

## Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht .....	XI
Inhaltsverzeichnis .....	XIII
Abkürzungsverzeichnis .....	XXI
Symbolverzeichnis .....	XXVII
Abbildungsverzeichnis .....	XXXI
Tabellenverzeichnis .....	XXXIII

Problemstellung .....	1
-----------------------	---

### *Kapitel 1: Basiszinssatz*

I. Renditekennzahlen als vereinfachende Lösung der Vergleichs- problematik bei Unternehmensbewertungen .....	20
II. Charakteristika des Basiszinssatzes und Äquivalenzproblematik .....	35
III. Empirische Auswertung der in der Rechtsprechung verwendeten Zinssätze .....	70

### *Kapitel 2: Risikoprämie*

I. Die relevanten Risiken und die Risikoneigung als Begründung einer Risikoprämie in der Unternehmensbewertung .....	77
II. Systematisierung von Risiken in der betriebswirtschaftlichen Theorie und in der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung als Mittel zur Identifizierung relevanter Risikobestandteile .....	91
III. Individualistische bzw. typisierte Ableitung von Risikoprämien .....	125
IV. Kapitalmarktbezogene Ableitung von Risikoprämien .....	179
Thesenförmige Zusammenfassung .....	246
Anhang zu Kapitel 1 .....	251
Anhang zu Kapitel 2 .....	262
Verzeichnis der zitierten Schriften .....	269
Verzeichnis der zitierten Entscheidungen .....	323

## Inhaltsverzeichnis

	Seite
Inhaltsverzeichnis .....	XIII
Abkürzungsverzeichnis .....	XXI
Symbolverzeichnis .....	XXVII
Abbildungsverzeichnis .....	XXXI
Tabellenverzeichnis .....	XXXIII
Problemstellung .....	1

### *Kapitel 1: Basiszinssatz*

I. Renditekennzahlen als vereinfachende Lösung der Vergleichsproblematik bei Unternehmensbewertungen .....	20
1. Renditen verschiedener Anlageklassen als potenzielle Grundlagen des Kapitalisierungszinssatzes .....	20
2. Der landesübliche Zinssatz als grundlegendes Element des Kapitalisierungszinssatzes in der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis .....	21
3. Renditen branchengleicher Unternehmen .....	25
4. Durchschnittliche Aktienrendite .....	29
5. Kritische Würdigung .....	34
II. Charakteristika des Basiszinssatzes und Äquivalenzproblematik .....	35
1. Die zulässigen Wertpapiere zur Ermittlung des Basiszinssatzes aus Sicht der Rechtsprechung .....	35
2. Basiszinsfuß und Risikoäquivalenz .....	39
3. Der Basiszinsfuß als Stichtagszinssatz oder langfristiger Durchschnittszinssatz .....	41
a) Laufzeitäquivalenz, Wiederanlageproblematik und Stichtagsprinzip .....	41
b) Ermittlung des Basiszinssatzes als langfristiger Durchschnittszins .....	45
aa) Diskussion des Basiszinssatzes als langfristiger Durchschnittszins in der Rechtsprechung und der betriebswirtschaftlichen Theorie .....	45

bb)	Der relevante Vergangenheitszeitraum bei der Ermittlung des langfristig zu erwartenden Basiszinssatzes .....	49
cc)	Bedeutung des Stichtagsprinzips bei der Prognose des Basiszinssatzes .....	51
dd)	Relevanz von Zinszyklen .....	52
c)	Der Basiszinssatz als Stichtagszins .....	53
aa)	Diskussion der Verwendung eines Stichtagszinssatzes als Basiszinssatz in der betriebswirtschaftlichen Theorie und der Rechtsprechung .....	53
bb)	Ermittlung des Wiederanlagezinssatzes .....	55
d)	Kritische Würdigung unter Beachtung des Stichtagsprinzips, der Laufzeitäquivalenz sowie der Laufzeit der am Kapitalmarkt verfügbaren Anleihen .....	56
4.	Einheitlicher Basiszinssatz oder laufzeitäquivalente Zinssätze .....	61
a)	Basiszinssatz und Laufzeitäquivalenz .....	61
b)	Laufzeitäquivalente Zinssätze und Zinsstrukturkurve .....	63
5.	Bewertungstechnisches Zinsänderungsrisiko des Basiszinssatzes .....	65
a)	Auswirkungen von Zinsänderungen auf den Unternehmenswert und den Nutzen des Unternehmenseigners .....	65
b)	Einfluss von Zinsänderungen während der Dauer des Spruchstellenverfahrens .....	67
c)	Relevanz von Zinsänderungen bei geplanter Desinvestition .....	69
6.	Kritische Würdigung der Vorgehensweise zur Bestimmung des Basiszinssatzes .....	70
III.	Empirische Auswertung der in der Rechtsprechung verwendeten Zinssätze .....	70

## *Kapitel 2: Risikoprämie*

I.	Die relevanten Risiken und die Risikoneigung als Begründung einer Risikoprämie in der Unternehmensbewertung .....	77
1.	Abgrenzung zwischen den relevanten Risiken der Risikoprämie und den Risiken des Basiszinssatzes .....	77

2. Risikobegriff in der betriebswirtschaftlichen Literatur und der Rechtsprechung .....	77
a) Risikodefinitionen in der Betriebswirtschaftslehre .....	77
b) Risikobegriff in der Rechtsprechung .....	80
c) Relevanz divergierender Risikobegriffe für die Unternehmens- bewertung .....	82
3. Kennzahlen zur Quantifizierung von Risiken .....	83
4. Risikoaversion als grundlegende Voraussetzung für die Berücksichtigung einer Risikoprämie in der Unternehmensbewertung .....	85
a) Mögliche Risikoeinstellungen von Anlegern im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen .....	85
b) Grundsätzliche Risikoberücksichtigung in der Literatur und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung .....	88
II. Systematisierung von Risiken in der betriebswirtschaftlichen Theorie und in der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung als Mittel zur Identifizierung relevanter Risikobestandteile .....	91
1. Aufteilung in allgemeine und spezielle Unternehmensrisiken als rein unternehmensbezogener Systematisierungsansatz .....	91
a) Spezielle Unternehmensrisiken .....	91
b) Allgemeine oder generelle Unternehmensrisiken .....	92
c) Berücksichtigung der speziellen und allgemeinen Unternehmensrisiken bei der Unternehmensbewertung .....	95
d) Stellungnahme zur Systematisierung in allgemeine und spezielle Unternehmensrisiken .....	97
2. Insolvenzrisiko und das Survivor Bias-Problem in der Überschussprognose als zentraler Bestandteil des unternehmensindividuellen Risikos .....	98
a) Das Survivor Bias-Problem in der Überschussprognose .....	98
b) Ausfallraten von Ratingagenturen als Mittel zur Ableitung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten für die Überschussprognose .....	100
c) Erfassung des Insolvenzrisikos bei der Ermittlung des Unternehmenswertes .....	100

3. Unterscheidung zwischen systematischen und unsystematischen Risiken zur Ermittlung der relevanten Risiken im Portfolio-Zusammenhang .....	103
a) Theoretischer Hintergrund der Aufteilung in systematische und unsystematische Risiken .....	103
b) Der Zusammenhang zwischen allgemeinen / speziellen Unternehmensrisiken und systematischen / unsystematischen Risiken .....	106
c) Differenzierung zwischen systematischen und unsystematischen Risiken in der Rechtsprechung .....	108
d) Empirische Relevanz und kritische Würdigung .....	109
4. Die Frage der Anpassung der Eigenkapitalkosten aufgrund des Kapitalstrukturrisikos auf Basis der Eigenkapitalkosten vergleichbarer Unternehmen .....	114
5. Abgrenzung von Unternehmensrisiken im engeren Sinne und reinen Anlegerrisiken .....	116
6. Fungibilitätsrisiko als reines Anlegerrisiko .....	118
a) Der Einfluss geringer Fungibilität auf den Unternehmenswert .....	118
b) Fungibilitätsrisiko in der betriebswirtschaftlichen Literatur .....	118
c) Fungibilitätsrisiko im juristischen Schrifttum .....	120
d) Fungibilitätszuschläge in der Rechtsprechung .....	121
e) Ermittlung des Fungibilitätszuschlags .....	122
f) Stellungnahme zur Diskussion über die Berücksichtigung des Fungibilitätsrisikos .....	123
III. Individualistische bzw. typisierte Ableitung von Risikoprämien .....	125
1. Entscheidungen unter Unsicherheit und Unternehmensbewertung bei individualistischer Betrachtungsweise .....	125
a) Bernoulliprinzip .....	125
b) Das $\mu$ - $\sigma$ -Prinzip .....	127
2. Sicherheitsäquivalentmethode .....	129
a) Methodisches Vorgehen bei der Anwendung der Sicherheitsäquivalentmethode in der Unternehmensbewertung und Probleme der Umsetzung .....	129

b)	Entscheidungstheoretische Fundierung der Sicherheitsäquivalentmethode als rein individualistischer Bewertungsansatz .....	133
c)	Semi-subjektive Ansätze und der Risikoverbundansatz als Erweiterung der rein individualistischen Unternehmensbewertung .....	141
d)	Sicherheitsäquivalentmethode und Risikoabschlagsmethode in der Rechtsprechung .....	146
3.	Der individualistische bzw. typisiert festgelegte Risikozuschlag .....	149
a)	Kritische Würdigung der Vorgehensweise bei der Ermittlung individualistischer Risikozuschläge .....	149
aa)	Der frei gegriffene Risikozuschlag .....	149
bb)	Plausibilisierung frei gegriffener Risikozuschläge .....	151
b)	Zusammenhang zwischen der Sicherheitsäquivalentmethode und individualistisch ermittelten Risikozuschlägen .....	153
aa)	Diskussion der stochastischen Verknüpfung der Überschussverteilung sowie der Risikoauflösung im Zeitablauf .....	153
bb)	Maximal zulässige Risikozuschläge .....	158
cc)	Pragmatische Risikozuschläge .....	160
c)	Der Risikozuschlag in der Rechtsprechung .....	161
aa)	Höhe der Risikozuschläge in der Rechtsprechung .....	161
bb)	Quantifizierung und Begründung der Risikozuschläge in der Rechtsprechung .....	164
cc)	Der Zusammenhang zwischen dem Risikozuschlag und der Verzinsung von Großkrediten .....	169
dd)	Abhängigkeit des Risikozuschlags von der Branche des Unternehmens .....	171
ee)	Auswirkung des Risikozuschlags auf den Unternehmenswert .....	176
IV.	Kapitalmarktbezogene Ableitung von Risikoprämien .....	179
1.	Kapitalmarktbezogene Unternehmensbewertung bei Vorliegen von Arbitragefreiheit .....	179
a)	Arbitrage theorie .....	179
b)	Arbitrage Pricing Theory .....	182

2. Das Capital Asset Pricing Model als Kapitalmarktgleichgewichtsmodell zur Ermittlung von Eigenkapitalkosten bei der Unternehmensbewertung .....	184
a) Skizze der relevanten Grundlagen des Capital Asset Pricing Modells .....	184
b) Skizze der relevanten Grundlagen zur empirischen Relevanz des Capital Asset Pricing Modells .....	188
aa) Würdigung der Testbarkeit des Capital Asset Pricing Modells .....	188
bb) Empirische Bestätigung des Capital Asset Pricing Modells .....	191
cc) Kritik an der Gültigkeit des Capital Asset Pricing Modells .....	193
dd) Renditeanomalien und Erklärungsansätze .....	195
c) Kritische Würdigung der Eignung des Capital Asset Pricing Modells zur Ermittlung risikoäquivalenter Kapitalisierungszinssätze für die Unternehmensbewertung .....	200
d) Probleme bei der Ermittlung empirischer Kapitalmarktdaten .....	203
aa) Risikolose Verzinsung .....	203
bb) Betafaktor .....	205
aaa) Fundamentale Betafaktoren .....	205
bbb) Schätzung erwarteter Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten .....	206
ccc) Probleme bei der Schätzung historischer Betafaktoren .....	209
ddd) Ermittlung der Betafaktoren von nicht-börsennotierten Unternehmen .....	210
cc) Marktrisikoprämie .....	212
aaa) Vergangenheitsorientierte Ermittlung der Marktrisikoprämie .....	212
(i) Historische Daten als Grundlage der Prognose zukünftig zu erwartender Marktrisikoprämien .....	212
(ii) Die (unzureichende) zeitliche Stabilität historischer Marktrisikoprämien .....	214
(iii) Arithmetische und geometrische Renditeberechnung .....	217
(iv) Survivor Bias in historischen Kapitalmarktdaten .....	219

(v) Der Einfluss steuerlich motivierter Bewertungskalküle auf die Aktienrendite .....	220
(vi) Kritische Würdigung der vergangenheitsorientierten Marktrisikoprämienbestimmung und alternative Ermittlungsmethoden auf Basis historischer Daten .....	221
bbb) Zukunftsorientierte Ermittlung der Marktrisikoprämie .....	222
(i) Ermittlung von Marktrisikoprämien durch Expertenbefragung .....	222
(ii) Ermittlung erwarteter Marktrisikoprämien als implizite Kapitalkosten .....	223
(iii) Dividendendiskontierungsmodelle .....	224
(iv) Gewinnkapitalisierungsmodelle .....	226
(v) Residualgewinnmodelle .....	228
(vi) Kritische Würdigung der zukunftsorientierten Verfahren zur Ermittlung der Marktrisikoprämie .....	232
e) Erweiterungsmöglichkeiten des Capital Asset Pricing Models .....	238
aa) Zero-Beta-CAPM nach Black .....	238
bb) Nachsteuer-CAPM .....	239
f) Bedeutung des Capital Asset Pricing Models in der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung .....	242
 Thesenförmige Zusammenfassung .....	 246
 Anhang zu Kapitel 1 .....	 251
Anhang zu Kapitel 2 .....	262
Verzeichnis der zitierten Schriften .....	269
Verzeichnis der zitierten Entscheidungen .....	323