

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
 1. Kapitel: Einführung	 1
 2. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Sicherheit	 7
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
 3. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Sicherheit und steuerliche Normen	 21
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. Gewerbesteuer	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
4. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Unsicherheit.....	71
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

5. Kapitel: Unternehmensbewertung	115
I. Einleitung	115
II. Fragestellungen und Wertkonzeptionen	118
1. Anlässe zur Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensanteilen	118
2. Bewertungszwecke und Wertkonzeptionen	124
III. Zwei Konzeptionen der Gewinnung von Barwerten (Grenzpreisen)	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 steuerliche Überlegungen im Anrechnungsverfahren	142
4. Modifikationen durch Ausschüttungssperren und steuerliche Überlegungen im Halbeinkünfteverfahren	147
5. Entziehbare Überschüsse, Steuern und Rechnungslegungsnormen	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
6. Kapitel: Sonderprobleme.....	429
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: Ergeb- nisse 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 Ei- genfinanzierung und Thesaurierung unter Beachtung von Substanzsteuern.....	45
Tabelle 5:	Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Ei- genfinanzierung und Thesaurierung unter Ausblendung von Substanzsteuern.....	48
Tabelle 6:	Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Ei- genfinanzierung und Ausschüttung der finanziellen Über- schüsse unter Ausblendung von Substanzsteuern.....	51
Tabelle 7:	Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Fremdfinanzierung und Thesaurierung unter Ausblen- dung von Substanzsteuern.....	53
Tabelle 8:	Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Fremdfinanzierung und Ausschüttung der finanziellen Überschüsse unter Ausblendung von Substanzsteu- ern.....	54
Tabelle 9:	Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Ei- genfinanzierung und Thesaurierung.....	55
Tabelle 10:	Ermittlung der Nettoeinzahlungen bei vollständiger Ei- genfinanzierung und Ausschüttung der finanziellen Über- schüsse.....	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

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

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

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

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