

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur ersten Auflage.....	V
Vorwort zur dritten Auflage.....	VII
Verzeichnis der Tabellen.....	XVI
Verzeichnis der Abbildungen.....	XX
Verzeichnis der Übungsaufgaben.....	XXII
Verzeichnis häufig benutzter Symbole.....	XXIII
<b>1. Kapitel: Einführung.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Sicherheit.....</b>	<b>7</b>
I. Vielfalt an Methoden.....	7
II. Vorläufige Definition der bewertungsrelevanten Zahlungen.....	9
III. Einstieg in das Bewertungsproblem: Von der pay-back-Methode zum Nettokapitalwert.....	10
IV. Übungsaufgaben.....	15
V. Literaturhinweise.....	19
<b>3. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Sicherheit und steuerliche Normen.....</b>	<b>21</b>
I. Einführung: Eine einfache Gewinnsteuer.....	21
1. Annahmen.....	21
2. Gewinnsteuer und Eigenfinanzierung.....	22
3. Gewinnsteuer und Fremdfinanzierung.....	23
4. Nettokapitalwert und Mischfinanzierung.....	25
a. Nettomethode.....	26
b. Bruttomethode:.....	26
II. Vereinfachte Darstellung des deutschen Steuersystems.....	30
1. Vorbemerkung.....	30

2. Überblick.....	30
3. Substanzsteuern .....	31
a. Vermögensteuer .....	31
b. Gewerbekapitalsteuer .....	34
4. Ertragsteuern.....	35
a. Gewerbeertragsteuer.....	35
b. Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer .....	36
(1) Einkommensteuer.....	36
(2) Körperschaftsteuer und Anrechnungsverfahren.....	37
(3) Körperschaftsteuer und Halbeinkünfteverfahren.....	39
III. Eigenfinanzierung und Anrechnungsverfahren .....	41
IV. Fremdfinanzierung und Anrechnungsverfahren.....	52
V. Eigenfinanzierung und Halbeinkünfteverfahren.....	55
VI. Übungsaufgaben.....	59
VII. Literaturhinweise.....	68
<b>4. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Unsicherheit.....</b>	<b>71</b>
I. Der einperiodige Fall.....	71
1. Problembeschreibung .....	71
a. Risiko als Eigenschaft des Projektes .....	71
b. Risikobeitrag im Rahmen des Entscheidungsfeldes .....	75
2. Individuelle Risikoneigung, Erwartungswert und Sicherheitsäquivalent .....	76
3. Nettokapitalwert und Unsicherheit .....	77
II. Der mehrperiodige Fall.....	80
III. Mehrstufige Entscheidungen .....	85
IV. Zwischenergebnisse .....	90
V. Übungsaufgaben.....	91
VI. Komplexitätsreduktion .....	97
1. Problem .....	97
2. Erste Vereinfachung.....	99
3. Zweite Vereinfachung .....	105
VII. Literaturhinweise.....	112

<b>5. Kapitel: Unternehmensbewertung</b> .....	115
I. Einleitung.....	115
II. Fragestellungen und Wertkonzeptionen.....	118
1. Anlässe zur Bewertung von Unternehmen oder Unterneh- mensanteilen .....	118
2. Bewertungszwecke und Wertkonzeptionen .....	124
III. Zwei Konzeptionen der Gewinnung von Barwerten (Grenzprei- sen).....	132
1. Individualistischer Ansatz .....	133
2. Marktmäßig objektivierte Risikoprämie .....	137
IV. Welche Überschüsse sind entziehbar (ausschüttbar)? .....	140
1. Das Prinzip .....	140
2. Eine einfache Definition für entziehbare Überschüsse (freie Cash-flows) .....	140
3. Modifikationen durch Ausschüttungssperren und steuerli- che Überlegungen im Anrechnungsverfahren.....	142
4. Modifikationen durch Ausschüttungssperren und steuerli- che Überlegungen im Halbeinkünfteverfahren .....	147
5. Entziehbare Überschüsse, Steuern und Rechnungslegungs- normen.....	150
1. Fall: Jahresüberschuß-bezogene Vollausschüttung.....	154
2. Fall: Jahresüberschuß-bezogene Teilausschüttung.....	158
6. Entziehbare Überschüsse und Kapitalstruktur – ein Beispiel.....	161
a. Problem.....	161
b. Ein Beispiel.....	162
7. Ergebnisse.....	172
8. Übungsaufgaben.....	174
V. Unternehmensgesamtwert und Kapitalstruktur - Einführung .....	176
1. Das Problem: Der Einfluß der Kapitalstruktur .....	176
2. Eine Welt mit einer einfachen Gewinnbesteuerung.....	185
3. Eine Welt mit Doppelbesteuerung.....	188
4. Ein Beispiel .....	191
5. Kapitalkosten und deutsche steuerliche Regelungen .....	193

a.	Anrechnungsverfahren und Substanzsteuern.....	194
b.	Anrechnungsverfahren ohne Substanzsteuern.....	198
c.	Halbeinkünfteverfahren.....	199
6.	Zwischenergebnisse.....	202
VI.	Discounted Cash-flow-Methoden - Überblick.....	204
1.	Überblick und Beispiel.....	204
2.	Informationsbasis und Anwendbarkeit der Ansätze im Fall der unendlichen Rente.....	211
VII.	Unternehmensgesamtwert und Finanzierungsstrategie.....	214
1.	Erläuterung des Problems.....	214
2.	Atmende Finanzierungspolitik und WACC-Ansatz.....	215
a.	Ein Beispiel und eine vorläufige Lösung.....	215
b.	Die Argumentation von Milles/Ezzell.....	218
c.	Eine praktikable Vereinfachung.....	225
d.	Zwischenergebnis.....	226
3.	Autonome Finanzierungsstrategie.....	327
a.	Vorläufige Kennzeichnung.....	227
b.	Ein Beispiel.....	228
VIII.	APV-Ansatz.....	231
1.	Konzeption.....	231
2.	Anwendung des APV-Ansatzes im Anrechnungsverfahren.....	232
a.	Ermittlung des Wertes bei ausschließlicher Eigenfinan- zierung.....	234
b.	Werteinfluß der Ausschüttungsstrategie.....	237
c.	Werteinfluß der Kapitalstruktur (Unternehmensteuer- effekt).....	238
d.	Werteinflüsse durch Rückstellungsbildung und Tilgung von Fremdkapital (Einkommensteuereffekt).....	240
e.	Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals und Einschät- zung des Ansatzes.....	246
3.	APV-Ansatz und Halbeinkünfteverfahren.....	251
a.	Ermittlung des Wertes bei ausschließlicher Eigenfinan- zierung.....	251

b. Werteeinfluß der Kapitalstruktur (Unternehmensteuer- effekt).....	253
c. Einkommensteuereffekte .....	255
d. Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals .....	271
IX. WACC-Ansatz.....	273
1. Konzeption und Anwendungsprobleme .....	273
2. Autonome Finanzierungsstrategie und periodenspezifische durchschnittliche Kapitalkosten .....	275
a. Charakterisierung .....	275
b. Einfache Gewinnbesteuerung und periodenspezifische durchschnittliche Kapitalkosten .....	276
c. Ein Beispiel .....	278
d. Lösung über einen „stellvertretenden WACC“?.....	280
e. Deutsches Steuersystem (Anrechnungsverfahren) und periodenspezifische Kapitalkosten .....	282
f. Zum Einfluß von Pensionsrückstellungen.....	284
3. Atmende Finanzierungsstrategie und WACC.....	287
a. Ausgangspunkt .....	287
b. Anwendung auf die Value AG .....	289
c. Folgt aus der Konstanz von L ein zeitinvarianter Satz WACC? .....	291
d. Ein Beispiel: Value AG .....	293
4. Zur Berücksichtigung von Finanzierungs-Leasing- Verträgen.....	297
X. Equity-Ansatz (Ertragswert-Methode).....	300
1. Konzeption .....	300
2. Equity-Ansatz vs. Ertragswert-Methode.....	302
3. Der Equity-Ansatz als geeignetes Referenzmodell?.....	304
4. Übungsaufgaben .....	308
5. Literaturhinweise zu den Abschnitten I. – X. ....	318
XI. Eigenkapitalkosten (geforderte Renditen) im individualistischen Ansatz.....	326
1. Prinzip .....	326
2. Der mehrperiodige Fall – Unabhängigkeit .....	327

3.	Der mehrperiodige Fall – Abhängigkeit .....	331
4.	Eine Besonderheit: Die Bewertung erwarteter Auszahlungen .....	335
5.	Logische Grenzen für Risikozuschläge .....	338
6.	Ballwieser`s Konzept der Risiko-Linearisierung .....	341
7.	Das Problem des Basiszinsfußes .....	343
XII.	Eigenkapitalkosten (geforderte Renditen) im marktorientierten Ansatz .....	350
1.	Prinzip .....	350
2.	Der mehrperiodige Fall .....	357
3.	Vereinfachung der Rechenregeln .....	363
4.	Konstante Risikozuschläge im Zeitablauf .....	365
5.	Beta-Werte und Beta-Zerlegung .....	367
6.	Beta-Werte und unterschiedlich riskante Vermögensgegenstände .....	371
7.	Beta-Werte und ausfallbedrohte Ansprüche von Gläubigern .....	372
8.	Übungsaufgaben .....	374
9.	Literaturhinweise zu den Abschnitten XI. und XII. ....	389
XIII.	Finanzierungsstrategie und Wert steuerlicher Vorteile .....	397
XIV.	Anhänge zum 5. Kapitel .....	407
<b>6. Kapitel: Sonderprobleme</b> .....		<b>429.</b>
I.	Bewertung und Geldentwertung .....	429
1.	Preissteigerungen und Bewertung - Das Prinzip .....	429
2.	Preissteigerungen und entziehbare Überschüsse .....	430
3.	Preissteigerungen, Überwälzbarkeit und Bewertung .....	432
4.	Unsichere Überschüsse und sichere Preissteigerungen .....	435
5.	Unsichere Überschüsse und unsichere Preissteigerungen ....	438
6.	Literaturhinweise .....	444
II.	Bewertung und Verlustvorträge .....	446
1.	Das Problem .....	446
2.	Ein einfaches Beispiel: Sicheres zukünftig zu versteuerndes Einkommen .....	450

a. Aufbau des Kalküls .....	450
b. Die Struktur des verwendbaren Eigenkapitals im Bewertungszeitpunkt .....	451
c. Die Verwendung der Mittel auf Unternehmensebene ....	453
d. Bewertung eines körperschaftsteuerlichen Verlustvor- trages .....	454
e. Kombination von gewerbesteuerlichem und körper- schaftsteuerlichem Verlustvortrag .....	459
f. Folgerungen .....	463
3. Unsicheres zukünftig zu versteuerndes Einkommen .....	466
4. Verlustvorträge und angemessene Abfindung .....	466
5. Zusammenfassung .....	468
6. Literaturhinweise .....	469
III. Bewertung und sonstige Rückstellungen .....	472
1. Die Fragestellung .....	472
2. Zahlungswirkungen von sonstigen Rückstellungen .....	472
3. Der Beitrag von sonstigen Rückstellungen zum Unterneh- menswert .....	478
a. APV-Ansatz und Ausschüttungssperre .....	478
b. Kapitalstruktur-Modelle als Startpunkt .....	480
c. Rückstellungen repräsentieren sichere Ansprüche .....	482
d. Rückstellungen repräsentieren unsichere Ansprüche .....	483
4. Literaturhinweise .....	485
Lösungshinweise zu den Übungsaufgaben .....	487
Zinsfaktoren .....	501

## Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 1: Verwendete Methoden der Investitionsrechnung: Ergebnisse der Untersuchung von Grabbe.....	7
Tabelle 2: Verwendete Methoden der Investitionsrechnung: Ergebnisse der Untersuchung von Bröer/Däumler.....	8
Tabelle 3: Überblick über Bemessungsgrundlagen und Steuersätze im deutschen Steuersystem bis 1996.....	32
Tabelle 4: Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Eigenfinanzierung und Thesaurierung unter Beachtung von Substanzsteuern.....	45
Tabelle 5: Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Eigenfinanzierung und Thesaurierung unter Ausblendung von Substanzsteuern.....	48
Tabelle 6: Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Eigenfinanzierung und Ausschüttung der finanziellen Überschüsse unter Ausblendung von Substanzsteuern.....	51
Tabelle 7: Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Fremdfinanzierung und Thesaurierung unter Ausblendung von Substanzsteuern.....	53
Tabelle 8: Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Fremdfinanzierung und Ausschüttung der finanziellen Überschüsse unter Ausblendung von Substanzsteuern.....	54
Tabelle 9: Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Eigenfinanzierung und Thesaurierung.....	55
Tabelle 10: Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Eigenfinanzierung und Ausschüttung der finanziellen Überschüsse.....	56
Tabelle 11: Anlässe für eine Unternehmensbewertung.....	119
Tabelle 12: Vereinfachte Bilanz.....	150
Tabelle 13: Vereinfachte Gewinn- und Verlustrechnung.....	151



Tabelle 14: Plan-Bilanzen und Plan-GuV-Rechnungen der Value AG.....	163
Tabelle 15: Finanzplan der Value AG.....	164
Tabelle 16: GuV bei reiner Eigenfinanzierung und vorgegebener Ausschüttungspolitik der Value AG.....	167
Tabelle 17: Ausschüttungen der Value AG bei ausschließlicher Eigenfinanzierung und residualer Ausschüttungspolitik.....	168
Tabelle 18: Ermittlung der residualen Ausschüttungen bei Eigenfinanzierung.....	169
Tabelle 19: Plan-GuV-Rechnungen und Ausschüttungen der Value AG im Halbeinkünfteverfahren.....	171
Tabelle 20: Ausschüttungen der Value AG bei ausschließlicher Eigenfinanzierung und residualer Ausschüttungspolitik im Halbeinkünfteverfahren.....	172
Tabelle 21: Marktwertvorsprünge verschuldeter Unternehmen im Anrechnungsverfahren unter Beachtung von Substanzsteuern.....	196
Tabelle 22: Überblick über DCF-Methoden.....	205
Tabelle 23: Bewertung bei bekannter geforderter Rendite $k$ .....	212
Tabelle 24: Bewertung bei bekannter geforderter Rendite $k^F$ .....	213
Tabelle 25: Atmende Finanzierungsstrategie und Bewertung der steuerlichen Vorteile gemäß ME.....	222
Tabelle 26: Marktwerte und Kapitalkostensätze in den Bewertungssystemen von MM und ME für $k_s^F = 0,1864$ .....	223
Tabelle 27: Marktwerte und Kapitalkostensätze in den Bewertungssystemen von MM und ME für $k_s = 0,16$ .....	224
Tabelle 28: Marktwerte und Kapitalkostensätze im Bewertungssystem von Harris/Pringle (HP) für $k_s^F = 0,1864$ und $k_s = 0,16$ .....	226
Tabelle 29: Marktwerte und Wert der steuerlichen Vorteile in verschiedenen Bewertungssystemen für den Fall $k_s = 0,16$ .....	227
Tabelle 30: Ermittlung der residualen Ausschüttungen bei Eigenfinanzierung.....	235
Tabelle 31: Verfügbare Überschüsse der Ausschüttungsempfänger nach Einkommensteuer bei Eigenfinanzierung und residualer Ausschüttung.....	236

<b>Tabelle 32: Verfügbare Überschüsse der Ausschüttungsempfänger bei Eigenfinanzierung und Schütt-aus-hol-zurück-Politik.....</b>	<b>238</b>
<b>Tabelle 33: Durch die realisierte Kapitalstruktur erzielbare steuerliche Vorteile.....</b>	<b>239</b>
<b>Tabelle 34: Vergleich der Zahlungen bei reiner Eigenfinanzierung und realisierter Kapitalstruktur.....</b>	<b>242</b>
<b>Tabelle 35: Einkommensteuereffekte bei Wahl des Bezugspunktes „residuale Ausschüttung“.....</b>	<b>244</b>
<b>Tabelle 36: Durch die realisierte Kapitalstruktur erzielbare steuerliche Vorteile im Halbeinkünfteverfahren.....</b>	<b>254</b>
<b>Tabelle 37: Vergleich der Zahlungen bei reiner Eigenfinanzierung und realisierter Kapitalstruktur im Halbeinkünfteverfahren vor Einkommensteuer.....</b>	<b>255</b>
<b>Tabelle 38: Zahlungen an Kapitalgeber und Fiskus in Periode 1... ..</b>	<b>256</b>
<b>Tabelle 39: Einkommensteuereffekte.....</b>	<b>265</b>
<b>Tabelle 40(a):Bewertungsrelevante Zahlungen der Value AG bei Finanzierung mit Eigenkapital und Pensionsrückstellungen im Halbeinkünfteverfahren.....</b>	<b>269</b>
<b>Tabelle 41: Kosten des Eigenkapitals und durchschnittliche Kapitalkosten bei autonomer Finanzierungsstrategie.....</b>	<b>279</b>
<b>Tabelle 40(b):Bewertungsrelevante Zahlungen der Value AG bei Finanzierung mit Eigenkapital und Pensionsrückstellungen im Anrechnungsverfahren.....</b>	<b>294</b>
<b>Tabelle 42: Von den Eigentümern geforderte Renditen bei Finanzierung durch Eigenkapital und Pensionsrückstellungen.....</b>	<b>295</b>
<b>Tabelle 43: Entziehbare Überschüsse, Kosten und Wert des Eigenkapitals bei Anwendung des Equity-Ansatzes.....</b>	<b>302</b>
<b>Tabelle 44: Durchschnittliche nominale Renditen unterschiedlicher Anlageformen.....</b>	<b>353</b>
<b>Tabelle 45: Ergebnisplanung für die Jahre 1993 bis 1998 und Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse für die Deckel AG.....</b>	<b>381</b>
<b>Tabelle 46: Bilanz der Deckel AG zum 31.12.1992.....</b>	<b>383</b>
<b>Tabelle 47: Nominale und reale Rechnungen.....</b>	<b>438</b>
<b>Tabelle 48: Entwicklung der zu thesaurierenden Beträge und des Finanzanlagevolumens im Fall A (Angaben in TDM).....</b>	<b>457</b>

Tabelle 49: Entwicklung der zu thesaurierenden Beträge und des Finanzanlagevolumens im Fall B (Angaben in TDM).....	457
Tabelle 50: Entwicklung der zu thesaurierenden Beträge, der Finanzanlagen und der Verlustvorträge im Fall A (Angaben in TDM).....	460
Tabelle 51: Entwicklung der thesaurierten Beträge und der Finanzanlagen bei fehlenden Verlustvorträgen im Fall B (Angaben in TDM).....	461
Tabelle 52: Den Verlustvorträgen zurechenbare Steuerersparnisse....	462
Tabelle 53: Ausschüttungen des RS-Unternehmens.....	475
Tabelle 54: Ausschüttungen des V-Unternehmens.....	476

## Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 1:	Vorteilhaftigkeit des Investitionsprojekts bei Geltung des Anrechnungs- bzw. des Halbeinkünfteverfahrens.....	57
Abbildung 2:	Zustandsbaum für ein Projekt mit einer Nutzungsdauer von zwei Perioden.....	80
Abbildung 3:	Reduzierter Zustandsbaum.....	81
Abbildung 4:	Zustandsbaum des Beispiels.....	82
Abbildung 5:	Ermittlung des $BKW_0$ mit Hilfe eines Zustandsbaumes.....	84
Abbildung 6:	Entscheidungsbaum des Beispiels.....	86
Abbildung 7:	Reduzierter Entscheidungsbaum des Beispiels.....	88
Abbildung 8:	Entscheidungssituation des Investors M.....	101
Abbildung 9:	Zustandsbaum.....	103
Abbildung 10:	Anforderungen an eine marktmäßig objektivierte Risikoprämie.....	139
Abbildung 11:	Individualistischer und marktmäßig objektivierter Ansatz.....	139
Abbildung 12:	Rendite- und Risikoeffekt.....	180
Abbildung 13:	Bewertung gemäß APV-Ansatz.....	206
Abbildung 14:	Bewertung gemäß WACC-Ansatz.....	207
Abbildung 15:	Bewertung gemäß Capital Cash-flow-Ansatz.....	210
Abbildung 16:	Bewertung gemäß Equity-Ansatz.....	211
Abbildung 17:	Arbeitsweise des APV-Ansatzes im Anrechnungsverfahren.....	246
Abbildung 18:	Arbeitsweise des APV-Ansatzes im Halbeinkünfteverfahren.....	272
Abbildung 19:	Zu bewertendes Projekt (A).....	357
Abbildung 20:	Zu bewertendes Projekt (B).....	360

<b>Abbildung 21:</b>	<b>Zu bewertendes Projekt .....</b>	<b>366</b>
<b>Abbildung 22:</b>	<b>Projekt bei Eigenfinanzierung.....</b>	<b>399</b>
<b>Abbildung 23:</b>	<b>Steuerliche Vorteile bei autonomer Finanzierung.....</b>	<b>400</b>
<b>Abbildung 24:</b>	<b>Herstellung gleicher erwarteter Fremdkapitalbestände bei atmender Finanzierungsstrategie.....</b>	<b>402</b>
<b>Abbildung 25:</b>	<b>Steuerliche Vorteile bei atmender Finanzierungsstrategie.....</b>	<b>402</b>
<b>Abbildung 26:</b>	<b>Bestimmungsgrößen des Wertes von steuerlichen Verlustvorträgen.....</b>	<b>449</b>

## Verzeichnis der Übungsaufgaben

Aufgabe 1 .....	15
Aufgabe 2 .....	15
Aufgabe 3 .....	16
Aufgabe 4 .....	17
Aufgabe 5 .....	18
Aufgabe 6 .....	59
Aufgabe 7 .....	60
Aufgabe 8 .....	61
Aufgabe 9 .....	62
Aufgabe 10 .....	66
Aufgabe 11 .....	67
Aufgabe 12 .....	91
Aufgabe 13 .....	92
Aufgabe 14 .....	93
Aufgabe 15 .....	95
Aufgabe 16 .....	174
Aufgabe 17 .....	308
Aufgabe 18 .....	309
Aufgabe 19 .....	311
Aufgabe 20 .....	314
Aufgabe 21 .....	315
Aufgabe 22 .....	317
Aufgabe 23 .....	374
Aufgabe 24 .....	376
Aufgabe 25 .....	378
Aufgabe 26 .....	384
Aufgabe 27 .....	385
Aufgabe 28 .....	387