
Forschungsprojekt im Master

„Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis“

Sommersemester 2021 & Wintersemester 2021/22

In vielen Situationen ist es in der Praxis erforderlich, einen angemessenen oder fairen Wert eines Unternehmens zu bestimmen, z.B. bei Übernahmen, bei Aktienanalysen oder zur unternehmensinternen Investitionssteuerung. Dabei könnte man bei börsennotierten Aktiengesellschaften die Ansicht vertreten, dass der aus Angebot und Nachfrage resultierende Börsenkurs diesen angemessenen Wert darstellt. Wie können dann aber die erheblichen Preisschwankungen auf Kapitalmärkten erklärt werden? Selbst wenn der Aktienkurs stets um einen bestimmten Wert schwankte, wie kann dieser „Fundamentalwert“ ermittelt werden? Eine allgemein anerkannte Lösung für dieses Problem existiert nicht, vielmehr werden in der Praxis verschiedene Methoden angewendet; die wissenschaftliche Diskussion dauert an.

Eine Möglichkeit der Unternehmensbewertung ist die Berechnung des erwarteten Kapitalwerts zukünftiger Zahlungsströme (*Discounted Cash Flow*-Verfahren). Diese Methode ist nicht frei von komplizierten methodischen Problemen und Schwierigkeiten in der Anwendung: Welche Zahlungsströme sollten prognostiziert und dann diskontiert werden? Wie kann der Diskontierungsfaktor korrekt bestimmt werden? Wie sollte die Prognose vorgenommen werden? Können hierfür Vergangenheitswerte verwendet werden? Die in der praktischen Durchführung entstehenden Detailprobleme sind vielfältig und lassen sich oftmals nicht eindeutig lösen.

Eine andere Möglichkeit der Bewertung besteht in der Bildung sogenannter *Multiples*. Dahinter steht die Annahme, dass gewisse buchhalterische Größen wie bilanzieller Gewinn oder bilanzielles Eigenkapital oder auch marktwertorientierte Quotienten eine Aussage über den Wert eines Unternehmens erlauben. Methodisch wird dabei in der Regel ein Durchschnittswert einer relativen Kennzahl gebildet. Dafür werden mehrere Unternehmen herangezogen, die dem zu bewertenden Unternehmen möglichst ähnlich sind. Doch wie sollten diese Unternehmen ausgewählt werden? Welche Kennzahlen sind aussagekräftig? Welche Annahmen rechtfertigen diese Vorgehensweise?

In dem Forschungsprojekt werden wir uns mit diesen und verwandten Problemen intensiv beschäftigen und angemessene Lösungsmöglichkeiten diskutieren. Dabei werden wir uns im ersten Teil des Projekts (Sommersemester 2021) der Thematik theoretisch nähern, bevor im zweiten Teil (Wintersemester 2021/22) in unmittelbarer praktischer Anwendung die Bewertung bestehender Unternehmen durchgeführt wird. Dabei werden wir auf Erkenntnisse des ersten Teils zurückgreifen.

Die folgenden Modalitäten geben den Rahmen vor. Weitere Einzelheiten sowie die genaue Abfolge der Termine werden später festgelegt.

Modalitäten:

1. Das Forschungsprojekt wird im ersten Semester in Gruppen von bis zu drei Mitgliedern durchgeführt. Die Gruppen werden dabei von den Veranstaltern eingeteilt und können für das zweite Semester geändert werden.
2. In den digitalen Plenumsitzungen herrscht Anwesenheitspflicht. Unentschuldigtes Fernbleiben führt zum Ausschluss von der Veranstaltung. Bei krankheitsbedingter Abwesenheit muss ein Attest eingereicht werden, das den üblichen Anforderungen genügt.
3. Gravierende Schwierigkeiten bei der Koordination innerhalb der Gruppe sind den Veranstaltern anzuzeigen. Liegen glaubhafte Hinweise auf Trittbrettfahrerverhalten vor, wird die Teilleistung des betreffenden Studierenden mit 5,0 bewertet. Von diesem Zeitpunkt an muss dieser Studierende allein arbeiten.
4. Am Ende dieses Dokuments finden Sie ausgewählte Kapitel aus Lehrbüchern und/oder Übersichtsartikeln. Die dort vorgestellten Inhalte sind Grundvoraussetzung für die erfolgreiche Projektteilnahme und werden nicht in Form einer Vorlesung wiederholt, sondern vorausgesetzt. Eignen Sie sich diesen Stoff bitte vor Beginn der Veranstaltung an und überprüfen Sie Ihre Kenntnisse.

Vorläufige Terminplanung des ersten Teils:

1. Das erste Plenumstreffen findet am Mittwoch, den 7. April 2021 ab 8:30 Uhr in digitaler Form statt. Eine entsprechende Zoom-Einladung erhalten Sie rechtzeitig vorab. In der ersten Veranstaltung werden die Gruppeneinteilung und die weitere Terminplanung besprochen.
2. An Tagen ohne Plenumsitzungen stehen die Veranstalter für individuelle Sprechstunden (mittwochs 10:15-11:45 Uhr) in digitaler Form zur Verfügung. Bitte sprechen Sie Termine über flick@uni-trier.de oder bosl@uni-trier.de ab und verwenden Sie stets Ihre universitäre E-Mail-Adresse.
3. In den darauffolgenden Wochen soll jede Gruppe einen mündlichen Einführungsvortrag über einen bestimmten Teilkomplex der Unternehmensbewertung halten.
4. Unmittelbar nach diesen Einführungsvorträgen wird jeder Gruppe ein Unternehmen zugeteilt. Dabei können Studierende eigene Vorschläge machen.
5. Eine Hausarbeit über spezielle Teilprobleme zu dem anfangs vergebenen Themenkomplex (siehe 3.) und deren Präsentation beschließen den ersten Teil des

Forschungsprojekts. Für die schriftliche Abgabe der Hausarbeit haben die Gruppen Zeit bis zum 3.9.2021, 12:00 Uhr. Die Präsentationen finden bereits ab dem 30.06.2021 statt, so dass Feedback noch in die schriftliche Ausarbeitung einfließen kann. Die Vergabe der Hausarbeitsthemen erfolgt über die Veranstalter.

6. Die Hausarbeit darf maximal 8.000 Wörter umfassen. (Deckblatt, Gliederung, Anhang und Literaturverzeichnis zählen nicht mit.) Jeder Arbeit ist eine Gliederung und ein Literaturverzeichnis voranzustellen sowie ein Datenträger beizufügen (Inhalt: Text der Hausarbeit als MS Word- oder LaTeX-Datei sowie als pdf-Datei, alle verwendeten Quellen in elektronischer Form, soweit möglich). Auf eine sorgfältige Zitation und genaue Anfertigung des Literaturverzeichnisses ist zu achten. Falls nötig, ist auf Anleitungen zur Anfertigung wissenschaftlicher Arbeiten oder gute wissenschaftliche Zeitschriften (wie beispielsweise *The Journal of Finance*, *Review of Financial Studies* oder *Journal of Financial Economics*) als Beispiel zurückzugreifen. Die Nichtbeachtung der formalen Anforderungen wird bei der Bewertung ebenso negativ berücksichtigt wie mangelnde sprachliche oder formal-mathematische Genauigkeit. Die Hausarbeit kann in deutscher oder englischer Sprache abgegeben werden. Neben der angegebenen einführenden Literatur ist unbedingt weitere Fachliteratur selbständig zu suchen und zu verarbeiten. Der Arbeit ist eine Erklärung beizufügen, in der Sie versichern, die Leistung eigenständig erbracht und fremde Gedanken und Quellen kenntlich gemacht zu haben. Des Weiteren müssen Sie schriftlich Ihre Zustimmung bekunden, dass Ihre Arbeit mit Plagiatssoftware untersucht wird.

Bitte geben Sie drei ausgedruckte Versionen der Unternehmensbewertung mit der unterschriebenen Erklärung über das selbständige Verfassen von Arbeiten ab. Auf einem Datenträger werden die Arbeit als PDF, sowie alle zur Bewertung benötigten Daten und Quellen gespeichert und dem Lehrstuhl fristgerecht zur Verfügung gestellt. Neben einer physischen Abgabe erbitten wir eine elektronische Übermittlung der Arbeit an finance@uni-trier.de, flick@uni-trier.de und bosl@uni-trier.de innerhalb der Abgabefrist.

Vorläufige Terminplanung des zweiten Teils:

Basierend auf der angegebenen Literatur und den Inhalten der Sitzungen werden in den folgenden Wochen die zugeteilten Unternehmen aus finanzieller Perspektive beleuchtet. Das zweite Semester beginnt daher mit den Präsentationen der Jahresabschlussanalysen zu den gewählten Unternehmen. Mit der Präsentation und Abgabe der Unternehmensbewertung wird das Forschungsprojekt im Wintersemester 2021/2022 abgeschlossen.

Referatsthemen über theoretische Aspekte der Unternehmensbewertung:

1. Die Ermittlung von Eigen- und Fremdkapitalkosten
2. Die Messung und Prognose von *Cash Flows*
3. Verschiedene *DCF*-Verfahren im Vergleich (*WACC, Flow to Equity, APV,...*)
4. Relative Unternehmensbewertung mit *Multiples* und Sensitivitätsanalysen in Unternehmensbewertungen
5. Unternehmensbewertung mit Realoptionsmodellen
6. Preinreich-Lücke Theorem: Clean Surplus Relation

Terminplanung des ersten Semesters:

(Je nach Teilnehmerzahl können Terminänderungen erforderlich werden.)

Termine	Datum	Ort und Zeit
Einführungsveranstaltung	07.04.2021	digital, 8:30 Uhr
Theorievorträge Vergabe der Hausarbeitsthemen	05.05.2021	digital, 8:30 – 11:45 Uhr
Theorievorträge (Forts.)	12.05.2021	digital, 8:30 – 11:45 Uhr
Theorievorträge (Forts.)	19.05.2021	digital, 8:30 – 11:45 Uhr
Präsentation der Hausarbeitsthemen	30.06.2021	digital, 8:30 – 11:45 Uhr (Dieser Termin steht unter Vorbehalt.)
Präsentation der Hausarbeitsthemen (Forts.)	07.07.2021	digital, 8:30 – 11:45 Uhr
Präsentation der Hausarbeitsthemen (Forts.)	14.07.2021	digital, 8:30 – 11:45 Uhr
Abgabe Hausarbeit	03.09.2021	12:00 Uhr, per E-Mail

Voraussichtliche Terminplanung des zweiten Semesters:

Termine	Datum	Ort und Zeit
Präsentation der Jahresabschlussanalyse	Oktober 21	Details folgen
Präsentation der Unternehmensbewertung	Januar 22	Details folgen
Abgabe der Unternehmensbewertung	März 22	Details folgen

Einführende Literatur:

Diese Literatur wird bereits zu Beginn der Veranstaltung vorausgesetzt.

- a. A. **Damodaran** (2007): *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Foundations and Trends in Finance*, 1(8), 693-784.
- b. S. 1-24 aus A. **Damodaran** (2006): *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 2. Aufl., Wiley.
- c. S. 125-156 aus J. **Rosenbaum**, J. **Pearl** (2020): *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions and IPOs*, 3. Aufl., Wiley.

Weitere Literaturempfehlungen:

Folgende Bücher sind (zumindest) im Semesterapparat verfügbar oder demnächst verfügbar. Alle Titel behandeln im Wesentlichen das gleiche Material, legen aber andere Schwerpunkte und verfolgen verschiedene Darstellungsweisen. Für den Theorieteil ist es unbedingt notwendig, verschiedene Literaturquellen gründlich auszuwerten, auch über die hier angegebenen Quellen hinaus.

- a. W. **Ballwieser** (2011): *Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme*, 3. Aufl., Schäffer-Poeschel.
- b. A. **Damodaran** (2012): *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 3. Aufl., Elsevier.
- c. A. **Damodaran** (2006): *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 2. Aufl., Wiley.
- d. T. **Koller**, M. **Goedhart**, D. **Wessels** (2015): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 6. Aufl., Wiley.
- e. L. **Kruschwitz**, A. **Löffler** (2005): *Discounted Cash Flow: A Theory of the Valuation of Firms*, Wiley.
- f. S. **Penman** (2012): *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 5. Aufl., McGraw-Hill/Irwin.
- g. J. **Rosenbaum**, J. **Pearl** (2020): *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions, and IPOs*, 3. Aufl., Wiley.

Veranstalter:

Axel Adam-Müller, Prof. Dr.

Raum C 515, Tel. 0651-201-2725/22, adam-mueller@uni-trier.de

Annika Flick, M.Sc.

Raum C 514, Tel. 0651-201-2724, flick@uni-trier.de

Katharina Bosl, M.Sc.

Raum C 513, Tel. 0651-201-2723, bosl@uni-trier.de