

Aachen, Februar 2016

**Unternehmensbewertung (SS 2016)**  
**Di., 10.15-11.45 Uhr, Hörsaal R 5**  
**Beginn: 12.04.2016**  
**Übung dazu Mi., 16.15-17.45 Uhr, Hörsaal H II**  
**Beginn: 25.05.2016**

<b>Sitzungstermin</b>	<b>Thema</b>
12.04.	1 Was ist Unternehmensbewertung?
19.04.	2 Hirshleifer-Modell und vollständige Finanzplanung
26.04.	3 Marktwertorientierte Unternehmensführung und Wertadditivität
<b>04.05.</b>	4 Markowitz-Portfoliotheorie
10.05.	5 Capital Asset Pricing Model I
24.05.	6 Capital Asset Pricing Model II
31.05.	Dispositionstermin
07.06.	7 Unternehmensbewertung und Steuern
14.06.	8 Fallstudie Groupon
21.06.	9 Spezialfragen der Unternehmensbewertung
28.06.	Praxisvortrag von Herrn Philipp Pohlmann Co-Head M&A Deutsche Telekom
05.07.	10 Nachhaltigkeit in der Unternehmensbewertung
12.07.	Dispositionstermin
19.07.	Wiederholungssitzung

Es handelt sich um eine zweistündige Vorlesung mit vierzehntäglicher zweistündiger Übung (V2/Ü1). Bitte entnehmen Sie die genauen Termine zur Übung der Lehrstuhl-Homepage sowie dem Lernraum.

Auf den folgenden Seiten finden Sie eine Detailbeschreibung des Vorlesungsstoffs der einzelnen Sitzungen mit Literaturhinweisen. In der Übung wird der Vorlesungsinhalt anhand von Zahlenbeispielen veranschaulicht und vertieft. Alle Unterlagen zur Vorlesung finden Sie im L<sup>2</sup>P-Lernraum.

Zu Prüfungsfragen beachten Sie bitte generell unsere Aushänge oder Mitteilungen im Internet unter <http://www.bfw.rwth-aachen.de>.

---

## **Thema 1: Was ist Unternehmensbewertung?**

Es wird erläutert, dass es im Rahmen der Unternehmensbewertung grundsätzlich um die Ermittlung von Zahlungsbereitschaften von Entscheidern geht. Damit wird der jeweilige Entscheidungskontext bewertungsrelevant. Vor diesem Hintergrund werden vier verschiedene Entscheidungssituationen differenziert (Entscheidungen bei Sicherheit vs. Entscheidungen bei Risiko, vollkommener vs. unvollkommener Kapitalmarkt). Abschließend wird erläutert, warum der Schwerpunkt der Vorlesung auf Situationen bei Risiko mit einem vollkommenen Kapitalmarkt im Gleichgewicht liegt.

## **Thema 2: Hirshleifer-Modell und vollständige Finanzplanung**

Es wird das auf der Annahme eines gespaltenen Soll- und Habenzinssatzes basierende Hirshleifer-Modell vorgestellt und erläutert, wie sich in diesem Kontext Unternehmenswerte bestimmen lassen. Die so im Rahmen einer einfachen Zwei-Zeitpunkte-Betrachtung gewonnenen Erkenntnisse werden anschließend mit Hilfe vollständiger Finanzpläne auf den Mehr-Perioden-Fall verallgemeinert. Es zeigt sich, dass es bei unvollkommenen Kapitalmärkten generell nicht mehr „den“ Unternehmenswert gibt.

Breuer (2012) [S. 273-296, 341-349]

## **Thema 3: Marktwertorientierte Unternehmensführung und Wertadditivität**

Es wird der Frage nachgegangen, unter welchen Voraussetzungen die Maximierung des Marktwertes einer Unternehmung äquivalent zur subjektiven Nutzenmaximierung der Entscheidungsträger ist. Ferner werden die Bedingungen, unter denen eine Marktbewertungsfunktion über die Eigenschaft der Wertadditivität verfügt, geprüft. Im Anschluss hieran werden die sich hieraus ergebenden Konsequenzen für unternehmerische Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen, die am Ziel der Marktwertmaximierung ausgerichtet sind, präsentiert.

Breuer (2001) [S. 151-180, 209-230]

---

#### **Thema 4: Markowitz-Portfoliotheorie**

Es wird erläutert, was man unter dem  $\mu$ - $\sigma$ -Prinzip versteht, und dargelegt, in welcher Beziehung es zum Bernoulli-Prinzip steht. Anschließend werden die Begriffe der  $\mu$ - $\sigma$ -Dominanz und der  $\mu$ - $\sigma$ -Effizienz erklärt, und es wird das Portfolioselektionsproblem eines nach dem  $\mu$ - $\sigma$ -Prinzip handelnden Anlegers analysiert. Dabei wird auch die sogenannte Tobin-Separation eingeführt. Die Darstellung schließt mit einer kritischen Würdigung der Markowitz-Portfoliotheorie.

Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2010) [S. 137-148, 151-155, 172-178]

#### **Thema 5: Capital Asset Pricing Model I**

Es wird das Capital Asset Pricing Model (CAPM) nach Sharpe vorgestellt und dargelegt, welche konkreten Marktbewertungsfunktionen für unsichere Zahlungsströme hieraus im Zwei-Zeitpunkte-Fall resultieren.

Breuer (2001) [S. 315-354]

#### **Thema 6: Capital Asset Pricing Modell II**

Unternehmerische Tätigkeit führt typischerweise über mehrere Perioden zu Ein- und Auszahlungen. Es wird deswegen geprüft, inwiefern die auf dem Standard-CAPM basierende Bewertungsgleichung für zwei Zeitpunkte auf den Mehr-Perioden-Fall verallgemeinert werden kann. Danach wird gezeigt, wie sich das CAPM für Zwecke der Unternehmensbewertung in der Praxis konkret nutzen lässt.

Breuer (2001) [S. 418-438]

---

## **Thema 7: Unternehmensbewertung und Steuern**

Zunächst wird dargelegt, welche Bedeutung unternehmens- und kapitalgeberbezogenen Steuern in der Unternehmensbewertung zukommt. Anschließend werden ausführlich Equity-, Entity- und Adjusted-Presented-Value-Ansatz zur Berücksichtigung unternehmensbezogener Steuern in der Unternehmensbewertung dargestellt. In diesem Zusammenhang wird auch gezeigt, dass sich der Free Cash Flow to Entity indirekt auf Basis der unternehmerischen Erfolgsrechnung bestimmen lässt. Zum Abschluss wird kurz das sogenannte Tax-CAPM zur Berücksichtigung kapitalgeberbezogener Steuern in der Unternehmensbewertung erläutert.

## **Thema 8: Fallstudie zur Unternehmensbewertung (Groupon)**

Vor dem Hintergrund des Börsengangs von Groupon im November 2011 soll beispielhaft aufgezeigt werden, wie sich mithilfe der zuvor gelernten Methoden der Marktwert eines jungen Internetunternehmens vor der Börseneinführung näherungsweise ermitteln lässt. Dazu wird auf eine CAPM-basierte Bewertung unter expliziter Schätzung künftig erwarteter Einzahlungsüberschüsse und des zugehörigen Kapitalkostensatzes von Groupon sowie auf das einfache Multiplikatorverfahren zurückgegriffen. Zu Anschauungszwecken wird ferner gezeigt, wie sich Variationen des Verschuldungsgrades auf den Unternehmenswert auswirken.

Breuer/Schade/Kirchhoff (2013) [717-723]

## **Thema 9: Spezialfragen der Unternehmensbewertung**

Es werden überblicksartig verschiedene Limitationen einer Unternehmensbewertung auf Basis des State-of-the-Art-Ansatzes der Themen 6 und 7 dargelegt. Vertieft wird sodann auf die Frage eingegangen, wie sich mittelständische Unternehmen bei Risiko bewerten lassen, auf welche Weise Insolvenzrisiken berücksichtigt werden können und inwiefern diese bewertungsrelevant sind, und schließlich wird erläutert, wie man mit Fremdwährungszahlungen in der Unternehmensbewertung umzugehen hat.

Breuer (2001) [S. 290-294], Breuer (2012) [S. 246-252], Knabe (2012) [S. 124-127, 145-148]

## **Thema 10: Nachhaltigkeit in der Unternehmensbewertung**

Zunächst wird erläutert, was man unter „Nachhaltigkeit“ zu verstehen hat. Danach werden Ansätze erörtert, die dazu dienen, exzessive Ressourcennutzung infolge fehlender „Bepreisung“ zu verhindern. Ausführlich wird der wertorientierte Ansatz von Hahn/Liese/Figge (2007) zur Herleitung eines Sustainable Value dargelegt und in seinen Voraussetzungen diskutiert.

Hahn/Liesen/Figge (2007) [S. 1-27]

---

### **Literaturzusammenstellung:**

Breuer, Wolfgang (2001): Investition II.

Breuer, Wolfgang (2012): Investition I, 4. Auflage.

Breuer, Wolfgang/Gürtler, Marc/Schuhmacher, Frank (2010): Portfoliomanagement I, 3. Auflage.

Breuer, Wolfgang/Schade, Philipp/Kirchhoff, Steffen (2013): Bewertung von Internetunternehmen am Beispiel von Groupon, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, S. 717-723.

Hahn, Tobias/Liesen, Andrea/Figge, Frank (2007): Nachhaltig erfolgreich wirtschaften.

Jonas, Martin/Löffler, Andreas/Wiese, Jörg (2004): Das CAPM mit deutscher Einkommensteuer, in: Die Wirtschaftsprüfung, 57. Jg., S. 898-906.

Knabe, Matthias (2012): Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung.