.	Randnummer(n)
ROE	Return on Equity
RS	Stellungnahme zur Rechnungslegung (IDW)
RV	Risikoverbundeffekt(e)
rw	Risikowachstum
RW	Restwert
RWP	Restwertphase
RZ	Risikozuschlag
S.	Seite(n)
SA	Sachanlagevermögen
SÄ	Sicherheitsäquivalent
s.a.	polnische Aktiengesellschaft (Rechtsform)
SDW	Differenz der Barwerte eines Bewertungsobjekts bei einer Vorsteuer- und Nachsteuerbetrachtung
SE	Steuerersparnis
SEC	United States Securities and Exchange Commission
Sim	Simulation
shw	Shapley-Wert
SK	Schließungskosten
sog.	so genannt
SolZ	Solidaritätszuschlag
SolzG	Solidaritätszuschlaggesetz
sonst. betr.	sonstige betriebliche [Erträge, Aufwendungen]
Sp.	Spalte(n)
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
STA	Standardabweichung
staatswiss.	staatswissenschaftlich
Stichp.	Stichpunkt
SW	Substanzwert
SyE	Synergie-Effekte
Syn	Synergie(n)

Tab.	Tabelle
TAB	Tax Amortisation Benefit
Techn. Univ.	Technische Universität
Teilabschn.	Teilabschnitt
teilw.	teilweise
Thes	Thesaurierung
Tz.	Textziffer(n)
U	Umtauschverhältnis
UmwG	Umwandlungsgesetz
UmwStG	Umwandlungsteuergesetz
Univ.	Universität
USA	United States of America
UW	Unternehmenswert
V	Verkäufer
VAR	Varianz
vEBITDA	verrechenbares EBITDA
vgl.	vergleiche
VGW	verteilungsfähiger Goodwill
VLL	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
VO	Vergleichsobjekt
W	Werbeausgaben
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WBThes	Wertbeitrag aus der Thesaurierung
WG	Wirtschaftsgut bzw. Wirtschaftsgüter
WpG	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
z. B.	zum Beispiel
ZF	Zurechnungsfaktor

Zfbf	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZS	Zinssaldo
ZÜ	Zahlungsüberschuss
zugl.	zugleich
ZV	Zinsvortrag

Symbolverzeichnis

Symbole im 3. Kapitel:

a	minimale Merkmalsausprägung einer Dreiecksverteilung
ae	allererste produzierte Einheit des Produktes X
af	Zuteilungsfaktor für den Anteil am erwarteten wirtschaftlichen Vorteil aus Verkäufersicht
$(1-af)$	Zuteilungsfaktor für den Anteil am erwarteten wirtschaftlichen Vorteil aus Käufersicht
AW	Arbitriumwert
b	maximale Merkmalsausprägung einer Dreiecksverteilung
β_U	Beta-Faktor eines unverschuldeten Unternehmens
β_V	Beta-Faktor eines verschuldeten Unternehmens
$Barw(Syn)$	Barwert der (insgesamt) erwarteten Synergie-Effekte
$Barw(Syn)_j$	Anteil der Partei j am Gesamtbarwert der erwarteten Synergie-Effekte
$Barw(Syn)_{x_{ji}}$	Anteil des jeweiligen Erfolgsfaktors x_{ji} am Gesamtbarwert der erwarteten Synergie-Effekte
BEW_j	(Teil-)Bereichs-Unternehmenswert der Partei j
BK_j	Börsenkurs des beteiligten Unternehmens j
bp	Prozentsatz um den die Grenzkosten des Produktes X abnehmen
C	Gesamtanzahl aller Synergiekomponenten
d	Abschreibungssatz des Geschäftswertes
$\frac{dBarw(Syn)}{dx_{ji}}$	Partielle Ableitung der Funktion für den Barwert der Synergie-Effekte nach dem Erfolgsfaktor x_{ji}
$\frac{d_K(E_K)}{d(E)}$	Grenznutzen des Einkommens aus Käufersicht
$\frac{d_V(E_V)}{d(E)}$	Grenznutzen des Einkommens aus Verkäufersicht

ΔOCF	Veränderung des Operativen Cashflows
E	Erwartungswert
e_j	Grenzbeitrag eines von der Partei j eingebrachten Erfolgsfaktors
$E(\text{OperativerCashflow})$	Erwartungswert des operativen Cashflows
$E(TK) - E(TK \setminus \{j\})$	Grenzertrag der Transaktionskonstellation TK resultierend aus dem Beitritt der Partei j
$E(VGW)$	Funktion für den Erfolg aus der Verwendung des verteilungsfähigen Goodwills
EK_{MW}	Eigenkapitalmarktwert
$EK - \text{Wert}_t$	Eigenkapital(markt)wert der Periode t
EW	Ertragswert des Bewertungsobjekts
EW_j	Ertragswert aus der Sicht der Partei j
$EW_{j,vor}$	Ertragswert aus der Sicht der Partei j vor Eintritt in die Transaktionskonstellation
EW_{EE}^{TP}	Ertragswert des Transferpakets aus der Sicht des empfangenden Unternehmens
EW_{UE}^{TP}	Ertragswert des Transferpakets aus der Sicht des übertragenden Unternehmens
$f(GW_K)$	Funktion für den Erfolg aus der Verwendung des Goodwill-Anteils beim Käufer
FK_{MW}	Fremdkapitalmarktwert
g	Gewinnwachstumsrate
$g(GW_V)$	Funktion für den Erfolg aus der Verwendung des Goodwill-Anteils beim Verkäufer
$GeschW$	Geschäftswert des Bewertungsobjekts
$Gewinn_t$	Gewinn der Periode t
$GP(K)$	Grenzpreis des Käufers
$GP(V)$	Grenzpreis des Verkäufers
$GP_{UE,0}$	Grenzpreis im Zeitpunkt 0 aus der Sicht des übertragenden Unternehmens
H	Modalwert

i_{normal}	landesüblicher Zinssatz
J	Menge der transaktionsbereiten Partner i.S. von Unternehmen
k_{EK}	Eigenkapitalkosten
k_{EK}^{UE}	Eigenkapitalkostensatz des übertragenden Unternehmens
k_X	Grenzkosten des Produkts X
l	unternehmensspezifische Lernrate
L	pareto-optimale Einigungslösung zwischen Käufer und Verkäufer
m, c, q und y	verlaufsbestimmende Parameter der Werbewirkungsfunktion, wobei m = minimaler Marktanteil, wenn Werbeausgaben = 0 und c = maximaler Marktanteil, wenn unendlich hohe Werbeausgaben getätigt werden
ma	Marktanteil in Abhängigkeit von den Werbeausgaben
n	Anzahl der maximal beteiligten Parteien i. S. v. Unternehmen
NK_{max}	maximaler Nutzen des Käufers
NK_{min}	minimaler Nutzen des Käufers
NV_{max}	maximaler Nutzen des Verkäufers
NV_{min}	minimaler Nutzen des Verkäufers
$P(J)$	Menge aller relevanten Teilmengen i. S. von Transaktionskonstellationen
P_{max}	Grenzpreis aus der Sicht des Käufers
P_{min}	Grenzpreis aus der Sicht des Verkäufers
$r_{(y_j \rightarrow Barw(Sym))}$	Intensität, mit der ein eingebrachtes Ertragspotenzial y_j auf den Gesamtbarwert der erwarteten Synergie-Effekte einwirkt
$RBF_{k_{EK}^{UE}}^{RestND}$	Rentenbarwertfaktor über die Restnutzungsdauer, wobei die Eigenkapitalkosten des übertragenden Unternehmens als Kalkulationszinssatz dienen
s	Steuersatz
s_{AS}	Abgeltungsteuersatz

S_{Inland}	inländischer Unternehmensteuersatz
S_U	Unternehmensteuersatz
S_c	Synergiekomponente (bei einer Fusion)
shw_j	Shapley-Wert der Partei j
SW	Substanzwert des Bewertungsobjekts
T	Gesamtanzahl der betrachteten Jahre
$T€$	Tausend Euro
TK	mögliche Transaktionskonstellationen unter Beteiligung von j
u_K	erwarteter Nutzen des Käufers
u_V	erwarteter Nutzen des Verkäufers
V_K	Anteil des Käufers am erwarteten Gesamtvorteil aus einer Unternehmenstransaktion
V_V	Anteil des Verkäufers am erwarteten Gesamtvorteil aus einer Unternehmenstransaktion
vAP_{UE}	verlorenes Abschreibungspotenzial aus der Sicht des übertragenden Unternehmens
x_{jl}	Anzahl der von den Beteiligten j ($j = 1, \dots, n$) eingebrachten Erfolgsfaktoren der Art l ($l = 1, \dots, m$)
y_j	Ertragspotenzial der Partei j

Symbole im 4. Kapitel:

a	Risikopreis des Entscheidungsobjekts
α	steuerpflichtiger Anteil des Basiszinssatzes
A_0	Kapitaleinsatz im Zeitpunkt 0
AfA_t	Abschreibungen der Periode t
AR_0	interner Zinsfuß des Alternativobjekts in 0
β	steuerpflichtiger Anteil des Basiszinssatzes
B_{BO}	Bezugsgröße des Bewertungsobjekts
B_{VO}	Bezugsgröße des Vergleichsobjekts
BW_0	Barwert zum Zeitpunkt 0

BW_0^B	Barwert der Erfolge des Bewertungsobjekts zum Zeitpunkt 0
BW_{RW}	Barwert der Restwertphase
$BW(S\dot{A})_0$	Barwert der Sicherheitsäquivalente zum Zeitpunkt 0
$C_{0,S}$	Kapitalwert im Standardmodell
C_0^A	Kapitalwert der Alternative
C_0^{AO}	Kapitalwert des Alternativobjekts
CF_t	Cashflow der Periode t
$\text{cov}(Z\dot{U}^A; Z\dot{U}^B)$	Kovarianz der Zahlungsüberschüsse der Unternehmen A und B
$\text{cov}(Z\dot{U}^A; Z\dot{U}^N)$	Kovarianz der Zahlungsüberschüsse des Unternehmens A und des neuen Unternehmensverbundes N
$\text{cov}(Z\dot{U}^B; Z\dot{U}^N)$	Kovarianz der Zahlungsüberschüsse des Unternehmens B und des neuen Unternehmensverbundes N
$EBIT_t$	EBIT der Periode t
f_{AZ}	Faktor für Auszahlungen
f_{NWC}	Faktor für das Net Working Capital
g	Gewinnwachstumsrate
$Gewinn_t$	Gewinn der Periode t
GP_0	Grenzpreis des Bewertungsobjekts im Zeitpunkt 0
$GP(AR_0)$	Grenzpreis bei Anwendung der Alternativrenditelogik für das Alternativobjekt
$GP(C_0)$	Grenzpreis bei Anwendung der Kapitalwertlogik für das Alternativobjekt
HAK_0	historische Anschaffungskosten einer Beteiligung
i	Diskontierungszinssatz
i_b	Basiszinssatz
$i_{FK,0}$	im Zeitpunkt 0 vereinbarter Fremdkapitalzinssatz

i_p	erwartete Rendite des Fremdkapitals
i_s	Diskontierungszinssatz nach Steuern
Inv_0	Anschaffungsauszahlung für die Investition im Zeitpunkt 0
k	Kalkulationszinssatz
KP_0	Kaufpreis in der Periode 0
kwr	Kapitalwertrate
m	Anzahl der Erfolgsfaktoren
M	Gesamtanzahl der Erfolgsgrößen x_i
M_0	Zur Verfügung stehende liquide Mittel im Zeitpunkt 0
MP^{EK}	Marktpreis des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts
μ	Erwartungswert
μ_i	Erwartungswert des Erfolgsfaktors i
$\mu(AS)_t$	Erwartungswert der Ausschüttung in der Periode t
N	neuer Unternehmensverbund
p	Insolvenzwahrscheinlichkeit
p_i	Eintrittswahrscheinlichkeit
p_N	Eintrittswahrscheinlichkeit des niedrigen Szenarios
p_M	Eintrittswahrscheinlichkeit des mittleren Szenarios
p_H	Eintrittswahrscheinlichkeit des hohen Szenarios
p_{S1}	Eintrittswahrscheinlichkeit Szenario 1
p_{S2}	Eintrittswahrscheinlichkeit Szenario 2
p_{S3}	Eintrittswahrscheinlichkeit Szenario 3
n	Gesamtanzahl der betrachteten Perioden
q	Ausschüttungsquote
rak	Risikoaversionskoeffizienten
r	interner Zinsfuß
r_A	Rendite des Alternativobjekts
r_b	Basis-Risikozuschlag
r_U	interne Unternehmensrendite

r^{AP}	Rendite des Alternativprogramms
r_{mod}^{AP}	modifizierter interner Zinsfuß des Alternativprogramms
r_{mod}^{BP}	modifizierter interner Zinsfuß des Bewertungsprogramms
RA_{RWP}	Risikoabschlag in der Restwertphase
s	Steuersatz
s_{ESr}	Einkommensteuersatz
s_K	Körperschaftsteuersatz
s_U	Unternehmensteuersatz
s_{AS}	Abgeltungsteuersatz
$\ddot{S}\ddot{A}(AS)_t$	Sicherheitsäquivalent der Ausschüttung in der Periode t
$\ddot{S}\ddot{A}_{STA}(\text{Netto} - AS)$	Sicherheitsäquivalent der Netto-Ausschüttung
STA_{RWP}	Standardabweichung in der Restwertphase
σ^2	Varianz
σ	Standardabweichung
$\sigma(AS)_t$	Standardabweichung der Ausschüttung in der Periode t
Φ	Risikonutzen
T	Gesamtanzahl der betrachteten Perioden t
V_n^{AP}	Vermögensendwert des Alternativprogramms
V_n^{BP}	Vermögensendwert des Bewertungsprogramms
VA_t	Veräußerungsaufwendungen in der Periode t
VAR_{RWP}	Varianz in der Restwertphase
$VAR(Z\ddot{U}^A)$	Varianz der Zahlungsüberschüsse des Unternehmens A
$VAR(Z\ddot{U}^B)$	Varianz der Zahlungsüberschüsse des Unternehmens B
$VAR(Z\ddot{U}^N)$	Varianz der Zahlungsüberschüsse des neuen Unternehmensverbundes
VE_t	Veräußerungserlös in der Periode t
VG_t	Veräußerungsgewinn in der Periode t

$w(\ddot{U})$	Überlebenswahrscheinlichkeit
x_i	Erfolgsgröße i
$Z\ddot{U}_t$	Zahlungsüberschuss der Periode t
$Z\ddot{U}_t^{AO}$	Zahlungsüberschuss des Alternativobjekts im Zeitpunkt t

Symbole im 6. Kapitel:

a	Faktor zur Modellierung des Risikowachstums
AfA_t	Abschreibungen in der Periode t
AK_t	Aktien-/Börsenkurs zum Zeitpunkt t
AS	Ausschüttung
ΔAS	Ausschüttungsdifferenzeffekt
b	Faktor zur Modellierung des Erfolgsgrößenwachstums
b_t	Fremdkapitalquote in der Periode t
$BasisCF$	Basis-Cashflow
β^D	Beta Debt
β_j	Betafaktor eines Wertpapiers j
β_j^U	Betafaktor eines unverschuldeten Unternehmens j
$\beta_{j,nSt}$	Betafaktor eines Wertpapiers/Unternehmens j nach persönlichen Steuern
$\beta_{j,nSt}^V$	Betafaktor eines verschuldeten Unternehmens j nach persönlichen Steuern
$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1, \tau_2$	Parameter der Svensson-Gleichung, wobei β_0 als langfristige Spot Rate und $\beta_0 + \beta_1$ als Tagesgeldzinssatz interpretiert werden können
BEK_{t+n-1}	Buchwert des Eigenkapitals in der Periode t+n-1
BEK_{t+11}	Buchwert des Eigenkapitals in der Periode t+11
$\text{cov}(r_j; r_M)$	Kovarianz der erwarteten Wertpapierrendite und der erwarteten Marktrendite
d_M	Dividendenrendite des Marktes
e	eulersche Zahl
$EBIT_{BO}$	EBIT des Bewertungsobjekts

$EBIT_{VO}$	EBIT des Vergleichsobjekts
EGN	niedrigste Ausprägung einer Erfolgsgröße
EGM	mittlere Ausprägung einer Erfolgsgröße
EGH	höchste Ausprägung einer Erfolgsgröße
EGN_{DPP}	niedrigste Ausprägung einer Erfolgsgröße in der Detailprognosephase
EGM_{DPP}	mittlere Ausprägung einer Erfolgsgröße in der Detailprognosephase
EGH_{DPP}	höchste Ausprägung einer Erfolgsgröße in der Detailprognosephase
$E(BEK)_t$	erwarteter Buchwert des Eigenkapitals in der Periode t
$E(Div)_t$	Erwartungswert der Dividende in der Periode t
$E(EBIT)$	Erwartungswert eines EBIT
$E(EG)$	Erwartungswert einer Erfolgsgröße
$E(FCF)$	Erwartungswert eines Free Cashflows
EK_{t-1}	Eigenkapital zum Zeitpunkt t-1
EK_0^{MW}	Eigenkapitalmarktwert im Zeitpunkt 0
EK_{VO}^{MW}	Eigenkapitalmarktwert des Vergleichsobjekts
$EK_{BO, KGV}^{MW}$	Eigenkapitalmarktwert des Bewertungsobjekts bei Anwendung des KGV
$EK_{BO, EBIT}^{MW}$	Eigenkapitalmarktwert des Bewertungsobjekts bei Anwendung des EBIT-Multiplikators
$EK_{BO, G}^{MW}$	Eigenkapitalmarktwert des Bewertungsobjekts bei Anwendung des Gewinn-Multiplikators
FCF_t	Free Cashflow der Periode t
FCF_T	Free Cashflow der Periode T
$fdps_{t+1}$	von Finanzanalysten prognostizierte Netto-Dividende für die Periode t+1
$feps_{t+n}$	von Finanzanalysten prognostizierter Gewinn pro Aktie der Periode t+n

FK_t	Fremdkapital der Periode t
FK_{t-1}	Fremdkapital der Periode t-1
FK_{BO}	Fremdkapital des Bewertungsobjekts
FK_{VO}	Fremdkapital des Vergleichsobjekts
$FROE_{t+n}$	von Finanzanalysten prognostizierter ROE der Periode t+n
$FROE_{t+12}$	von Finanzanalysten prognostizierter ROE der Periode t+12
g_{Div}	Wachstumsrate der Dividende
G_L^{2008}	effektiver Vorteil der Fremdfinanzierung unter Berücksichtigung der Unternehmensteuerreform 2008
H	höchste Merkmalsausprägung
i	risikofreier Zinssatz
i^*	kapitalwertneutrale Wiederanlagerendite
i_e	einheitlicher Basiszinssatz
i_s	risikofreier Zinssatz nach persönlichen Steuern i
$i_{d,t}$	diskrete Spot Rate zum Zeitpunkt t
$i_{s,t}$	stetige Spot Rate zum Zeitpunkt t
I_t	Investitionen in der Periode t
$J\ddot{U}_1$	Jahresüberschuss in der Periode 1
k	Kalkulations-/Diskontierungzinssatz
k_{EK}	Eigenkapitalkostensatz
k_M	Kursgewinnrendite des Marktes
$k(CAPM)$	Kalkulationszinssatz bei Anwendung des CAPM
KB_T	Kapitalbasis zum Zeitpunkt T
$k_{EK,t}^{L,S}$	periodendifferenzierter Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens bei wertorientierter Finanzierungspolitik
k_{EK}^U	Eigenkapitalkostensatz eines unverschuldeten Unternehmens
$k_{EK}^{U,S}$	Eigenkapitalkostensatz nach Steuern eines unverschuldeten Unternehmens

$k_{EK}^{V,MM}$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens nach Modigliani/Miller
$k_{EK}^{V,S,MM}$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens nach Modigliani/Miller unter Berücksichtigung der Besteuerung
$k_{EK}^{V,S,ME}$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens nach Miles/Ezzel unter Berücksichtigung der Besteuerung
$k_{EK}^{V,S}$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens nach Steuern
L	Verschuldungsgrad
L_t	Verschuldungsgrad in der Periode t
M	mittlere Merkmalsausprägung
M^{EK}	eigenkapitalbasierter Multiplikator
M^{EBIT}	EBIT-Multiplikator
M^{FK}	Fremdkapitalmultiplikator
M^G	Gewinnmultiplikator
$MWGK$	Marktwert des Gesamtkapitals des Unternehmens
MP^{EK}	Marktpreis des Eigenkapitals
n	Gesamtanzahl der betrachteten Perioden
N	niedrigste Merkmalsausprägung
NCF_t	Netto-Cashflow in der Periode t
π	Inflationsrate
p	Fremdkapitalzinssatz
P_{BO}	Preis des Bewertungsobjekts
P_{VO}	Preis des Vergleichsobjekts
PI^{EK}	Performanceindikator auf Eigenkapitalbasis
q	Ausschüttungsquote
r_{EK}	Eigenkapitalrendite
r_{GK}	Gesamtkapitalrendite
r_f	risikofreier Basiszinssatz

r_i	interne Unternehmensrendite
r_j	erwartete Rendite des Wertpapiers j
$r_{j,nSt}$	erwartete Rendite des Wertpapiers j nach persönlichen Steuern
r_M	erwartete Marktrendite
rak	Risikoaversionskoeffizient
rak^*	äquivalenter rak
rw	Risikowachstum(srate)
RW_0	Wert der Erfolge aus der Restwertphase zum Zeitpunkt 0
s	Steuersatz
s_{AS}	Abgeltungsteuersatz
s_{GE}	Gewerbesteuersatz
s_{eff}	effektiver Steuersatz auf Veräußerungs-/Kursgewinne
s_K	Körperschaftsteuersatz
$\ddot{S}\ddot{A}(E)$	Sicherheitsäquivalent der erwarteten Erfolge
$\ddot{S}\ddot{A}(FCF)$	Sicherheitsäquivalent des Free Cashflows
STA_t	Standardabweichung der Periode t
STA_{t-1}	Standardabweichung der Periode t-1
$STA(z)$	Standardabweichung in Abhängigkeit von einem Risikozuschlag z
$STA(FCF)$	Standardabweichung des Free Cashflows
σ_j	Standardabweichung des Wertpapiers/Unternehmens j
σ_M	Standardabweichung des Marktes
t^*	kritische Periode
T	Haltedauer
T_t	Fremdkapitaltilgung in der Periode t
$TheS_{RK}$	Thesaurierung zur Realkapitalerhaltung
t_{SM}^{2008}	Tax Shield-Multiplikator unter Berücksichtigung der Unternehmensteuerreform 2008

tSM_q^{2008}	Tax Shield-Multiplikator unter Berücksichtigung der Unternehmensteuerreform 2008 bei vorgegebener Ausschüttungsquote
UW_t	Unternehmenswert zum Zeitpunkt t
UW_{t-1}	Unternehmenswert zum Zeitpunkt t-1
UW_{T-1}	Unternehmenswert zum Zeitpunkt T-1
UW_0^U	Unternehmenswert des unverschuldeten Unternehmens im Zeitpunkt 0
UW_{VO}^{MW}	Unternehmensmarktwert des Vergleichsobjekts
w	Wachstumsrate des Unternehmens i. S. von Erfolgsgrößenwachstum
w_{EK}	Wachstumsrate des Eigenkapitals
w_{EBIT}	Wachstumsrate des EBIT
$wacc_t^{L,S}$	periodendifferenzierter gewichteter Kapitalkostensatz bei wertorientierter Finanzierungspolitik
$wacc_T^{L,S}$	gewichteter Kapitalkostensatz bei wertorientierter Verschuldungspolitik in der Periode T
WB_0^{AS}	Wertbeitrag des Ausschüttungsdifferenzeffektes zum Zeitpunkt 0
WB_0^{FK}	Wertbeitrag des Fremdkapitals im Zeitpunkt 0
WB_{Thes}	Wertbeitrag der Thesaurierung
X_t	Zahlungsüberschuss vor Zinsen, Steuern und Investitionen der Periode t
z	Risikozuschlag
z^*	äquivalenter Risikozuschlag
z_{CAPM}	Risikozuschlag gemäß der CAPM-Logik

Symbole im 7. Kapitel:

AA	Anzahl der ausgegebenen Aktien des Unternehmens A
AA^c	noch auszugleichende Anteile von A, unter Berücksichtigung einer bestehenden Beteiligungsquote

$AKTV$	Aktienvermögen
AS	Ausschüttung
AS^A	Ausschüttung des Unternehmens A
AS^B	Ausschüttung des Unternehmens B
AS^N	Ausschüttung des Unternehmensverbundes N
BA	Anzahl der ausgegebenen Aktien des Unternehmens B
β_{BO}	Betafaktor des Bewertungsobjekts
$b_1^c, b_2^c, b_3^c, b_4^c$	angemessene Beteiligungsquote, Fall 1-4
BKA	Börsenkurs des Unternehmens A
BKB	Börsenkurs des Unternehmens B
$BKap / AKT$	Börsenkapitalisierung pro Aktie
$BOWA$	Teil-Bereichswert von A (objektiviert)
$BOWB$	Teil-Bereichswert von B (objektiviert)
$1 - c$	bereits an A bestehende Beteiligung durch B
c	(auszugleichende) Restbeteiligung an A
$\text{cov}(r_{BO}; r_M)$	Kovarianz der Rendite des Bewertungsobjekts und der Marktrendite
$\text{cov}(AS^A; AS^N)$	Kovarianz der Ausschüttungen von A und von N
$\text{cov}(AS^B; AS^N)$	Kovarianz der Ausschüttungen von B und von N
D_{t+1}	Dividende zum Zeitpunkt t+1
$\Delta Aktien$	durch die notwendige Kapitalerhöhung im Rahmen der Verschmelzung neu ausgegebene Aktien für die Alt-Aktionäre von A
ΔBA	durch die notwendige Kapitalerhöhung im Rahmen der Verschmelzung neu ausgegebene Aktien für die Alt-Aktionäre von A
$E(AS)$	Erwartungswert der Ausschüttung
FKZ	Fremdkapitalzinsen
FWA	Fundamentalwert von A
FWB	Fundamentalwert von B
i	Diskontierungszinssatz
k_{EK}	Eigenkapitalkostensatz

LWA	Liquidationswert von A
LWB	Liquidationswert von B
OWA	objektivierter Wert des Unternehmens A
OWB	objektivierter Wert des Unternehmens B
r_{BO}	erwartete Rendite des Bewertungsobjekts
r_{EK}	Eigenkapitalrendite
r_f	risikofreier Basiszinssatz
r_M	erwartete Rendite des Marktportfolios
RBK	Relation der Börsenkurse
ROW	Relation der objektivierten Unternehmenswerte
RZ	Risikozuschlag
$\tilde{S}\dot{A}(AS)$	Sicherheitsäquivalent der Ausschüttung
$STA(AS)$	Standardabweichung der Ausschüttung
Syn	aus der Verschmelzung erwartete Synergie-Effekte
U	Umtauschverhältnis
U^A	Grenz-Umtauschverhältnis aus der Sicht der Aktionäre des Unternehmens A
U^B	Grenz-Umtauschverhältnis aus der Sicht der Aktionäre des Unternehmens B
U_c	Umtauschverhältnis unter Berücksichtigung einer bestehenden Beteiligung an A
U_k^c	Umtauschverhältnis in Abhängigkeit von der angemessenen Beteiligungsquote und der Zurechnungsmethode k
UW^A	Unternehmenswert des übertragenden Unternehmens A
UW_c^A	Unternehmenswert des übertragenden Unternehmens A in Bezug auf die Restbeteiligung
UW_{vor}^A	Unternehmenswert des Unternehmens A vor der Verschmelzung
UW_{nach}^A	Unternehmenswert des Unternehmens A nach der Verschmelzung
UW^B	Unternehmenswert des übernehmenden Unternehmens B

$UW_{(1-c)}^B$	Unternehmenswert des übernehmenden Unternehmens B unter Berücksichtigung der bestehenden Beteiligung an A
UW_{vor}^B	Unternehmenswert des Unternehmens B vor der Verschmelzung
UW_{nach}^B	Unternehmenswert des Unternehmens B nach der Verschmelzung
UW^N	Unternehmenswert des neuen Unternehmensverbundes/der neuen Gesellschaft
UW^{Syn}	Ertragswert der erwarteten Synergie-Effekte
UW_{tr}	Unternehmenswert bei traditioneller Wertbestimmung
$UW(RV)$	Gesamtwert der erwarteten Risikoverbundeffekte
$UW(RV)^A$	Anteil am Wert der Risikoverbundeffekte der Aktionäre von A
$UW(RV)^B$	Anteil am Wert der Risikoverbundeffekte der Aktionäre von B
V_t	Eigenkapitalwert zum Zeitpunkt t
$VAR(AS)$	Varianz der Ausschüttung
$VAR(AS^N)$	Varianz der Ausschüttungen von N
$VAR(r_M)$	Varianz des Marktes/Marktportfolios
w	Wachstumsrate des Eigenkapitals
z	Zurechnungsquote (für die erwarteten Synergie-Effekte)

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1-1: Aufbau der Arbeit.....	8
Abb. 2-1: Vergleich der Kölner Funktionenlehre und der Funktionenlehre und des IDW.....	13
Abb. 2-2: Überblick über Unternehmensbewertungsverfahren.....	16
Abb. 2-3: Übersicht der untersuchten Umstrukturierungen im Konzern.....	29
Abb. 3-1: Darstellung des Arbitriumbereichs.....	72
Abb. 3-2: Nutzenverlauf von Käufer und Verkäufer approximiert durch den ESt-Tarif.....	83
Abb. 3-3: Aufteilung des Einigungsbereiches im Modell von Krag.....	84
Abb. 3-4: Verhandlungslösung nach Nash.....	93
Abb. 3-5: Bestandteile einer Fairness Opinion.....	117
Abb. 3-6: Indirektes Bewertungsvorgehen bei Funktionsverlagerungen.....	152
Abb. 4-1: Individuelle Konzessionsbereitschaft und Einigungsintervall.....	187
Abb. 4-2: Beziehungen einer Unternehmung zu seiner Umwelt.....	201
Abb. 4-3: Grundpositionen bei der Erstellung von Zukunftsprognosen.....	202
Abb. 4-4: Integrierte dreidimensionale Erfolgsprognose.....	204
Abb. 4-5: Indifferenzkurven eines risikoaversen Entscheidungsträgers.....	235
Abb. 4-6: Indifferenzkurven eines risikofreudigen Entscheidungsträgers.....	235
Abb. 4-7: Indifferenzkurven eines risikoneutralen Entscheidungsträgers.....	236
Abb. 4-8: Überblick der Finanzierungsarten.....	252
Abb. 4-9: Systematisierung der Folgen der laufenden Gewinnbesteuerung.....	270
Abb. 4-10: Fallunterscheidung Veräußerungsgewinnbesteuerung auf Gesellschafterebene.....	272
Abb. 4-11: Fallunterscheidung zur Wirkung der Zinsschrankenregelung.....	284
Abb. 4-12: Risikoverbund als Folge einer Unternehmenstransaktion.....	303
Abb. 4-13: Bewertungssituation des Beispiels.....	307
Abb. 4-14: Verteilung der Netto-AS der Periode 1 nach 10.000 Iterationen, Werte in T€.....	318
Abb. 4-15: Verteilung der Netto-AS der Periode 6 ff. nach 10.000 Iterationen, Werte in T€.....	319
Abb. 4-16: Einigungsintervall zwischen Käufer und Verkäufer.....	330
Abb. 5-1: Wertkategorien in der Rechtsprechung.....	346
Abb. 5-2: Spannungsfeld der Praxis rechtlicher Unternehmensbewertung.....	360
Abb. 6-1: Abhängigkeitsbeziehungen bei einer rechtlich-geprägten Fundamentalbewertung.....	378
Abb. 6-2: Preisbildung auf dem Aktienmarkt.....	384

Abb. 6-3: Schnittmenge Börsenkurs und rechtlicher Fundamentalwert.....	394
Abb. 6-4: Verhältnis von Entscheidungswert und objektiviertem Unternehmenswert	488
Abb. 6-5: Systematisierung der möglichen Ausprägungen von Multiplikatoren.....	508

Tabellenverzeichnis

Tab. 3-1: Mengen- und Kostenstruktur des Unternehmens Y vor der Transaktion	103
Tab. 3-2: Mengen- und Kostenstruktur des Unternehmens Z vor der Transaktion	103
Tab. 3-3: Mengen- und Kostenstruktur bei gemeinsamer Produktion	103
Tab. 3-4: Erwartete Kostenerfahrungskurven-Effekte bei gemeinsamer Produktion von Z.....	104
Tab. 3-5: Marktanteile von Unternehmen L in Abhängigkeit der Werbeausgaben.....	106
Tab. 3-6: Marktanteile von Unternehmen M in Abhängigkeit der Werbeausgaben.....	106
Tab. 3-7: Marktanteile nach der Bündelung der Marketingaktivitäten von L und M.....	107
Tab. 3-8: Aufteilung der Kosteneinsparungen durch die Zusammenlegung	108
Tab. 3-9: Anteile der verschiedenen Anbietertypen an allen Fairness Opinions 2007-2010	128
Tab. 3-10: Erfolgsprognose der Construction AG im Rahmen der Funktionsverlagerung	164
Tab. 3-11: Erfolgsprognose der Constr-Pol s.a.....	171
Tab. 3-12: Erfolgsprognose der Constr-Pol s.a. ohne immaterielles Wirtschaftsgut.....	175
Tab. 3-13: Bestimmung des TAB (mat. und immat. WG ohne GW) für die Constr-Pol s.a.	176
Tab. 3-14: Berechnung des TAB des Goodwills aus der Funktionsverlagerung	177
Tab. 4-1: Beispiel zur Bestimmung der Unternehmensteuerlast gemäß § 4h EStG, in €	288
Tab. 4-2: Beispiel zur Interdependenz von Zinsschranke und Verlustvortrag	292
Tab. 4-3: Ausgangsbilanz des Bewertungsobjektes, in T€	307
Tab. 4-4: Vergangenheitsanalyse des Bewertungsobjekts, Werte in T€.....	308
Tab. 4-5: Planung der Werttreiber des Bewertungsobjekts.....	309
Tab. 4-6: Werttreiberausprägungen für das Bewertungsobjekt (10.000. Iteration)	312
Tab. 4-7: Gewinn-& Verlustrechnung des Bewertungsobjekts (10.000 Iteration), Werte in T€.....	313
Tab. 4-8: Unternehmensteuern des Bewertungsobjekts (10.000 Iteration), Werte in T€	314

Tab. 4-9: Finanzplanung des Bewertungsobjekts (10.000. Iteration), Werte in T€	316
Tab. 4-10: Bilanz des Bewertungsobjekts (10.000. Iteration), Werte in T€	317
Tab. 4-11: Netto-Ausschüttungen des Bewertungsobjekts (10.000. Iteration), Werte in T€	318
Tab. 4-12: Gesamtergebnis der Risikosimulation, Werte in T€	318
Tab. 4-13: Bilanz des Alternativobjekts in t=0, Werte in T€	319
Tab. 4-14: Vergangenheitsanalyse der Alternativobjekts	320
Tab. 4-15: Werttreiberplanung des Alternativobjekts	321
Tab. 4-16: Gewinn-& Verlustrechnung des Alternativobjekts (Periode 1-3), Werte in T€	322
Tab. 4-17: Gewinn-& Verlustrechnung des Alternativobjekts (Periode 4-6 ff.), Werte in T€	323
Tab. 4-18: Finanzplanung des Alternativobjekts (Periode 1-3), Werte in T€	324
Tab. 4-19: Finanzplanung des Alternativobjekts (Periode 4-6 ff.), Werte in T€	325
Tab. 4-20: Bilanz des Alternativobjekts, Werte in T€	327
Tab. 4-21: Erwartungswerte, STA und VAR des Alternativobjekts, Werte in T€	328
Tab. 4-22: Sicherheitsäquivalente der Netto-AS des Bewertungsobjekt, Werte in T€	328
Tab. 4-23: Sicherheitsäquivalente der Netto-AS des Alternativobjekts, Werte in T€	328
Tab. 4-24: Bewertungsergebnisse für das Alternativobjekt, Werte in T€	329
Tab. 4-25: Grenzpreis des Bewertungsobjektes, Werte in T€	329
Tab. 4-26: Werttreiberplanung des Bewertungsobjekts (Detailprognose), Variante 1	331
Tab. 4-27: Werttreiberplanung des Bewertungsobjekts (Restwertphase), Variante 1	332
Tab. 4-28: Simulationsergebnisse und Sicherheitsäquivalente Variante 1, Werte in T€	332
Tab. 4-29: Werttreiberplanung des Bewertungsobjekts (Detailprognose), Variante 2	333
Tab. 4-30: Werttreiberplanung des Bewertungsobjekts (Restwertphase), Variante 2	334
Tab. 4-31: Simulationsergebnisse und Sicherheitsäquivalente Variante 2, Werte in T€	334
Tab. 4-32: Bewertungsergebnisse für das Bewertungsobjekt, Variationen RWP, Werte in T€	335

Tab. 6-1: Durchschnittliche Aufschläge bei Übernahmeangeboten von 2006-2012	396
Tab. 6-2: Bestimmung des Restwertes auf Basis der Praktikerformel, Werte in T€	432
Tab. 6-3: Bestimmung des Restwertes auf Basis der Ableitungen von Bradley/Jarrell.....	433
Tab. 6-4: Differenzierte Bestimmung des Restwertes inkl. Überrenditepotenzial aus DPP	435
Tab. 6-5: Differenzierte Bestimmung des Restwertes ohne Überrenditepotenzial aus DPP	435
Tab. 6-6: Basiszinssätze bei 1-5 Jahren Laufzeit, Daten vom 02.03.2011	444
Tab. 6-7: Basiszinssätze bei 6-10 Jahren Laufzeit, Daten vom 02.03.2011	444
Tab. 6-8: Basiszinssätze bei 11-15 Jahren Laufzeit, Daten vom 02.03.2011.....	444
Tab. 6-9: Basiszinssätze bei 16-20 Jahren Laufzeit, Daten vom 02.03.2011.....	444
Tab. 6-10: Basiszinssätze bei 21-25 Jahren Laufzeit, Daten vom 02.03.2011.....	444
Tab. 6-11: Basiszinssätze bei 26-30 Jahren Laufzeit, Daten vom 02.03.2011.....	444
Tab. 6-12: Ausgangsdaten der Restwertphase Beispiel 1, Werte in T€.....	462
Tab. 6-13: Ableitung äquivalenter r_{ak} bei gegebenen Risikozuschlägen gemäß CAPM	463
Tab. 6-14: Wertbestimmung unter Berücksichtigung von Risikozuschlägen, Werte in T€	464
Tab. 6-15: Wertbestimmung unter Berücksichtigung von Risikoabschlägen, Werte in T€	464
Tab. 6-16: Anwendung der Risikozuschlagsmethode im Zeitablauf.....	465
Tab. 6-17: Anwendung der Risikoabschlagsmethode im Zeitablauf	465
Tab. 6-18: Ableitung der kritischen Äquivalenzperiode	467
Tab. 6-19: Standardabweichungen in Abhängigkeit von z im Zeitablauf, Werte in T€	468
Tab. 6-20: Mögliche Szenariostrukturen bei $E(EG) = 105$ T€, Werte in T€	468
Tab. 6-21: Rekonstruktion der Risikostruktur, Werte in T€.....	469
Tab. 7-1: Traditionelle und kapitalmarkttheoretische Wertbestimmung im Rentenmodell.....	605
Tab. 7-2: Umtauschverhältnis, Fall 1 ohne bestehende Beteiligung	611
Tab. 7-3: Umtauschverhältnis, Fall 1 mit bestehender Beteiligung	612
Tab. 7-4: Umtauschverhältnis bei Methodengleichheit, Fall 2.....	614
Tab. 7-5: Umtauschverhältnis und Minderheitenschutz, Fall 3, Variante 1	617
Tab. 7-6: Umtauschverhältnis und Minderheitenschutz, Fall 3, Variante 2	619

Tab. 7-7: Umtauschverhältnis und Minderheitenschutz, Fall 3, Variante 3	621
Tab. 7-8: Vergleich der Vermögensposition eines Minderheitsaktionärs ex ante und ex post	622
Tab. 7-9: Umtauschverhältnis bei bestehender Beteiligung, Vergleich der Wertansätze.....	624
Tab. 7-10: Umtauschverhältnis bei Relevanz des Liquidationswertes	625
Tab. 7-11: Grenz-Umtauschverhältnisse der beteiligten Parteien.....	633
Tab. 7-12: Anpassung Produktionskosten der übertragenden Gesellschaft, Werte in €	638
Tab. 7-13: Anpassung Produktionskosten der übernehmenden Gesellschaft, Werte in €	638
Tab. 7-14: Anpassung Werbekosten der übertragenden Gesellschaft, Werte in €	639
Tab. 7-15: Anpassung der Werbekosten der übernehmenden Gesellschaft, Werte in €	639
Tab. 7-16: Beispiel zur Risikodiversifikation, Werte in T€	640
Tab. 7-17: Anteile von A und B an den erwarteten Risikoverbundeffekten, Werte in T€	641
Tab. 7-18: Partizipationsbezogene Aufteilung von Synergie-Effekten, Werte in €	642