

# Inhaltsverzeichnis

<b>Finanzmathematisches Alphabet</b>	<b>XV</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>XIX</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>XIX</b>
<b>A. Einleitung</b> .....	<b>1</b>
1. Hinführung .....	1
2. Gang der Arbeit .....	5
<b>B. Unternehmensbewertung</b> .....	<b>7</b>
1. Kapitalwertmethode .....	8
2. Steuersysteme .....	12
2.1 Einfache Gewinnsteuer .....	13
2.1.1 Annahmen .....	13
2.1.2 Eigenfinanzierung bei einfacher Gewinnsteuer .....	14
2.1.3 Ausschüttung oder Thesaurierung bei einfacher Gewinnsteuer .....	15
2.1.4 Mischfinanzierung bei einfacher Gewinnsteuer .....	17
2.1.5 Vergleich von Eigen- und Mischfinanzierung bei einfacher Gewinnsteuer .....	19
2.2 Halbeinkünfteverfahren .....	22
2.2.1 Gewerbeertragsteuer .....	23
2.2.2 Körperschaftsteuer .....	24
2.2.3 Einkommensteuer .....	24
2.2.4 Eigenfinanzierung im Halbeinkünfteverfahren .....	27
2.2.5 Ausschüttung oder Thesaurierung im Halbeinkünfteverfahren .....	29
2.2.6 Mischfinanzierung im Halbeinkünfteverfahren .....	31
2.2.7 Vergleich von Eigen- und Mischfinanzierung im Halbeinkünfteverfahren .....	33
2.2.8 Exkurs: Häufige Abzugsfähigkeit privater Fremdkapitalzinsen .....	37
2.3 Zusammenfassung und Folgerungen .....	43
3. Berücksichtigung von Risiko .....	46
3.1 Grundlagen .....	46
3.2 Ansätze zur Berücksichtigung von Risiko .....	48
3.3 Das CAPM im Ein-Perioden Fall .....	52
3.4 Das CAPM im Mehr-Perioden Fall .....	56

3.5	Das CAPM unter Einfluss von Steuern.....	57
3.5.1	Einfache Gewinnsteuer.....	57
3.5.2	Halbeinkünfteverfahren.....	58
3.6	Kritische Würdigung.....	61
4.	Finanzierungspolitik und Wertbeitrag des Fremdkapitals.....	63
5.	Discounted Cash Flow-Verfahren.....	66
5.1	APV-Ansatz.....	67
5.1.1	APV-Ansatz bei einfacher Gewinnsteuer.....	68
5.1.2	APV-Ansatz im Halbeinkünfteverfahren.....	72
5.2	WACC-Ansatz.....	74
5.2.1	WACC-Ansatz bei einfacher Gewinnsteuer.....	75
5.2.2	WACC-Ansatz im Halbeinkünfteverfahren.....	79
5.3	Equity-Ansatz.....	81
5.3.1	Equity-Ansatz bei einfacher Gewinnsteuer.....	81
5.3.2	Equity-Ansatz im Halbeinkünfteverfahren.....	84
5.4	Exkurs: DCF-Verfahren und häftige Abzugsfähigkeit privater Fremdkapitalzinsen.....	84
5.5	Zusammenfassung und kritische Würdigung der DCF-Verfahren..	90
5.5.1	Vergleich der Discounted Cash Flow-Verfahren.....	90
5.5.2	Zusammenfassende Darstellung der Discounted Cash Flow-Verfahren.....	93
6.	Verfeinerung der Kapitalstruktur.....	97
6.1	Klassisches Fremdkapital.....	98
6.2	Lieferantenkredite.....	98
6.3	Erhaltene Anzahlungen.....	105
6.4	Rückstellungen.....	106
6.4.1	Operative Rückstellungen.....	108
6.4.2	Nicht operative Rückstellungen.....	111
6.5	Leasing.....	115
6.5.1	Operatives Leasing.....	117
6.5.2	Finanzierungs-Leasing.....	121
6.6	Ausfallbedrohtes Fremdkapital.....	122
6.6.1	Unterschiedliches Risiko bei Kapitaldienst und Tax Shield	125
6.6.2	Annäherung im mehrperiodigen Fall.....	128
6.6.3	Homogenes Risiko bei Kapitaldienst und Tax Shield.....	132
6.6.4	Kapitalkosten bei Eigenfinanzierung, Eigenkapitalkosten und Beta-Umrechnung.....	135
6.7	Bewertung bei verfeinerter Kapitalstruktur.....	137
7.	Zusammenfassung.....	144

<b>C. Residualgewinne .....</b>	<b>147</b>
1. Residualgewinne und Performancemessung .....	147
2. Residualgewinne und Barwertkompatibilität .....	149
2.1 Das Lücke-Theorem .....	149
2.2 Residualgewinn und Barwertkompatibilität bei komplexen Abweichungen zwischen Gewinn und Zahlungsüberschuss .....	153
2.3 Residualgewinn und Barwertidentität? .....	159
3. Residualgewinne mit Steuern, Risiko und Mischfinanzierung .....	161
3.1 APV-basiertes Residualgewinnkonzept .....	161
3.2 WACC-basiertes Residualgewinnkonzept .....	164
3.2.1 Marktwertbasierter vs. buchwertbasierter Ansatz .....	164
3.2.2 WACC-Residualgewinne im komplexen Model .....	167
3.3 Vergleich von APV- und WACC-basierten Residualgewinnkonzepten .....	168
3.4 Verkürzter WACC-Ansatz – Vereinfachung oder Fehlerquelle? ..	170
3.4.1 Verkürzter WACC-Ansatz und Barwertkompatibilität .....	170
3.4.2 Kombination aus Equity- und WACC-Ansatz .....	175
3.4.3 Verkürzter WACC-Ansatz und Performancesignale .....	179
4. Residualgewinne und Barwertidentität! .....	181
4.1 APV-Residualgewinne, Nettokapitalwert und Net Value Created	186
4.1.1 Performancemessung bei Eigenfinanzierung .....	186
4.1.2 Fremdkapitaleffekte .....	193
4.1.3 Performancemessung bei Mischfinanzierung .....	198
4.2 WACC-Residualgewinne, Nettokapitalwert und Net Value Created .....	202
4.3 Implikationen für die Performancemessung .....	206
5. Kritische Würdigung des buchwertbasierten Residualgewinns .....	209
5.1 Kapitalbasis und Aussagekraft des periodischen Residualgewinns .....	210
5.2 CAPM und Anreizgestaltung .....	214
5.2.1 Buchwertbasierter Residualgewinn im Ein-Perioden Fall ...	214
5.2.2 Buchwertbasierter Residualgewinn im Mehr-Perioden Fall	222
5.2.3 Net Value Created und Anreizgestaltung .....	224
6. Zusammenfassung und Empfehlung .....	226
 <b>D. Residualgewinne in multidivisionalen Unternehmen –</b>	
<b>ausgewählte Fragestellungen .....</b>	<b>230</b>
1. Vorüberlegungen .....	231
1.1 Multidivisionale Unternehmen – Archetypen und organisatorische Verflechtung .....	231
1.2 Segmentberichterstattung und Clean Surplus Accounting .....	233

1.2.1	Segmentabgrenzung und Ermittlungsgrundsätze für Segmentdaten .....	234
1.2.2	Mindestanforderungen zur Segmentberichterstattung.....	235
1.2.3	Auswirkung auf die Performancemessung.....	239
2.	Divisionen mit unterschiedlichem Risiko im Residualgewinnkonzept .....	243
2.1	Vergleich von Divisionen mit unterschiedlichem Risiko über periodische Residualgewinne.....	243
2.1.1	Residualgewinne auf Basis des WACC-Ansatzes.....	244
2.1.2	Residualgewinne auf Basis des APV-Ansatzes.....	247
2.1.3	Sicherheitsäquivalente im Residualgewinnkonzept .....	250
2.2	Aggregation divisionaler Residualgewinne .....	256
2.3	Fazit .....	257
3.	Zentral organisierte Refinanzierung .....	258
3.1	Darstellung in den Jahresabschlüssen .....	260
3.2	Bewertung im APV-Ansatz.....	262
3.3	Bewertung im WACC-Ansatz.....	267
3.4	APV-Residualgewinn und Sicherheitsäquivalente .....	270
3.5	WACC-Residualgewinn und Sicherheitsäquivalent .....	273
3.6	Fazit .....	276
4.	Zentrale Kassenhaltung – Cash-Pooling.....	277
4.1	<i>Cash-Pooling und Clean Surplus Accounting</i> .....	277
4.2	Cash-Pooling und Verzerrung der Residualgewinne.....	279
4.2.1	Operativer Residualgewinn im APV-Ansatz.....	280
4.2.2	WACC-Residualgewinn .....	282
4.2.3	WACC-Residualgewinn und verkürzte Kapitalstruktur.....	282
4.3	Barwertkompatibilität durch Korrektur der Segmentberichterstattung .....	286
5.	Akquisitionen.....	289
5.1	Modularer Residualgewinn, Bewertung und Performancemessung bei Akquisitionen.....	290
5.2	Goodwill, Clean Surplus Accounting und Performancesignale ....	295
<b>E.</b>	<b>Zusammenfassung und Empfehlung .....</b>	<b>301</b>
1.	Zusammenfassung .....	301
2.	Empfehlung.....	309
<b>F.</b>	<b>Anhang.....</b>	<b>311</b>
1.	Herleitung der periodischen Tax Shields und der Eigenkapitalkosten.....	311
1.1	Periodische Tax Shields mit privaten Finanzanlagen .....	311

1.2	Periodische Tax Shields mit privatem Fremdkapital .....	311
1.3	Eigenkapitalkosten mit privaten Finanzanlagen .....	312
1.4	Eigenkapitalkosten mit privatem Fremdkapital .....	312
2.	Beta-Zerlegung .....	312
3.	Herleitungen zu den DCF-Verfahren.....	314
3.1	WACC-Ansatz bei einfacher Gewinnsteuer .....	314
3.1.1	Autonome Finanzierungsstrategie und Nicht-Rentenfall .....	314
3.1.2	Atmende Finanzierungsstrategie und Rentenfall.....	316
3.1.3	Atmende Finanzierungsstrategie und Nicht-Rentenfall .....	317
3.2	WACC-Ansatz und Halbeinkünfteverfahren .....	318
3.2.1	Autonome Finanzierungsstrategie und Nicht-Rentenfall .....	318
3.2.2	Atmende Finanzierungsstrategie und Nicht-Rentenfall .....	319
3.3	Equity-Ansatz bei einfacher Gewinnsteuer.....	319
3.3.1	Autonome Finanzierungsstrategie und Nicht-Rentenfall .....	319
3.3.2	Atmende Finanzierungsstrategie und Nicht-Rentenfall .....	320
4.	Herleitungen und Beispiele zur Verfeinerung der Kapitalstruktur... ..	320
4.1	WACC- und Equity-Ansatz mit Lieferantenkrediten .....	320
4.2	Lieferantenkredite im Beispiel .....	321
4.3	Erhaltene Anzahlungen und Risikoabsicherung .....	323
4.4	WACC- und Equity-Ansatz mit operativen Rückstellungen .....	324
4.5	WACC- und Equity-Ansatz mit nicht operativen Rückstellungen .....	325
4.6	Operatives Leasing und Bewertung .....	326
4.7	APV-Ansatz bei unterschiedlichen Erwartungen von Eigentümern und Gläubigern .....	329
5.	Bewertung und Residualgewinnkonzept bei „unreiner“ Eigenfinanzierung.....	331
5.1	APV-Ansatz mit operativem Fremdkapital.....	331
5.2	WACC-Satz bei „unreiner“ Eigenfinanzierung .....	331
6.	Residualgewinne und periodischer Nettokapitalwert .....	333
6.1	NVC bei Eigenfinanzierung.....	333
6.2	Net Value Created über MVC und CFC .....	333
6.3	Simpel AG mit Planabweichung und bei Eigenfinanzierung .....	335
6.4	Veränderung von Nettokapitalwertbeitrag und Net Value Created des Fremdkapitals.....	336
7.	Die Komplex AG als multidivisionales Unternehmen.....	337
7.1	Darstellung bei Eigenfinanzierung.....	337
7.1.1	Zentrale .....	337
7.1.2	Division KG.....	338
7.1.3	Division PG.....	339
7.1.4	Teildivision EK.....	340
7.1.5	Teildivision RI .....	341
7.2	Darstellung bei Mischfinanzierung .....	342

7.2.1	Zentrale .....	342
7.2.2	Division KG .....	343
7.2.3	Division PG .....	345
7.2.4	Teildivision EK .....	346
7.2.5	Teildivision RI .....	348
7.3	Bewertung .....	349
7.3.1	Zentrale .....	349
7.3.2	Division KG .....	351
7.3.3	Division PG .....	352
7.3.4	Teildivision EK .....	354
7.3.5	Teildivision RI .....	355
7.4	Residualgewinne und Sicherheitsäquivalente .....	357
7.4.1	Zentrale .....	357
7.4.2	Division KG .....	359
7.4.3	Division PG .....	360
7.5	Division PG bei „unreiner“ Eigenfinanzierung .....	362
7.6	Sicherheitsäquivalent von risikobehafteten Größen .....	364
8.	Die Simpel AG als Akquisitionsobjekt .....	370

**Literaturverzeichnis**

**XXXIII**

**Verzeichnis der Gesetze**

**LVI**

**Verzeichnis der Standards**

**LVI**