

SCHÄFFER
POESCHEL

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur zweiten Auflage	V
Vorwort zur ersten Auflage	VI
Verzeichnis der ergänzenden Unterlagen zum Download	IX
1 Allgemeines	IX
2 Bedienung der Excel-Rechentools	XI
2.1 Annahmen	XI
2.2 Bilanz-Aktiva	XI
2.3 Bilanz-Passiva	XI
2.4 Gewinn- und Verlustrechnung	XII
2.5 Kapitalfluss-Rechnung	XII
2.6 DCF-Bewertung	XII
2.7 Sensitivitätsanalyse	XIII
2.8 Börsenmultiplikatoren	XIII
2.9 Transaktionsmultiplikatoren	XIII
3 Inhaltsverzeichnis – Corporate Finance Training-Rechentools	XIII
Die Autoren	XXVII
Teil I: Analyse und Planung	1
1 Einführung in die Analyse und Planung	3
2 Analyse des makroökonomischen Umfeldes	5
2.1 Analyse des politischen, wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und technologischen Unternehmensumfeldes (PEST-Analyse)	6
2.2 Analyse von quantitativen volkswirtschaftlichen Daten	11
2.3 Analyse der Stakeholder	16
3 Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfeldes	19
3.1 Abgrenzung des Marktes	22
3.2 Analyse der fünf Wettbewerbskräfte	29
3.2.1 Verhalten zwischen den etablierten Wettbewerbern	30
3.2.2 Exkurs: Wettbewerbsanalyse und Benchmarking	33
3.2.3 Markteintritt neuer potenzieller Wettbewerber	38
3.2.4 Ersatzprodukte aus einem anderen Umfeld	41
3.2.5 Verhandlungsstärke der Abnehmer	42

3.2.6	Verhandlungsstärke der Lieferanten	46
3.3	Die Entwicklung von Struktur und Verhalten im Lebenszyklus einer Branche	48
4	Kritische Erfolgsfaktoren – die Kundenperspektive	53
4.1	Kundenbindung	56
4.2	Bewertung der Kundenbeziehungen	58
4.2.1	Regressionsanalyse	58
4.2.2	Rendite-/Wachstums-Portfolio-Analyse	60
5	Analyse des Unternehmens	63
5.1	Analyse der strategischen Fähigkeiten	64
5.1.1	Differenzierungsstrategie	66
5.1.2	Hybride Strategie	68
5.1.3	Fokus- oder Nischenstrategie	68
5.1.4	Kostenführerschaft	71
5.1.5	No-Frills-Strategie	72
5.1.6	Risikostrategien	73
5.1.7	Strategische Stoßrichtung: Anpassung oder Wachstum	75
5.2	Analyse der Kernkompetenzen	79
5.3	Rolle der Unternehmensführung	82
5.4	Analyse des Produkt- bzw. Leistungsprogramms	83
5.4.1	Produktlebenszyklusanalyse	84
5.4.2	Forschung und Entwicklung	86
5.4.3	Komplexität des Produktportfolios	87
5.4.4	Marketing und Vertrieb	88
5.4.5	Analyse des Produktportfolios: Positionierung der Produkte im Wettbewerbsumfeld	93
5.4.6	Boston-Consulting-Group-Matrix	94
6	Erfolgsquellenanalyse: Ermittlung der nachhaltigen Ertragskraft auf Basis des Jahresabschlusses	99
6.1	Informationsquellen für die Erfolgsquellenanalyse	101
6.2	Allgemeine Grundsätze für die Erfolgsquellenanalyse	103
6.3	Bewertungsfall-spezifische Besonderheiten	105
6.3.1	Implikationen der Branche	105
6.3.2	Bedeutung der Rechnungslegungsnorm auf den Jahresabschluss	106
6.3.3	Jahresabschlusspolitik	107
6.3.3.1	Kriterien für die Auswahl abschlusspolitischer Mittel	109
6.3.3.1.1	Betriebswirtschaftliche Motive für abschlusspolitische Maßnahmen	109
6.3.3.1.2	Steuerliche Motivation für abschlusspolitische Maßnahmen	110
6.3.3.1.3	Verwendung von manipulativen bilanzpolitischen Maßnahmen	111

6.3.4	Rechtsform	111
6.3.5	Unternehmen in außergewöhnlichen Situationen	111
6.3.6	Unternehmensgröße	112
6.3.7	Enge Verknüpfung zwischen unternehmerischer und privater Sphäre	113
6.3.7.1	Kalkulatorischer Unternehmerlohn	114
6.3.7.2	Erwerb von Minderheitsanteilen	114
6.3.8	Analyse von Konzernunternehmen	115
6.3.8.1	Ausgliederung bzw. Verselbstständigung	115
6.3.8.2	Erwerb eines rechtlich nicht selbstständigen Unternehmensteils	116
6.4	Vorgehensweise bei der Ermittlung der nachhaltigen Ertragskraft	116
6.4.1	Durchgängige und konsistente Bereinigung	117
6.4.2	Eliminierung von nicht regelmäßig wiederkehrenden Ergebniseinflüssen	118
6.4.2.1	Zeitliche Verschiebungen als Gestaltung	121
6.4.2.2	Andere nicht regelmäßig wiederkehrende Sachverhalte	123
6.4.2.3	Sondereinflüsse von außerbilanziellen Vorgängen	127
6.4.2.3.1	Leasing	129
6.4.2.3.2	Sale-and-Lease-Back	132
6.4.2.3.3	Factoring	133
6.4.3	Gesonderte Betrachtung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ..	134
7	Kennzahlenanalyse	139
7.1	Umgang mit Kennzahlen	140
7.1.1	Kennzahlen aus Peergroup-Vergleichen	141
7.1.2	Kennzahlen aus dem Zeitvergleich	142
7.1.3	Unternehmen in besonderen Situationen	142
7.1.4	Analyse von Konzernunternehmen	143
7.1.5	Effekte aus der Anwendung verschiedener Rechnungslegungsnormen	144
7.2	Rentabilitätskennzahlen	146
7.2.1	Gesamtkapitalrentabilität	147
7.2.2	Eigenkapitalrentabilität	149
7.2.3	Umsatzrentabilität	150
7.2.4	Kapitalumschlagshäufigkeit: Bindeglied zwischen Umsatzrentabilität und Gesamtkapitalrentabilität	151
7.3	Kennzahlen zur Untersuchung der finanziellen Struktur	153
7.3.1	Langfristige Deckungsgrade	154
7.3.2	Analyse der Liquiditätsgrade	156
7.4	Kennzahlen zur Untersuchung der Vermögensstruktur	163
7.4.1	Das Verhältnis von Anlage- zu Umlaufvermögen	163
7.4.2	Kennzahlen zur Untersuchung der Investitions- und Abschreibungspolitik	167
7.4.3	Analyse des Working Capital	171
7.5	Kennzahlen zur Untersuchung der Kapitalstruktur	179
7.5.1	Eigenkapitalquote	179

7.5.2	Fremdkapitalquote	186
7.5.3	Verschuldungskoeffizient	187
7.6	Kennzahlen zur Aufwands- und Ertragsstruktur	188
7.6.1	Rohertragsquote	189
7.6.2	Materialaufwandsquote	190
7.6.3	Personalaufwandsquote	191
7.6.4	Sonstige betriebliche Ergebnisquote	193
7.6.5	Forschungs- und Entwicklungsaufwandsquote	193
7.6.6	Finanzergebnisquote	194
7.6.7	Zinsaufwandsquote	196
7.7	Kapitalfluss-Rechnung als Instrument der Jahresabschlussanalyse	196
7.7.1	Direkte und indirekte Kapitalfluss-Rechnung	198
7.7.2	Aufbau der Kapitalfluss-Rechnung	200
7.7.3	Kennzahlenanalyse mit der Kapitalfluss-Rechnung	202
7.8	Auswahl von Kennzahlen für eine unternehmensindividuelle Analyse	206
8	Planung	209
8.1	Allgemeine Qualitätskriterien einer Planungsrechnung	211
8.2	Analyse der Wachstumsentwicklung	216
8.3	Analyse der Ergebnisentwicklung	220
8.4	Prämissen der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung	221
8.4.1	Nettoumsatz	221
8.4.1.1	Planung und Analyse des Auftragsbuches/Projektbuches	223
8.4.1.2	Quantifizierung der Chancen und Risiken	225
8.4.1.3	Bestandsveränderungen an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	227
8.4.2	Materialaufwand, bezogene Waren und Leistungen	228
8.4.2.1	ABC-Analyse	228
8.4.2.2	Outsourcing	231
8.4.2.3	Planung des Materialaufwandes	234
8.4.3	Personalaufwand	236
8.4.4	Abschreibungen	239
8.4.5	Sonstige betriebliche Aufwendungen	240
8.4.6	Sonstige betriebliche Erträge	242
8.4.7	Zinsertrag	243
8.4.8	Zinsaufwand	244
8.4.9	Exkurs: Kreditkonditionen und Rating	245
8.4.10	Außerordentlicher Aufwand/Ertrag	248
8.4.11	Ertragssteuern: Steuern vom Einkommen und Ertrag	249
8.5	Prämissen der Plan-Aktiva	250
8.5.1	Finanzanlagen	251
8.5.2	Sachanlagevermögen	251
8.5.3	Immaterielles Vermögen	255
8.5.4	Exkurs: Investitionsplanung	255
8.5.5	Vorräte	259

8.5.5.1	Die optimale Lagergröße	261
8.5.5.2	Eiserner Bestand	262
8.5.5.3	Planung der Vorräte	264
8.5.6	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	264
8.5.7	Sonstiges Umlaufvermögen	265
8.5.8	Liquide Mittel	266
8.6	Prämissen der Plan-Passiva	267
8.6.1	Eigenkapital	268
8.6.2	Langfristige Bankverbindlichkeiten	269
8.6.3	Rückstellungen	270
8.6.4	Kurzfristige Bankverbindlichkeiten	272
8.6.5	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	272
8.6.6	Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	273
8.7	Szenariotechnik und Sensitivierung	274
	Zusammenfassung	277

Teil II: Unternehmensbewertung

1	Grundlagen der Unternehmensbewertung	281
1.1	Anlässe der Unternehmensbewertung	281
1.2	Gibt es einen objektiv richtigen Unternehmenswert?	282
1.3	Funktionen der Unternehmensbewertung	283
1.4	Preis und Wert eines Unternehmens	284
1.5	Die wichtigsten Unternehmensbewertungsmethoden im Überblick	285
1.5.1	Einzelbewertungsverfahren	285
1.5.2	Mischverfahren	290
1.5.2.1	Mittelwertverfahren	291
1.5.2.2	Übergewinnverfahren	292
1.5.3	Gesamtbewertungsverfahren	293
2	Unternehmensbewertung mit Discounted-Cashflow-Modellen	295
2.1	WACC-Ansatz	296
2.1.1	Die Konzeption des WACC-Ansatzes	296
2.1.2	Berechnung der operativen Free Cashflows	297
2.1.3	Berechnung der Kapitalkosten	300
2.1.3.1	Ermittlung der Eigenkapitalkosten	302
2.1.3.1.1	Ermittlung des Zinssatzes einer risikofreien Anlage	302
2.1.3.1.2	Ermittlung der Risikoprämie mit Hilfe des CAPM	304
2.1.3.1.3	Modifikationen des CAPM und Alternativen zum CAPM ...	313
2.1.3.2	Ermittlung der Fremdkapitalkosten	317
2.1.3.3	Bestimmung der gewichteten Kapitalstruktur	319
2.1.3.4	Berechnung der gewichteten Kapitalkosten	323
2.1.4	Berechnung des Unternehmenswerts	327
2.1.5	Periodenspezifischer WACC-Ansatz	332

2.1.6	Sensitivitätsanalyse mit dem Value Calculator	334
2.1.7	Bewertung auf unvollkommenen Kapitalmärkten: Risikodeckungsansatz	335
2.2	APV-Ansatz (Bruttoverfahren).....	341
2.2.1	Die Konzeption des APV-Ansatzes	341
2.2.2	Berechnung der operativen Free Cashflows.....	343
2.2.3	Berechnung der Kapitalkosten.....	343
2.2.4	Berechnung des Unternehmenswerts	345
2.3	Equity-Verfahren	346
2.3.1	Die Konzeption des Equity-Verfahrens	346
2.3.2	Berechnung der Cashflows-to-Equity.....	348
2.3.3	Berechnung der Kapitalkosten.....	349
2.3.4	Berechnung des Unternehmenswerts	350
2.4	Ertragswertverfahren.....	352
2.4.1	Die Konzeption des Ertragswertverfahrens	352
2.4.2	Ermittlung der Ertragsüberschüsse.....	353
2.4.3	Berechnung der Kapitalkosten.....	356
2.4.4	Berechnung des Unternehmenswerts	357
2.5	Vereinfachtes Ertragswertverfahren.....	358
2.5.1	Die Konzeption des vereinfachten Ertragswertverfahrens	358
2.5.2	Ermittlung des nachhaltig erzielbaren Jahresertrags.....	359
2.5.3	Berechnung der Kapitalkosten.....	363
2.5.4	Berechnung des Unternehmenswerts	363
3	Value-Based-Management-Ansätze zur Unternehmensbewertung	367
3.1	Economic-Value-Added (EVA)-Ansatz	367
3.1.1	Die Konzeption des EVA-Ansatzes	367
3.1.2	Ermittlung der EVAs.....	369
3.1.3	Berechnung der Kapitalkosten.....	370
3.1.4	Ermittlung des Unternehmenswerts	371
3.2	Cashflow-Added-Value (CVA)-Ansatz	373
4	Multiplikatorenmethoden	377
4.1	Börsenmultiplikatoren – Comparable-Companies-Approach	378
4.1.1	Vorgehensweise	378
4.1.2	Anwendungsvoraussetzungen	379
4.1.3	Unterscheidung Enterprise-Value- und Equity-Value-Multiplikatoren	379
4.1.4	Enterprise-Value-Multiplikatoren	380
4.1.4.1	EV/Umsatz-Multiplikator.....	380
4.1.4.2	EV/EBITDA-Multiplikator	381
4.1.4.3	EV/EBITA-Multiplikator	381
4.1.4.4	EV/EBIT-Multiplikator.....	382
4.1.5	Equity-Value-Multiplikatoren	383
4.1.5.1	Kurs/Buchwert-Multiplikator.....	383
4.1.5.2	KGV-Multiplikator	384

4.2	Transaktionsmultiplikatoren – Comparable-Transactions-Approach	386
4.3	Anwendbarkeit von Multiplikatorenmodellen	388
5	Übersicht über die Ergebnisse	391
	Zusammenfassung	395
 Teil III: Grundlagen der Akquisitionsfinanzierung		 397
1	Begriffsbestimmung	399
2	Die Herausforderungen von Akquisitionsfinanzierungen	403
3	Akquisitionsfinanzierungen und Buy-out-Finanzierungen	405
3.1	Management-Buy-out (MBO)	405
3.2	Management-Buy-in (MBI)	406
3.3	Leveraged-Buy-out (LBO)	406
4	Beteiligte Gruppen und Anlässe für Akquisitionsfinanzierungen	409
4.1	Alt-Gesellschafter	409
4.2	Finanzinvestor (Private-Equity-Investor)	410
4.3	Management	410
4.4	Banken	411
4.5	Berater	412
5	Ziele des Fremdkapitalgebers	413
5.1	Niedriger Fremdfinanzierungsanteil	413
5.2	Kreditsicherheiten	413
5.3	Syndizierungsfähigkeit des Kredits am Markt	414
5.4	Hohe Rendite	414
6	Ziele des Eigenkapitalgebers	417
6.1	Hohe Rentabilität	417
6.2	Haftungsbeschränkung	417
6.3	Hohe Flexibilität	418
6.4	Geringe Kosten	418
7	Funktionsweise eines Leveraged-Buy-out	419
7.1	Ausschöpfung des Leverage-Effekts	420
7.2	Verbesserung des Cashflows	421
7.3	Verbesserung der Bewertung des Unternehmens	422
8	Erfolgsfaktoren einer LBO-Finanzierung	425
8.1	Attraktiver Markt	425
8.2	LBO-fähiges Unternehmen	426

8.3	Wertsteigerungs- und Exit-Potenzial.....	426
8.4	Erfahrenes, kompetentes und motiviertes Management	427
8.5	Track Record und Unternehmensphilosophie des Finanzinvestors	427
8.6	Angemessener Kaufpreis.....	428
8.7	Steuroptimierung.....	431
8.8	Tragfähige Finanzierungsstruktur	431
9	Gesellschaftsrechtliche Strukturierung einer Akquisitionsfinanzierung	437
9.1	Die dreistufige Übernahmestruktur	437
9.2	Strukturierungsziele der Eigenkapitalinvestoren	439
9.3	Strukturierungsziele der Banken	439
9.4	Gesellschaftsrechtliche Grenzen der Strukturierung.....	440
10	Strukturierung der Finanzierungsinstrumente und Schuldendienstfähigkeit ...	441
10.1	Mittelverwendung und -herkunft einer Akquisitionsfinanzierung	441
10.2	Bestimmung der Schuldendienstfähigkeit	444
11	Eigenkapital in der Akquisitionsfinanzierung	447
11.1	Stammkapital.....	447
11.2	Geschafterdarlehen.....	447
12	Fremdkapital in der Akquisitionsfinanzierung	449
12.1	Senior Loan	449
12.2	Betriebsmittelkredit.....	452
13	Mezzanine-Kapital	455
13.1	Kennzeichen von Mezzanine-Kapital	455
13.2	Mezzanine-Kapital im Rahmen von Akquisitionsfinanzierungen.....	455
13.2.1	Mezzanine: Bridging the Gap	456
13.2.2	Strukturierung der Zahlungsströme und Renditeerwartungen bei Mezzanine-Finanzierungen	457
13.2.3	Vertragliche Strukturierung von Mezzanine-Finanzierungen	457
13.3	Mezzanine-Finanzierungsinstrumente	459
13.3.1	Eigenkapitalnahe Mezzanine-Instrumente	460
13.3.2	Fremdkapitalnahe Mezzanine-Instrumente	462
14	Kapitalstruktur und Kennzahlen	467
15	Vertragsgestaltung	469
15.1	Kreditvertrag	469
15.1.1	Definition der Auszahlungsvoraussetzungen (Conditions Precedent)	470
15.1.2	Zusicherungen und Gewährleistungen (Representations and Warranties).....	470
15.1.3	Covenants.....	471

15.2	Sicherheitenvertrag	475
15.3	Konsortialvertrag	475
15.4	Intercreditor-Agreement	476
15.5	Kaufvertrag	476
16	Analysen durch den Fremdkapitalgeber	477
16.1	Analyse vor Transaktionsabschluss	477
16.1.1	Business-Plan	477
16.1.2	Due Diligence	478
16.1.3	Ableitung des Financing Case auf Basis eines Finanzmodells	480
16.1.4	Strukturierung der Finanzierung und Term Sheet	480
16.1.5	Commitment Letter	481
16.1.6	Vertragsdokumentation	481
16.1.7	Syndizierung	481
16.1.8	Vertragsabschluss und Kaufpreiszahlung	483
16.2	Analyse nach Transaktionsabschluss	483
	Zusammenfassung	484
Teil IV:	Private-Equity-Finanzierungen	485
1	Begriffsbestimmungen	487
2	Anlässe der Beteiligungsfinanzierung	491
2.1	Expansion (Development Capital)	491
2.2	Bridge-Finanzierung	491
2.3	Public-to-Private (Going Private): »Delisting« von börsennotierten Gesellschaften	492
2.4	Nachfolgeregelung und Ablösung bestehender Gesellschafter	493
2.5	Spin-off	494
2.6	Private Placement	494
2.7	Turn Around	495
2.8	Branchenkonzept bzw. Buy-and-Build-Strategy	495
3	Beteiligungsarten	497
3.1	Offene Beteiligungen	497
3.2	Stille Beteiligungen	498
4	Bewertung von Private-Equity-Investments	501
4.1	Performance-Messung: Internal Rate of Return (IRR)	501
4.2	Die Herleitung des IRR	501
4.3	Berechnung des IRR	503
5	Anbietergruppen von Beteiligungskapital (Kapitalbeteiligungs- gesellschaften)	505

6 Organisatorische Aspekte	507
6.1 Aufbau von Private-Equity-Gesellschaften	507
6.1.1 Trennung von Fonds und Management	507
6.1.2 Tochtergesellschaften	508
6.2 Führungs-, Kontroll- und Beratungsorgane	509
6.3 Innere Organisation	510
7 Der Beteiligungsvertrag	511
7.1 Grundtypen des Beteiligungsgeschäfts und wesentliche Vertragsbestandteile ..	511
7.1.1 Grundtypen	511
7.1.2 Wesentliche Vertragsbestandteile	512
8 Die Arbeitsweise von Kapitalbeteiligungsgesellschaften	513
8.1 Organisatorische Maßnahmen	513
8.1.1 Personalrekrutierung: Recruiting	513
8.1.2 Akquisition von Investoren/Fund Raising	515
8.2 Projektbezogene Maßnahmen	516
8.2.1 Akquisition von Projekten: Deal-Flow	516
8.2.2 Projektprüfung: Due Diligence	517
8.2.3 Geschäftskonzept: Business-Plan	519
8.2.4 Beteiligungsverhandlung: Anreizstrukturen	519
8.2.5 Beteiligungsbetreuung: Value Added	521
8.2.6 Beteiligungsveräußerung: Exit	522
Zusammenfassung	523
Literaturverzeichnis	525
Stichwortverzeichnis	545