

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur sechsten Auflage.....	VII
Vorwort zur ersten Auflage.....	IX
Tabellenverzeichnis.....	XIX
Abbildungsverzeichnis.....	XXV
Verzeichnis häufig benutzter Symbole.....	XXIX
1. Kapitel: Einführung.....	1
2. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Sicherheit.....	5
I. Vielfalt an Methoden.....	5
II. Vorläufige Definition der bewertungsrelevanten Zahlungen.....	6
III. Einstieg in das Bewertungsproblem: Von der Pay-back-Methode zum Nettokapitalwert.....	7
IV. Literaturhinweise.....	11
3. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Sicherheit und steuerliche Normen.....	13
I. Einführung: Ein Standardmodell.....	13
1. Annahmen.....	13
2. Nettokapitalwert bei Eigenfinanzierung.....	14
3. Nettokapitalwert bei Fremdfinanzierung.....	15
4. Nettokapitalwert bei Mischfinanzierung.....	16
a. Nettomethode.....	16
b. Bruttomethode.....	17
II. Eine Einführung in das deutsche Steuersystem.....	19
1. Vorbemerkung.....	19
2. Gewerbeertragsteuer.....	20
3. Körperschaftsteuer.....	21
4. Kombinierte Unternehmensteuer.....	21
5. Einkommen- bzw. Abgeltungsteuer.....	22
III. Entscheidung über eigenfinanzierte Investitionen.....	23
IV. Entscheidung über fremdfinanzierte Investitionen.....	27
V. Zum Vergleich des Steuersystems nach Reform mit dem Halbeinkünfte- verfahren.....	29
VI. Zusammenfassung.....	30
VII. Literaturhinweise.....	31
VIII. Anhang.....	32
4. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Unsicherheit.....	35
I. Der einperiodige Fall.....	35
1. Problembeschreibung.....	35
a. Risiko als Eigenschaft eines Projektes.....	35
b. Risikobeitrag im Rahmen eines Projektportfolios.....	37

2. Individuelle Risikoneigung, Erwartungswert und Sicherheitsäquivalent.	39
3. Bewertung bei Unsicherheit.....	39
II. Der mehrperiodige Fall	41
1. Einführung	41
2. Annahmen über die Verknüpfung der bewertungsrelevanten Zahlungen benachbarter Perioden	45
3. Zur Aggregation von unsicheren Einzahlungen zum Barwert.....	51
III. Marktorientierter Bewertungsansatz	55
1. Einleitung	55
2. Marktorientierter Ansatz – der einperiodige Fall.....	57
3. Marktorientierter Ansatz – der mehrperiodige Fall bei Unabhängigkeit ..	59
4. Marktorientierter Ansatz – der mehrperiodige Fall bei Abhängigkeit.....	64
5. Vereinfachung der Rechenregeln.....	67
6. Konstante Risikozuschläge im Zeitablauf	68
IV. Zur Bewertung von unsicheren Auszahlungen.....	72
1. Im individualistischen Ansatz.....	72
2. Im marktorientierten Ansatz.....	73
V. Zusammenfassung.....	76
VI. Literaturhinweise	77
VII. Anhang.....	79
5. Kapitel: Grundlagen der Unternehmensbewertung	81
I. Einleitung.....	81
II. Bewertungsanlässe und Wertkonzeptionen	82
1. Anlässe zur Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensanteilen..	82
2. Bewertungszwecke und Auffassungen über die werterzeugenden Faktoren.....	87
III. Welche Überschüsse sind bewertungsrelevant?.....	91
1. Das Prinzip.....	91
2. Eine erste Definition des entziehbaren Überschusses (Free Cashflow).....	92
3. Einflüsse von Ausschüttungssperren und steuerlichen Regelungen	93
4. Entziehbare Überschüsse, Steuern und Rechnungslegungsnormen.....	94
a. Grundlagen der Finanzplanung.....	94
b. Bewertungsrelevante Überschüsse	98
c. Jahresüberschuss-bezogene Vollausschüttung.....	105
d. Jahresüberschuss-bezogene Teilausschüttung	105
5. Ein Beispiel.....	106
6. Zwischenergebnisse.....	110
IV. Unternehmensgesamtwert und Kapitalstruktur – Einführung.....	111
1. Problemstellung und Annahmen.....	111
2. Eine Welt ohne Steuern – das Grundmodell von Modigliani/Miller.....	112
3. Eine Welt mit einer einfachen Gewinnbesteuerung	118
4. Eine Welt mit Doppelbesteuerung.....	122
5. Das deutsche Steuerregime	124
6. Zwischenergebnisse.....	125
V. Discounted Cashflow-Methode – Überblick	125
1. Überblick und Beispiel.....	125
2. Ausgangswissen und Arbeitsweise der Ansätze	131
VI. Zusammenfassung.....	134
VII. Literaturhinweise	135

6. Kapitel: DCF-Methode	137
I. Einführung	137
II. Autonome versus atmende Finanzierungsstrategie	138
1. Grundlagen	138
2. Autonome Finanzierungsstrategie – ein Beispiel	139
3. Atmende Finanzierungsstrategie – ein Beispiel	141
III. APV-Ansatz	148
1. Konzeption des APV-Ansatzes: Zerlege und bewerte!	148
2. Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung	149
3. Ausschüttungsstrategie und Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung	152
a. Prinzip	152
b. Anwendung auf die Value AG	154
4. Werteinfluss der Fremdfinanzierung	155
a. Herleitung durch Einkommensvergleich	155
b. Risikoniveau-abhängige Steuereffekte	158
c. Arbitrageüberlegungen	163
5. Anwendung auf die Value AG	168
a. Unternehmensteuereffekte	168
b. Abgeltungsteuereffekt	170
c. Wert des Eigenkapitals	171
d. Ergebnis	172
6. Externe Eigenfinanzierung vs. Finanzierung durch Fremdkapital und Pensionsrückstellungen	172
7. Exkurs: Wertermittlung bei Risikoniveau II	176
IV. WACC-Ansatz	179
1. Konzeption	179
2. WACC-Ansatz und autonome Finanzierungsstrategie	180
a. Charakterisierung	180
b. Einfache Gewinnbesteuerung und periodenspezifische durch- schnittliche Kapitalkosten	181
c. Ein Beispiel	182
d. Periodenspezifische Kapitalkosten im deutschen Steuersystem	184
3. WACC-Ansatz und atmende Finanzierungsstrategie	185
a. Ausgangspunkt	185
b. Zur Bewertung unsicherer steuerlicher Vorteile – die Argumentation von Miles/Ezzell	186
c. Die Vereinfachung von Harris/Pringle	192
d. Formeln für Diskontierungssätze	193
e. Folgt aus einem konstanten Verschuldungsgrad ein zeitinvarianter WACC?	194
V. Equity-Ansatz bzw. Ertragswert-Methode	195
1. Konzeption	195
2. Equity-Ansatz vs. Ertragswert-Methode	198
3. Zur Positionierung des Equity-Ansatzes	199
4. Ertragswert-Methode als subjektiver Grenzpreiskalkül	203
5. Logische Grenzen für Risikozuschläge	206
VI. Zur Bestimmung des Diskontierungssatzes	209
1. Zum Basiszinsfuß	209
a. Relevanz des Problems	209

b. Lösungen.....	210
c. Anwendung auf die KF-AG.....	213
2. Marktrisikoprämie.....	218
3. Beta-Zerlegung.....	225
4. Zur Höhe der Diskontierungssätze – eine empirische Untersuchung.....	228
a. Vorbemerkung.....	228
b. Eigenkapitalkosten.....	229
c. Fremdkapitalkosten.....	229
d. WACC.....	231
e. Empirische Ergebnisse.....	232
VII. Unternehmensbewertung und Rechtsprechung.....	234
VIII. Zusammenfassung.....	244
IX. Literaturhinweise.....	248
X. Anhänge.....	261
1. Periodischer WACC bei einfacher Gewinnsteuer.....	261
2. Kapitalkosten im deutschen Steuersystem.....	261
a. Risikoniveau I.....	261
b. Risikoniveau II.....	262
c. Periodische Kapitalkosten im deutschen Steuersystem.....	263
3. Kapitalkosten bei atmender Finanzierungspolitik.....	263
a. Einfache Gewinnsteuer.....	263
b. Doppelbesteuerung.....	264
c. Deutsches Steuersystem (Risikoniveau I).....	265
d. Deutsches Steuersystem (Risikoniveau II).....	266
4. Beta-Zerlegung.....	267
a. Autonome Finanzierungspolitik.....	267
b. Atmende Finanzierungspolitik.....	268
5. Sample der Kapitalkostenstudie.....	269
6. Verzeichnis der ausgewerteten Rechtsprechung.....	271
7. Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren (HEV).....	272
7. Kapitel: Leasing und Unternehmenswert.....	289
I. Überblick.....	289
II. Steuerliche Behandlung von Leasingverträgen.....	290
III. Der Standardansatz der Vorteilhaftigkeitsprüfung.....	291
1. Grundlagen.....	291
2. Der belastungsäquivalente Kreditbetrag.....	293
3. Beispiel.....	293
4. Bewertung mittels APV-Ansatz.....	295
IV. Leasing im deutschen Steuersystem.....	297
1. Belastungsäquivalentes Fremdkapital bei alternativer externer Eigenfinanzierung.....	297
a. Ausschüttungen bei Leasing und bei externer Eigenfinanzierung.....	297
b. Berechnung des belastungsäquivalenten Fremdkapitals und Beispiel.....	299
2. Belastungsäquivalentes Fremdkapital und Thesaurierung.....	301
a. Ausschüttungen bei Leasing und bei Thesaurierung.....	301
b. Berechnung des belastungsäquivalenten Fremdkapitals und Beispiel.....	302
3. APV-Ansatz.....	305
a. Vorbemerkung.....	305
b. Nettokapitalwert im Vergleich zur Eigenfinanzierung.....	305

c. Steuereffekte der Fremdfinanzierung im deutschen Steuersystem	306
d. Anwendung auf den Standardansatz	307
4. Beispiel.....	308
5. Folgerungen.....	310
V. Leasing und Hierarchie der Finanzierungsquellen.....	311
VI. Unternehmensbewertung und Leasing.....	311
1. Leasing vs. Finanzierung durch Thesaurierung.....	311
2. Leasing vs. Finanzierung durch Kapitalerhöhung	316
3. Leasing im Vergleich zur betragsgleichen Fremdfinanzierung, die Variante II ersetzt	318
4. Leasing im Vergleich zur betragsgleichen Fremdfinanzierung, die Variante I ersetzt	321
VII. Zusammenfassung.....	323
VIII. Literaturhinweise	325
8. Kapitel: Rückstellungen und Unternehmenswert.....	329
I. Fragestellung.....	329
II. Wertbeiträge von Rückstellungen und Verwendungsannahmen	331
1. Gebundene Mittel finanzieren Finanzanlagen	331
a. Kalkül bei abgeltungsteuerpflichtiger Ausschüttung	331
b. Kalkül bei abgeltungsteuerneutraler Ausschüttung	336
2. Gebundene Mittel finanzieren Tilgungen	338
a. Kalkül bei abgeltungsteuerpflichtiger Ausschüttung	338
b. Kalkül bei abgeltungsteuerneutraler Ausschüttung	340
3. Gebundene Mittel ersetzen Eigenkapital.....	342
a. Vorbemerkung	342
b. Rückstellungen ersetzen Gewinnrücklagen.....	342
c. Rückstellungen ersetzen anderes Eigenkapital	344
4. Arbitrageüberlegungen	346
5. Auswirkung des Abzinsungsgebotes für sonstige Rückstellungen.....	347
6. Ergebnisse	347
III. Unternehmensbewertung und Rückstellungen.....	349
1. Vorgehensweise	349
2. Ansatz A: Modulare Bewertung	351
a. APV-Ansatz	351
b. WACC- und Equity- bzw. Ertragswertmethode.....	355
3. Ansatz B: Partiiell aggregierte Bewertung.....	357
4. Ansatz C: Aggregierte Bewertung.....	358
5. Die Bewertungsansätze im Vergleich.....	359
IV. Zur empirischen Bedeutung der Werteffekte von Rückstellungen und Fremdkapital.....	361
1. Untersuchung von Schlumberger (2002)	361
2. Untersuchung von Schlumberger/Schüler (2003)	361
3. Untersuchung von Schüler (2003).....	362
a. Daten und Methode	362
b. Ergebnisse	363
V. Steuerinduzierte Finanzierungshierarchie	366
VI. Zusammenfassung.....	368
VII. Literaturhinweise	370

9. Kapitel: Bewertung bei Verlust, Kapitalbedarf und Sanierung	373
I. Vorbemerkungen.....	373
II. Empirische Untersuchung	373
1. Methodik	373
a. Vorgehensweise	373
b. Fallunterscheidung	374
c. Steuereffekte der Fremdfinanzierung im Anrechnungsverfahren.....	375
d. Berechnung der Überschüsse bei Eigenfinanzierung	377
2. Stichprobe.....	378
3. Ergebnisse	378
III. Bewertungstechnik bei Verlust und Rückgriff auf Außenfinanzierung.....	379
1. Umformulierung des Steuereffekts der Fremdfinanzierung.....	379
2. Fallabhängige Steuereffekte.....	380
3. Aggregierte Formulierung ohne Verlustvorträge	381
4. Aggregierte Formulierung mit Verlustvorträgen.....	383
5. Equity- und WACC-Ansatz	384
IV. Bewertung sanierungsbedürftiger Unternehmen.....	385
1. Einleitung	385
2. Problemrelevante Situationen.....	386
3. Annahmen.....	387
4. Bewertung bei unkompensiertem Ausfallrisiko.....	387
a. Problembeschreibung	387
b. APV-Ansatz	388
c. Equity-Ansatz.....	390
d. WACC-Ansatz.....	391
5. Beispiel.....	391
a. APV-Ansatz	391
b. WACC- und Equity-Ansatz	394
c. Auswertung	395
6. Bewertung bei kompensiertem Ausfallrisiko.....	397
a. Geforderte Rendite der Gläubiger und risikoäquivalenter Kredit- zinssatz	397
b. APV-Ansatz	399
c. WACC- und Equity-Ansatz	399
7. Beispiel.....	400
a. APV-Ansatz	400
b. WACC- und Equity-Ansatz	402
c. Auswertung	402
V. Bewertung sanierungsbedürftiger Unternehmen im deutschen Steuer- system.....	403
1. Bei unkompensiertem Ausfallrisiko	403
a. Bewertungstechnik	403
b. Beispiel.....	405
2. Bei kompensiertem Ausfallrisiko	407
a. Geforderte Rendite der Gläubiger und risikoäquivalenter Kredit- zinssatz	407
b. DCF-Methoden.....	408
c. Beispiel.....	409
VI. Zur Relevanz von Werteinbußen und Insolvenzkosten.....	413

VII. Zusammenfassung.....	414
VIII. Literaturverzeichnis.....	415
IX. Anhänge.....	417
1. Herleitung des risikokompensierenden Kreditzinssatzes.....	417
2. Herleitung des risikokompensierenden Kreditzinssatzes im deutschen Steuersystem.....	417
10. Kapitel: Wertorientierte Steuerung.....	419
I. Überblick.....	419
II. Performance-Messung.....	420
1. Ex ante: Investitionsentscheidung.....	420
2. Ex post: Kontrolle.....	420
III. Residualgewinnkonzepte.....	423
1. Residualgewinn auf den Buchwert.....	423
a. Prinzip.....	423
b. Permanente Verknüpfung mit dem Nettokapitalwert.....	424
c. Nettokapitalwert und Residualgewinne bei Planrevision im Beispiel.....	427
d. Implikationen des Lücke-Theorems.....	428
2. Residualgewinn auf den Marktwert.....	434
3. Residualgewinn auf einen periodisierten Marktwert.....	435
4. Residualgewinn auf das investierte Kapital.....	435
IV. Varianten aus Literatur und Praxis.....	437
1. EVA.....	437
2. CVA.....	438
3. Earned Economic Income.....	439
4. Shareholder Value Added.....	440
V. Buchwertbasierte Residualgewinne und DCF-Methode.....	441
1. APV-Ansatz.....	441
a. Unternehmensbewertung.....	441
b. Nettokapitalwert.....	442
c. Nettokapitalwertänderung nach Zeiteffekt und Residualgewinne.....	442
2. WACC-Ansatz.....	444
a. Unternehmensbewertung und Performance-Messung.....	444
b. Residualgewinne.....	445
3. Equity-Ansatz.....	445
a. Unternehmensbewertung und Performance-Messung.....	445
b. Beispiel bei Erwartungsrevision.....	446
VI. Zusammenfassung.....	447
VII. Literaturhinweise.....	448
VIII. Anhänge.....	450
1. Lücke-Theorem.....	450
2. Shareholder Value Added.....	451
11. Kapitel: Bewertung mit Multiplikatoren.....	453
I. Einleitung.....	453
II. Multiplikatoren als verkürzte DCF-Kalküle.....	457
1. Vorbemerkung.....	457
2. EV/EBIT-Multiplikator.....	457
3. PE-Ratio.....	461
4. Price-Book-Ratio.....	464

III. Zur Treffgenauigkeit des Multiplikator-Ansatzes.....	465
IV. Zusammenfassung	465
V. Literaturhinweise	466
12. Kapitel: Übungsaufgaben und Lösungen.....	469
I. Übungsaufgaben	469
1. Aufgaben zu Kapitel 2.....	469
2. Aufgaben zu Kapitel 3.....	472
3. Aufgaben zu Kapitel 4.....	475
4. Aufgaben zu Kapitel 5.....	478
5. Aufgaben zu Kapitel 6.....	484
6. Aufgaben zu Kapitel 7.....	499
7. Aufgaben zu Kapitel 8.....	500
8. Aufgabe zu Kapitel 9.....	503
9. Aufgabe zu Kapitel 10.....	503
10. Aufgaben zu Kapitel 11.....	504
II. Lösungshinweise zu den Übungsaufgaben.....	507
1. Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 2.....	507
2. Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 3.....	508
3. Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 4.....	509
4. Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 5.....	510
5. Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 6.....	511
6. Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 7.....	516
7. Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 8.....	517
8. Lösungshinweise zu der Aufgabe zu Kapitel 9.....	518
9. Lösungshinweise zu der Aufgabe zu Kapitel 10.....	518
10. Lösungshinweise zu den Aufgaben zu Kapitel 11.....	518
Stichwortverzeichnis	521