

---

# **Finanzwirtschaft, Unternehmensbewertung & Revisionswesen**

## **Reihe herausgegeben von**

Manfred Jürgen Matschke, Greifswald, Deutschland

Thomas Hering, Hagen, Deutschland

Michael Olbrich, Saarbrücken, Deutschland

Heinz Eckart Klingelhöfer, Pretoria, Südafrika

Gerrit Brösel, Hagen, Deutschland

In dieser Schriftenreihe werden betriebswirtschaftliche Forschungsergebnisse zu aktuellen Fragestellungen der betrieblichen Finanzwirtschaft und des Revisionswesens im allgemeinen sowie der Unternehmensbewertung im besonderen präsentiert. Die Reihe richtet sich an Leser in Wissenschaft und Praxis. Sie ist als Veröffentlichungsplattform für alle herausragenden Arbeiten auf den genannten Gebieten offen, unabhängig davon, wo sie entstanden sind.

**Reihe herausgegeben von**

Prof. Dr. Manfred Jürgen Matschke  
Ernst-Moritz-Arndt-Universität  
Greifswald

Prof. Dr. Michael Olbrich  
Universität des Saarlandes  
Saarbrücken

Prof. Dr. Gerrit Brösel  
FernUniversität in Hagen

Prof. Dr. Thomas Hering  
FernUniversität in Hagen

Prof. Dr. Heinz Eckart Klingelhöfer  
Tshwane University of Technology  
Pretoria

Weitere Bände in der Reihe <http://www.springer.com/series/12711>

---

Carolin Maria Lohse

Das  
Residualgewinnverfahren  
aus Sicht  
der funktionalen  
Unternehmensbewertung

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. habil. Thomas  
Hering

 Springer Gabler



## Geleitwort

In ihrer Dissertation analysiert Frau Lohse erstmals das (überwiegend in der angelsächsischen Literatur vertretene) Residualgewinnverfahren im Lichte der funktionalen Unternehmensbewertungslehre. Aus diesem Blickwinkel klärt sie nicht nur die bislang unterschiedlich beantwortete Frage nach seiner Klassifizierung als Gesamtbewertungsverfahren, sondern vor allem die noch wesentlichere Frage nach seiner Einsetzbarkeit in den wichtigsten bewertungstheoretischen Funktionen. Ihr Forschungsziel wird von der stringent und übersichtlich gegliederten Arbeit vollauf erreicht. Die Verfasserin legt überzeugend dar, daß die Einsatzgebiete des Residualgewinnverfahrens insbesondere in der Argumentationsfunktion zu sehen sind, und zeigt in diesem Zusammenhang erstmals, wie sich die Integration von strategietheoretischen Konzepten in das Bewertungskalkül für Verhandlungszwecke nutzen läßt. Besonderen Wert für die wissenschaftliche Forschung und die betriebliche Anwendungspraxis zum Residualgewinnverfahren besitzen die vielen ausführlichen und im Anhang komplett dokumentierten umfangreichen Zahlenbeispiele.

Obwohl residualgewinnbasierte Konzepte der Unternehmensbewertung durchaus auf eine lange Geschichte zurückblicken können, stehen sie eher am Rand der ohnehin schon methodengesättigten einschlägigen Theoriedebatte. Frau Lohse vermag überzeugend darzulegen, daß der Residualgewinnansatz im Rahmen der Argumentationsfunktion mehr Aufmerksamkeit verdient, als ihm bislang zukommt. Zunächst verwirft die Autorin mit guten Gründen die in Teilen der Literatur vertretene Charakterisierung des Residualgewinnansatzes als Kombinationsverfahren, bevor sie zur mit Blick auf das wohlbekannte LÜCKE-Theorem folgerichtigen Einordnung als Gesamtbewertungsverfahren gelangt. Frau Lohse stellt in diesem Kontext die sog. „Clean-Surplus-Bedingung“ als das notwendige Bindeglied zwischen Unternehmenswert und Rechnungslegung heraus und läßt dabei nicht unerwähnt, daß es sich bei dieser Relation um ein in der betrieblichen Praxis überaus fragiles Konstrukt handelt: Nur bei ihrer Einhaltung (als Voraussetzung der Gültigkeit des LÜCKE-Theorems) führen residualgewinn- und zahlungsstrombasierte Bewertungsverfahren zu äquivalenten Ergebnissen. Die Generierung theoretisch stimmiger Rechengrundlagen scheidet aber letztendlich an der mangelnden Gewährleistung der „Clean-Surplus-Bedingung“.

Das Herzstück der Dissertation besteht durch kreative sowie innovative Abschnitte. Frau Lohse konkretisiert darin das Residualgewinnverfahren als ein finanzierungstheoretisches im „Wettstreit“ mit den bekannteren „Discounted Cash Flow“ (DCF)-Verfahren. Zu den verschiedenen DCF-Varianten wird jeweils das residualgewinnbasierte Pendant präsentiert. Mit der Konstruktion eines umfangreichen, praxisnahen Beispiels übersetzt die Autorin ihre allgemeinen Formeltermine auch in konkrete Zahlen. In der Literatur wurde bereits gezeigt, daß die DCF-Verfahren und das finanzierungstheoretische Residualgewinnverfahren unter bestimmten Annahmen zu identi-

schen Bewertungsergebnissen führen. Zur Veranschaulichung dieser Äquivalenzaspekte beläßt es Frau Lohse in ihrer Arbeit jedoch nicht bei allgemeinen Formelausdrücken und bloßen tabellarischen Darstellungen: Im Anhang legt sie jeden einzelnen Berechnungsschritt detailliert offen und stellt damit sowohl Akribie, Fleiß und Problemdurchdringung als auch vollständige Methodenbeherrschung eindrucksvoll unter Beweis. Sie holt darüber hinaus die bislang fehlende Thematisierung einer residualgewinnbasierten Unternehmensbewertung unter Beachtung der Unternehmensteuerreform 2008 nach. Vor dem Hintergrund, daß teilweise Unklarheit darüber besteht, welches der konkurrierend vermarkteten Verfahren als Brutto- oder Nettovariante auftreten kann, nimmt die Verfasserin eine bislang in der Literatur fehlende und längst überfällige Systematisierung der verschiedenen residualgewinnbasierten Verfahrensvarianten vor. Einen Kernbereich der Dissertation bildet die hier erstmals systematisch durchgeführte Untersuchung des Residualgewinnverfahrens für Argumentationszwecke. Da die nach Maßgabe des theoretisch überaus schwachen IDW S1 erstellten Unternehmensbewertungen sonderbarerweise eine hohe richterliche Anerkennung genießen, das Residualgewinnverfahren aber selbst in ebendiesem sonst für fast jede Bewertungsfolklore offenen Bewertungsstandard keine Erwähnung findet, sieht die Autorin unter Bekanntheitsaspekten einen Nachteil dieser Methodik gegenüber den DCF-Verfahren und rät von einem Einsatz im Zusammenhang mit Gerichtsverfahren ab. Demgegenüber erkennt die Verfasserin in der für das Residualgewinnverfahren typischen Darstellungsweise des Unternehmenserfolgs als Überschuß über die „Kosten“ des eingesetzten Kapitals einen besonderen argumentativen Transparenzvorteil, welcher das Verfahren zu einem geeigneten Vehikel für den Transport von Informationen in Verhandlungen macht und es für die Integration strategietheoretischer Überlegungen prädestiniert.

Die vorgelegte Arbeit wird ihrem anspruchsvollen Thema sehr gut gerecht; sie überzeugt insbesondere durch sichere Literatur- und Methodenkenntnis sowie fleißige Rechenkunst. Frau Lohse hat mit den vielen aufwendig dokumentierten Zahlenbeispielen harte Kärnerarbeit geleistet. Die Sprache gefällt durch ihre lese(r)freundliche minimalistische Umsetzung der völlig mißglückten „neuen Rechtschreibung“. Zusammenfassend liefert die vorliegende Dissertation in vollauf gelungener Weise die schon länger vermißte systematische „Eingemeindung“ des variantenreichen Residualgewinnverfahrens in das dadurch noch weiter ausgebauten Theoriegebäude der funktionalen Bewertungslehre. Ich wünsche dem Werk die verdiente gute Resonanz in Forschung und Praxis.

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Investitionstheorie und Unternehmensbewertung an der Fern-Universität in Hagen (Westf.). Sie wurde im Wintersemester 2020/2021 von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft als Dissertationsschrift angenommen.

An erster Stelle danke ich meinem verehrten akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Thomas Hering, für die mir gebotene Gelegenheit zur Promotion, die wertvollen fachlichen Impulse sowie die gewährten Freiräume für die eigenständige wissenschaftliche Arbeit. Die angenehme Arbeitsatmosphäre am Lehrstuhl trug maßgeblich zum Gelingen des Dissertationsprojektes bei. Auch Herrn Prof. Dr. Jörn Littkemann gilt mein aufrichtiger Dank für die Übernahme und rasche Erstellung des Zweitgutachtens. Daneben gebührt mein Dank Herrn Prof. Dr. Gerrit Brösel für seine Bereitschaft, als drittes Mitglied in der Prüfungskommission mitzuwirken. Zudem danke ich den Herausgebern für die Aufnahme meiner Arbeit in die Schriftenreihe „Finanzwirtschaft, Unternehmensbewertung & Revisionswesen“.

Bedanken möchte ich mich überdies bei allen Kolleginnen und Kollegen am Lehrstuhl, die mir stets mit Rat und Tat zur Seite standen; besonders Frau Stefanie Krautter spreche hier meine Dankbarkeit für ihr jederzeit offenes Ohr und ihre unermüdlige Hilfsbereitschaft aus. Ein herzliches Dankeschön richte ich ferner an die studentischen Hilfskräfte des Lehrstuhls, welche durch die Beschaffung der von mir gewünschten Literatur ihren Teil zum Gelingen der Arbeit beigetragen haben.

Ein ganz persönlicher Dank gilt meiner Familie und meinen Freunden, auf deren Verständnis und Hilfe ich mich stets verlassen konnte. Für ihre jederzeit rückhaltlose Unterstützung danke ich meinen Schwiegereltern Ulrike und Wolfgang Lohse sowie Sonja Lohse, meiner Großmutter Maria Müller, meinem Großvater Josef Zylka und meiner lieben Cousine Eileen Burczyk.

Abschließend gebührt mein besonderer Dank meinen Eltern Regina und Andreas Zylka, die mich in allen Phasen meines Lebens und meiner Ausbildung bedingungslos unterstützt und gefördert haben. Ebenso dankbar bin ich meinem lieben Ehemann Dr. Sven Lohse, der mir während des gesamten Promotionsprojektes unterstützend zur Seite stand und mich in Schaffenskrisen mit seiner Zuversicht immer wieder zum Durchhalten ermuntert hat.

Hagen (Westf.), im März 2021

CAROLIN LOHSE

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XII
Symbolverzeichnis	XVI
Abbildungsverzeichnis	XXV
Tabellenverzeichnis	XXVI
<b>1 Zum Entwicklungsstand des Residualgewinnverfahrens</b>	<b>1</b>
<b>2 Grundlagen der funktionalen Unternehmensbewertung</b>	<b>6</b>
2.1 Funktionen der Unternehmensbewertung	6
2.2 Methodenüberblick und Äquivalenzaspekte	13
2.3 Bewertungsrelevante Größen und Bewertungszusammenhänge	21
<b>3 Grundform des Residualgewinnverfahrens</b>	<b>28</b>
3.1 Zur Interpretation als Kombinationsverfahren	28
3.1.1 Ausprägungen des Substanzwertes	28
3.1.2 Varianten der kombinierten Bewertung	33
3.1.3 Kritik an den Kombinationsverfahren	45
3.2 Zur Interpretation als Gesamtbewertungsverfahren	51
3.2.1 Dividendendiskontierungsmodell	51
3.2.2 Kongruenzprinzip und Preinreich-Lücke-Theorem	54
3.2.3 Residualgewinnverfahren bei Sicherheit	59
3.2.4 Residualgewinnverfahren bei Unsicherheit	64
3.2.4.1 Das Prognoseproblem in der Unternehmensbewertung	64
3.2.4.2 Zum Umgang mit dem Unsicherheitsproblem	69
3.2.5 Prognoseeignung von Rechnungslegungsdaten	74
3.3 Einordnung des Residualgewinnverfahrens	81

<b>4</b>	<b>Residualgewinnverfahren in finanzierungstheoretischer</b>	
	<b>Ausprägung</b>	<b>84</b>
4.1	Finanzierungstheoretisches Fundament	84
4.1.1	Überblick	84
4.1.2	Capital-Asset-Pricing-Modell	86
4.1.2.1	Modellannahmen	86
4.1.2.2	Ermittlung der Modellkomponenten	90
4.1.3	Theorie der Kapitalstruktur	98
4.2	Varianten der „Discounted Cash Flow“-Methode	103
4.2.1	„Adjusted Present Value“-Verfahren	103
4.2.2	„Weighted Average Cost of Capital“-Verfahren	107
4.2.3	„Flow to Equity“-Verfahren	112
4.3	Residualgewinn- und DCF-Verfahren – Betrachtung unter	
	Äquivalenzaspekten	114
4.3.1	Konzeption der Beispielrechnung und Bewertungsprämissen	114
4.3.2	Beispielrechnung unter Berücksichtigung des deutschen	
	Steuersystems	125
4.3.2.1	APV-Verfahren	125
4.3.2.2	APV-Residualgewinne	127
4.3.2.3	Equity-Verfahren	129
4.3.2.4	Equity-Residualgewinne	130
4.3.2.5	WACC-Verfahren	131
4.3.2.6	WACC-Residualgewinne	133
4.4	Finanzierungstheoretische Varianten des Residualgewinnverfahrens	135
4.4.1	Überblick	135
4.4.2	Praktikerverfahren	137
4.4.2.1	Das Konzept des „Economic Value Added“	137
4.4.2.2	Das Konzept des „Cash Value Added“	152
4.4.2.3	Das Konzept des „Earnings less Riskfree Interest Charge“	160
4.4.3	Marktwert- und goodwillbasierte Residualgewinne	168

---

4.5	Zwischenfazit	174
4.5.1	Systematisierung der Residualgewinnansätze	174
4.5.2	Kritische Würdigung der finanzierungstheoretischen Unternehmensbewertung	176
4.6	Finanzierungstheoretisches Residualgewinnverfahren für die Argumentation	180
4.6.1	Der Argumentationswert	180
4.6.1.1	Wesen der Argumentationsfunktion	180
4.6.1.2	Begriff und Merkmale des Argumentationswertes	188
4.6.1.3	Wertermittlung im Rahmen der Argumentationsfunktion	194
4.6.2	Erfüllung der Anforderungen durch das Residualgewinnverfahren	197
4.6.2.1	Merkmal der Glaubwürdigkeit	197
4.6.2.2	Merkmal der Flexibilität	207
4.6.2.2.1	Bewertungsparameter	207
4.6.2.2.2	Anpassungen der Rechnungslegungsgrößen	219
4.6.2.3	Merkmal der Information	223
4.6.2.3.1	Transparenzaspekte	223
4.6.2.3.2	Integration strategietheoretischer Konzepte	225
4.6.2.3.2.1	Marktorientierter Ansatz	225
4.6.2.3.2.2	Ressourcenorientierter Ansatz und „Dynamic Capabilities“	231
<b>5</b>	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse</b>	<b>239</b>
	<b>Anhang</b>	<b>244</b>
1	APV-Verfahren	244
2	APV-Residualgewinne	249
3	Equity-Verfahren	253
4	Equity-Residualgewinne	256
5	WACC-Verfahren	259
6	WACC-Residualgewinne	264
7	„Economic Value Added“	269

---

8	„Cash Value Added“	278
9	„Earnings less Riskfree Interest Charge“	284
10	Marktwertbasierte Residualgewinne	301
11	Goodwillbasierte Residualgewinne	305
12	„Economic Value Added“ mit Variationen	315
13	Modifizierte Datengrundlage (Integration strategietheoretischer Konzepte)	321
	Literaturverzeichnis	328
	Rechtsprechungsverzeichnis	368

## Abkürzungsverzeichnis

a. L.	am Lech
a. M.	am Main
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
abzgl.	abzüglich
AG	Aktiengesellschaft
APV	„Adjusted Present Value“
Aufl.	Auflage
AS	Abgeltungsteuer
BCF	Brutto-Cash-flow
BCG	Boston Consulting Group
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
bspw.	beispielsweise
BW	Buchwert
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CFROI	Cash Flow Return on Investment
Co.	Company
CSR	Clean Surplus Relation
CVA	Cash Value Added
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DCF	Discounted Cash Flow
d.h.	das heißt
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
ebd.	ebenda
EBIAT	Earnings before Interest after Taxes

---

EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
EK	Eigenkapital
EP	Economic Profit
ErbStRG	Erbschaftsteuerreformgesetz
ERIC	Earnings less Riskfree Interest Charge
etc.	et cetera
e. V.	eingetragener Verein
EVA	Economic Value Added
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FCF	Free Cash Flow (freier Cash-flow)
FE	Fertige Erzeugnisse
ff.	fortfolgende
FK	Fremdkapital
FLL	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen
Fn.	Fußnote
FN	Fachnachrichten
FTE	Flow to Equity
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GE	Geldeinheiten
GewSt	Gewerbesteuer
ggf.	gegebenenfalls
GL	Gain from Leverage
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IAS	International Accounting Standard(s)

i.d.R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IDW S 1	IDW Standard 1
IFRS	International Financial Reporting Standard(s)
i.d.F.	in der Fassung
i.S.	im Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit
Jg.	Jahrgang
KB	Kapitalbasis
KPMG	Klynveld Peat Marwick Goerdeler
KSt	Körperschaftsteuer
LG	Landgericht
MDAX	Mid Cap DAX
MM	Modigliani/Miller
MVA	Market Value Added
ME	Miles/Ezzell
NCF	Netto-Cash-flow
ND	Nutzungsdauer
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
NOPLAT	Net Operating Profit less adjusted Taxes
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o. Jg.	ohne Jahrgang
OCF	Operativer Cash-flow
OCI	Other Comprehensive Income
ÖG	Ökonomischer Gewinn
OLG	Oberlandesgericht
PVED	Present value of all future dividends

---

RIM	Residual Income Model
RIV	Residual Income Valuation
ROE	Return on Equity
ROCE	Return on Capital Employed
RÖG	Residuärer ökonomischer Gewinn
ROIC	Return on Invested Capital
S.	Seite
SA	Sachanlagevermögen
sog.	sogenannt
Strips	Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities
Tab.	Tabelle
TCF	Total-Cash-flow
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
U.E.C.	Union Européenne des Experts Comptables, Economiques et Financiers
US(A)	United States (of America)
usw.	und so weiter
v.	von
vgl.	vergleiche
VLL	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
vs.	versus
VW	Vermögenswert
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WP	Wirtschaftsprüfer
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
z.B.	zum Beispiel
ZEW	Zukunftserfolgswert
ZGPM	Zustands-Grenzpreismodell

# Symbolverzeichnis

a	Abschreibungsfaktor
$A_{K,t}$	Kaufpreisangebot des Käufers in der Verhandlungsperiode t
$a_t$	Risikoabschlagskoeffizient der Periode t
$A_t$	Abschreibungen der Periode t
$A^{BCG}$	BCG-Abschreibung
$A_t^{BCG}$	BCG-Abschreibung der Periode t
$A_t^{Fu.E}$	Abschreibungen der Periode t auf aktivierte Forschungs- und Entwicklungskosten
$A_t^{GW}$	Goodwill-Abschreibungen der Periode t
$A_{V,t}$	Kaufpreisforderung des Verkäufers in der Verhandlungsperiode t
Aktiva <sup>ab.</sup>	Abschreibbare Aktiva im CVA-Konzept
b	Verfahrensspezifischer Faktor nach Jacob
<b>b</b>	Parametervektor (Svensson-Methode)
$\beta_j$	Betafaktor des Objekts j
$\beta_u$	Betafaktor eines unverschuldeten Unternehmens
$\beta_v$	Betafaktor eines verschuldeten Unternehmens
$\beta_u^{PG}$	Peer-Group-Betafaktor der fiktiv unverschuldeten Unternehmen
$\beta_v^{PG}$	Peer-Group-Betafaktor des verschuldeten Unternehmens
$BCF_t$	Brutto-Cash-flow der Periode t
$BCF_t^*$	Brutto-Cash-flow der Periode t mit Ausschüttungsdifferenzeffekt
$BIB_t$	Bruttoinvestitionsbasis der Periode t
$BS_t$	Bilanzsumme der Periode t
$BWR_t^{CVA}$	Barwert der CVA in t
$BWR_t^{ERIC I}$	Barwert der ERIC I in t
$BWR_t^{ERIC II}$	Barwert der ERIC II in t
$BWR_t^{ERIC Netto}$	Barwert der Netto-ERIC in t
$BWR_t^{FCF I}$	Barwert der Residualgewinne auf Basis des FCF-I-Verfahrens in t
$BWR_t^{FCF II}$	Barwert der Residualgewinne auf Basis des FCF-II-Verfahrens in t
$BWR_t^{FTE}$	Barwert der Residualgewinne auf Basis des Equity-Verfahrens in t
$BWR_t^{GW,FCF I}$	Barwert der goodwillbezogenen Residualgewinne auf Basis des FCF-I-Verfahrens in t

$BWR_t^{GW,FTE}$	Barwert der goodwillbezogenen Residualgewinne auf Basis des Equity-Verfahrens in t
$BWR_t^{RÖG*}$	Barwert der residualen ökonomischen Gewinne auf Basis des FCF-I-Verfahrens in t
$BWR_t^{RÖG,Netto}$	Barwert der residualen ökonomischen Gewinne auf Basis des Equity-Verfahrens in t
$BWR_t^{UV}$	Barwert der Residualgewinne des unverschuldeten Unternehmens in t
$Capital_t$	Investiertes Kapital der Periode t im EVA-Verfahren
$CFROI_t$	„Cash Flow Return on Investment“ der Periode t
$CVA_t$	„Cash Value Added“ der Periode t
$D_t$	Dividendenzahlung der Periode t
$\Delta EK_t^{BW}$	Veränderung des Eigenkapitalbuchwertes in t
$\Delta EK_t^{FTE}$	Veränderung des mittels Equity-Verfahren ermittelten Eigenkapitalmarktwertes in t
$\Delta GK_t^{BW}$	Veränderung des Gesamtkapitalbuchwertes in t
$\Delta UW_t^{FCFI}$	Veränderung des mittels FCF-I-Verfahren ermittelten Unternehmenswertes in t
$\Delta VLL_t$	Veränderungen der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in t
e	Eulersche Zahl
E	Ertrag
$E_N$	Normalertrag
$E_n$	Ertrag der Periode n der Goodwillrentendauer
$E_t$	Ertrag der Periode t
$EAT_t$	Gewinn nach Steuern („Earnings after Tax“) der Periode t
$EBIAT_t$	Gewinn vor Zinsen und nach Steuern („Earnings before Interest after Tax“) der Periode t
$EBIAT_t^*$	Gewinn vor Zinsen und nach Steuern („Earnings before Interest after Tax“) der Periode t mit Berücksichtigung des Ausschüttungsdifferenzeffektes
$EBIT_t$	Ergebnis vor Zinsen und Steuern („Earnings before Interest and Taxes“) der Periode t

EK	Eigenkapitalmarktwert
$EK_t$	Eigenkapitalmarktwert in t
$EK_t^{BW}$	Eigenkapitalbuchwert in t
$EK_t^{FTE}$	Eigenkapitalmarktwert gemäß dem Flow-to-Equity-Ansatz in t
$EK_t^{FTE\ RG}$	Eigenkapitalmarktwert gemäß dem FTE-basiertem Residualgewinnverfahren in t
$EK_t^{GW,FTE}$	Eigenkapitalmarktwert auf Basis goodwillbasierter Netto-Residualgewinne in t
$EK_t^{RÖG}$	Eigenkapitalmarktwert auf Basis des residualen ökonomischen Gewinns in t
$ERIC_t^I$	„Earnings less Riskfree Interest Charge“ (ERIC) der Periode t auf Basis des Brutto-Residualgewinnverfahrens I
$ERIC_t^{II}$	„Earnings less Riskfree Interest Charge“ (ERIC) der Periode t auf Basis des Brutto-Residualgewinnverfahrens II
$ERIC_t^{Brutto}$	Brutto-„Earnings less Riskfree Interest Charge“ (ERIC) der Periode t
$ERIC_t^{Netto}$	Netto-„Earnings less Riskfree Interest Charge“ (ERIC) der Periode t
$EVA_t$	„Economic Value Added“ (EVA) der Periode t
$EVA_t^I$	„Economic Value Added“ (EVA) der Periode t auf Basis des Brutto-Residualgewinnverfahrens I
$EVA_t^{II}$	„Economic Value Added“ (EVA) der Periode t auf Basis des Brutto-Residualgewinnverfahrens II
$EVA_t^{I\ mod.}$	Modifizierter „Economic Value Added“ (EVA) der Periode t auf Basis des Brutto-Residualgewinnverfahrens I
EW	Ertragswert
f	Fade-Faktor
FCF	Freier Cash-flow
$FCF_t$	Freier Cash-flow der Periode t
$FCF_t^*$	Freier Cash-flow der Periode t mit Ausschüttungsdifferenzeffekt
$FE_t$	Fertige Erzeugnisse der Periode t
FK	Fremdkapital
$FK_t$	Fremdkapitalbestand der Periode t
$FLL_t$	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen der Periode t

$g$	Wachstumsrate
$g_D$	Wachstumsrate im Dividendendiskontierungsmodell
$g_j$	Zahlungsreihe des Objekts $j$
$g_L$	Langfristige Wachstumsrate
$G_L$	Effektiver Vorteil der Fremdfinanzierung („Gain from Leverage“)
$g_R$	Wachstumsrate beim Residualgewinnverfahren
$g_t$	Wachstumsrate der Periode $t$
$G_t$	Buchhalterischer Gewinn der Periode $t$
$G_{Ü}$	Übergewinn
$GK_t^{BW}$	Gesamtkapitalbuchwert der Periode $t$
$GW_{orig.}$	Originärer Goodwill
$GW_t^{FCF I}$	Goodwill der Periode $t$ ermittelt im Rahmen des FCF-I-Verfahrens
$GW_t^{FTE}$	Goodwill der Periode $t$ ermittelt im Rahmen des Equity-Verfahrens
$i$	Sicherer Kalkulationszinssatz
$i_N$	Kalkulationszinssatz für den Normalgewinn
$i_s$	Stetige Spot-Rate
$i_t$	Sicherer Kalkulationszinssatz der Periode $t$
$i_{Ü}$	Kalkulationszinssatz für den Übergewinn
$I_t$	Investitionen der Periode $t$
$IC_t$	„Invested Capital“ der Periode $t$ im ERIC-Konzept
$JÜ_t$	Jahresüberschuss der Periode $t$
$k$	Kapitalrendite (Nachbaurendite)
$k_{EK}^{UV}$	Eigenkapitalkostensatz eines unverschuldeten Unternehmens
$k_{EK}^{UV,S}$	Eigenkapitalkostensatz eines unverschuldeten Unternehmens nach persönlichen Steuern
$k_{EK}^V$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens
$k_{EK,t}^V$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens in $t$
$k_{EK}^{V,ME}$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens gemäß Miles und Ezzell
$k_{EK}^{V,MM}$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens gemäß Modigliani und Miller

$k_{EK,t}^{V,S}$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens nach persönlichen Steuern in t
$k_{EK,t}^{V,S*}$	Eigenkapitalkostensatz eines verschuldeten Unternehmens nach persönlichen Steuern in t mit Ausschüttungsdifferenzeffekt
$k_{TCF,t}$	Gewogener durchschnittlicher Kapitalkostensatz („weighted average cost of capital“) im Total-Cash-flow-Verfahren in t
$k_{wacc}$	Gewogener durchschnittlicher Kapitalkostensatz („weighted average cost of capital“)
$k_{wacc,t}$	Gewogener durchschnittlicher Kapitalkostensatz („weighted average cost of capital“) in t
$k_{wacc,t}^S$	Gewogener durchschnittlicher Kapitalkostensatz („weighted average cost of capital“) nach persönlichen Steuern in t
$k_{wacc,t}^{S*}$	Gewogener durchschnittlicher Kapitalkostensatz („weighted average cost of capital“) nach persönlichen Steuern mit Ausschüttungsdifferenzeffekt in t
$KB_t^{EK}$	Eigenkapitalbasis der Periode t
$KB_t^{GK}$	Gesamtkapitalbasis der Periode t
$KK_t$	Kapitalkosten der Periode t
$\mu_j$	Erwartungswert der Rendite des Objekts j
$\mu_M$	Erwartungswert der Marktrendite
$\mu(FCF_t)$	Erwartungswert des freien Cash-flows der Periode t
$\mu(NCF_t)$	Erwartungswert des Netto-Cash-flows der Periode t
$MVA_t$	„Market Value Added“ in t
$MVA_t^I$	Barwert der EVA I in t
$MVA_t^{II}$	Barwert der EVA II in t
$MVA_t^{mod.}$	Barwert der modifizierten EVA I in t
n	Goodwillrentendauer
NCF	Netto-Cash-flow
$NCF_t$	Netto-Cash-flow der Periode t
ND	(Durchschnittliche) Nutzungsdauer der abschreibbaren Aktiva im CVA-Konzept
$NI_t$	Netto-Investment der Periode t
$NOPAT_t$	„Net Operating Profit after Taxes“ in t

$\text{NOPAT}_t^*$	„Net Operating Profit after Taxes“ in t mit Ausschüttungsdifferenzeffekt
$\text{NOPAT}_t^{\text{Ad.}}$	„Net Operating Profit after Taxes“ in t nach Anpassungen
$\text{NOPAT}_t^{\text{Ad.*}}$	„Net Operating Profit after Taxes“ in t mit Ausschüttungsdifferenzeffekt und nach Anpassungen
$\ddot{\text{O}}G_t^*$	Ökonomischer Gewinn der Periode t mit Ausschüttungsdifferenzeffekt
P	Einigungspreis
$P_{\max}$	Maximal zahlbarer Preis aus Käufersicht
$P_{\min}$	Minimal zu fordernder Preis aus Verkäufersicht
$R_t$	Residualgewinn der Periode t
$R_t^{\text{APV}}$	APV-basierter Residualgewinn der Periode t
$R_t^{\text{FCF I}}$	FCF-I-Residualgewinn der Periode t
$R_t^{\text{FCF II}}$	FCF-II-Residualgewinn der Periode t
$R_t^{\text{FTE}}$	Equity-basierter Residualgewinn der Periode t
$R_t^{\text{GW,FCF I}}$	Goodwillbasierter Residualgewinn auf Basis des FCF-I-Verfahrens der Periode t
$R_t^{\text{GW,FTE}}$	Goodwillbasierter Residualgewinn auf Basis des Equity-Verfahrens der Periode t
$r_{f,s,\text{ERIC}}$	Risikofreier Zinssatz nach persönlichen Steuern im ERIC-Konzept
$r_{\text{FK}}$	Fremdkapitalkostensatz
$r_{\text{FK},s}$	Fremdkapitalkostensatz nach persönlichen Steuern
$r_t^{\text{Stewart}}$	Stewart's r der Periode t
$RA_t$	Risikoabschlag der Periode t im ERIC-Konzept
$\text{RBF}_{i,n}$	Rentenbarwertfaktor mit Zinssatz i und der Laufzeit n
$\text{RGUW}_{\max}$	Obere Bandbreite des residualgewinnbasierten Unternehmenswertes
$\text{RGUW}_{\min}$	Untere Bandbreite des residualgewinnbasierten Unternehmenswertes
$\text{ROE}_t$	„Return on Equity“ der Periode t
$\text{R}\ddot{\text{O}}G_t^*$	Residualer ökonomischer Gewinn der Periode t mit Ausschüttungsdifferenzeffekt
$\text{R}\ddot{\text{O}}G_t^{\text{Netto}}$	Residualer ökonomischer Netto-Gewinn der Periode t

$ROIC_t$	„Return on Invested Capital“ der Periode t
s	pauschaler Unternehmensteuersatz
$s^{GewSt}$	effektiver Gewerbesteuersatz
$s^{KSt}$	Körperschaftsteuersatz
$s^{AS}$	Abgeltungsteuersatz
$\sigma_j$	Standardabweichung der Rendite des Objekts j
$\sigma_{jk}$	Kovarianz zwischen den Renditen der Objekte j und k
$\sigma_{jM}$	Kovarianz zwischen der Rendite des Objekts j und der Rendite des Marktportfolios M
$\sigma_M$	Standardabweichung der Marktrendite
$\sigma_M^2$	Varianz der Marktrendite
$SA_t$	Sachanlagevermögen der Periode t
$S\check{A}(EAT_t)$	Sicherheitsäquivalent der „Earnings after Tax“ (EAT) in t
$S\check{A}(EBIAT_t)$	Sicherheitsäquivalent der „Earnings before Interest after Tax“ (EBIAT) in t
SW	Substanzwert
$SW_n$	Substanzwert der Periode n der Goodwillrentendauer
$SW_t$	Substanzwert in t
t	Zeitindex
T	Planungshorizont
$T_t$	Tilgungsbetrag (falls positiv) bzw. Fremdkapitalaufnahme (falls negativ) in der Periode t
$TCF_t$	Total-Cash-flow der Periode t
TG	Gemeinsam von Käufer und Verkäufer realisierbarer Transaktionsgewinn
$TG_K$	Transaktionsgewinn des Käufers
$TG_V$	Transaktionsgewinn des Verkäufers
$Th_t$	Rücklagenzuführung in der Periode t
$TS_t^{FK}$	Steuervorteil aus Fremdfinanzierung der Periode t
$TS_t^{\Delta AS}$	Steuervorteil des Ausschüttungsdifferenzeffektes der Periode t
tsm	Tax-Shield-Multiplikator
UW	Unternehmensgesamtwert

$UW_t$	Unternehmensgesamtwert in t
$UW_t^{APV}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem Adjusted-Present-Value-Verfahren
$UW_t^{APV}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem Adjusted-Present-Value-Verfahren in t
$UW_t^{APV RG}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem APV-basiertem Residualgewinnverfahren in t
$UW_t^{CVA}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem CVA-Verfahren in t
$UW_t^{ERIC}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem ERIC-Verfahren in t
$UW_t^{ERIC I}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem ERIC-Verfahren I in t
$UW_t^{ERIC II}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem ERIC-Verfahren II in t
$UW_t^{EVA}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem EVA-Verfahren in t
$UW_t^{EVA I}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem EVA-Verfahren I in t
$UW_t^{EVA II}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem EVA-Verfahren II in t
$UW_t^{EVA I \text{ mod.}}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens auf Basis modifizierter EVA I in t
$UW_t^{FCF}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem Free-Cash-flow-Verfahren
$UW_t^{FCF}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem Free-Cash-flow-Verfahren in t
$UW_t^{FCF I}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem Free-Cash-flow-Verfahren I in t
$UW_t^{FCF II}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem Free-Cash-flow-Verfahren II in t
$UW_t^{FCF RG}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem FCF-basierten Residualgewinnverfahren in t
$UW_t^{FCF I RG}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem FCF-I-basierten Residualgewinnverfahren in t

$UW_t^{FCF II RG}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß dem FCF-II-basierten Residualgewinnverfahren in t
$UW_0^{GW FCF I}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens auf Basis goodwillbasierter FCF-I-Residualgewinne in t
$UW_t^{RÖG*}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens auf Basis des residualen ökonomischen Gewinns in t
$UW_t^{TCF}$	Unternehmensgesamtwert eines verschuldeten Unternehmens gemäß Total-Cash-flow-Verfahren in t
$UW^{UV}$	Unternehmensgesamtwert des unverschuldeten Unternehmens
$UW_t^{UV}$	Unternehmensgesamtwert des unverschuldeten Unternehmens in t
$v$	Abzinsungsfaktor
$V_t$	Vorräte der Periode t
$VLL_t$	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen der Periode t
$WB_t^{\Delta AS}$	Wertbeitrag des Ausschüttungsdifferenzeffektes der Periode t
$WB^{FK}$	Wertbeitrag des Fremdkapitals
$WB_t^{FK}$	Wertbeitrag des Fremdkapitals der Periode t
$x$	Anteil
$ZE_t$	Zukunftserfolg der Periode t
$ZEW$	Zukunftserfolgswert
$ZEW_{max}$	Obere Grenze des Zukunftserfolgswertes
$ZEW_{min}$	Untere Grenze des Zukunftserfolgswertes

## Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abb. 1: Methoden der Unternehmensbewertung	14
Abb. 2: Geschätzte Häufigkeitsfunktion des Zukunftserfolgswertes	72
Abb. 3: Geschätzte Häufigkeitsfunktion des residualgewinnbasierten Unternehmenswertes	72
Abb. 4: Systematisierung von Residualgewinnkonzepten	175
Abb. 5: Einigungsbereich und gemeinsamer Transaktionsgewinn	181
Abb. 6: Verhandlungsablauf bei Darlegung unbegründeter Preisgebote	182
Abb. 7: Argumentationswert des Käufers in Form einer Bandbreite	184
Abb. 8: Idealtypische Verhandlungsverläufe	185
Abb. 9: Diskreter Verhandlungsprozess mit sequentieller Angebotsabgabe	187
Abb. 10: Eigenschaften des Argumentationswertes	189
Abb. 11: Verhandlungssituation aus Sicht des Käufers	192
Abb. 12: Argumentationsfaktoren in der Unternehmensbewertung	196
Abb. 13: Determinanten des Eigenkapitalkostensatzes gemäß CAPM	211
Abb. 14: Finale Einordnung des Residualgewinnverfahrens	241

# Tabellenverzeichnis

	Seite
Tab. 1: Gliederung der Erfolgsrechnung	23
Tab. 2: Ermittlung des freien Cash-flows	24
Tab. 3: Ermittlung des „Total Cash Flow“	24
Tab. 4: Ermittlung des „Netto Cash Flow“	25
Tab. 5: Ausprägungen des Rekonstruktionswertes	31
Tab. 6: Ausprägungen des Faktors b bei den Varianten der kombinierten Bewertungsverfahren	35
Tab. 7: Annahmen Beispielrechnung	115
Tab. 8: Geplante Werttreiber für die Jahre 2020 bis 2023	117
Tab. 9: Geplante Werttreiber für die Jahre 2024 bis 2027 ff.	117
Tab. 10: Geplante Bilanzen für die Jahre 2020 bis 2023	118
Tab. 11: Geplante Bilanzen für die Jahre 2024 bis 2027 ff.	118
Tab. 12: Geplante Gewinn- und Verlustrechnungen für die Jahre 2020 bis 2023	119
Tab. 13: Geplante Gewinn- und Verlustrechnungen für die Jahre 2024 bis 2027 ff.	120
Tab. 14: Geplante Entwicklung des Kapitaldienstes für die Jahre 2017 bis 2027 ff.	121
Tab. 15: Geplante Investitionen, Abschreibungen, Kreditaufnahmen und Tilgungen für die Jahre 2017 bis 2019	122
Tab. 16: Geplante Investitionen, Abschreibungen, Kreditaufnahmen und Tilgungen für die Jahre 2020 bis 2023	122
Tab. 17: Geplante Investitionen, Abschreibungen, Kreditaufnahmen und Tilgungen für die Jahre 2024 bis 2027 ff.	122
Tab. 18: Geplante freie Cash-flows für die Jahre 2020 bis 2023	123
Tab. 19: Geplante freie Cash-flows für die Jahre 2024 bis 2027 ff.	123

Tab. 20:	Geplante Netto-Cash-flows für die Jahre 2020 bis 2023	124
Tab. 21:	Geplante Netto-Cash-flows für die Jahre 2024 bis 2027 ff.	124
Tab. 22:	Unternehmensbewertung mit dem APV-Verfahren	127
Tab. 23:	Unternehmensbewertung mit dem Residualgewinnverfahren (APV-Schreibweise)	129
Tab. 24:	Unternehmensbewertung mit dem „Flow-to-Equity“-Verfahren	130
Tab. 25:	Unternehmensbewertung mit dem Netto-Residualgewinnverfahren	131
Tab. 26:	Unternehmensbewertung mit dem FCF-Verfahren I	132
Tab. 27:	Unternehmensbewertung mit dem FCF-Verfahren II	133
Tab. 28:	Unternehmensbewertung mit dem Brutto-Residualgewinnverfahren I	134
Tab. 29:	Unternehmensbewertung mit dem Brutto-Residualgewinnverfahren II	134
Tab. 30:	Bestimmung des „Net Operating Profit After Taxes“ mittels direkter und indirekter Methode	140
Tab. 31:	Bestimmung des „Capital“ mittels aktivischer Berechnung	141
Tab. 32:	Bestimmung des „Capital“ mittels passivischer Berechnung	142
Tab. 33:	Unternehmensbewertung anhand des EVA-Verfahrens I (Capital-Charge-Schreibweise)	150
Tab. 34:	Unternehmensbewertung anhand des EVA-Verfahrens II (Capital-Charge-Schreibweise)	150
Tab. 35:	Unternehmensbewertung anhand des EVA-Verfahrens I (Value-Spread-Schreibweise)	150
Tab. 36:	Unternehmensbewertung anhand des EVA-Verfahrens II (Value-Spread-Schreibweise)	151
Tab. 37:	Ermittlung der Bruttoinvestitionsbasis	155
Tab. 38:	Bestimmung des Brutto-Cash-flows	156
Tab. 39:	Unternehmensbewertung anhand des CVA-Verfahrens	159
Tab. 40:	Unternehmensbewertung anhand des Brutto-ERIC-Verfahrens I (Capital-Charge-Schreibweise)	166

Tab. 41:	Unternehmensbewertung anhand des Brutto-ERIC-Verfahrens II (Capital-Charge- Schreibweise)	167
Tab. 42:	Unternehmensbewertung anhand des Netto-ERIC-Verfahrens I (Capital-Charge-Schreibweise)	167
Tab. 43:	Unternehmensbewertung anhand des Brutto-ERIC-Verfahrens I (Value-Spread-Schreibweise)	168
Tab. 44:	Unternehmensbewertung anhand des Netto-ERIC-Verfahrens (Value-Spread-Schreibweise)	168
Tab. 45:	Unternehmensbewertung anhand marktwertbasierter Residualgewinne (Brutto-Variante)	172
Tab. 46:	Unternehmensbewertung anhand marktwertbasierter Residualgewinne (Netto-Variante)	172
Tab. 47:	Unternehmensbewertung anhand goodwillbasierter Residualgewinne (Brutto-Verfahren)	173
Tab. 48:	Unternehmensbewertung anhand goodwillbasierter Residualgewinne (Netto-Verfahren)	174
Tab. 49:	Inkompatible Prämissen der DCF-Modellbausteine	177
Tab. 50:	Auswirkungen einer Variation des Basiszinssatzes auf den Unternehmenswert	213
Tab. 51:	Auswirkungen einer Variation der Marktrisikoprämie auf den Unternehmenswert	214
Tab. 52:	Auswirkungen einer Variation des Betafaktors auf den Unternehmenswert	215
Tab. 53:	Barwert in Abhängigkeit von Zukunftserfolg und Kalkulationszinsfuß	217
Tab. 54:	Unternehmensbewertung anhand des EVA-Verfahrens I bei Aktivierung von Forschungs- und Entwicklungskosten	220
Tab. 55:	Unternehmensbewertung anhand des EVA-Verfahrens I bei Eliminierung der Position „Anlagen in Bau“	221
Tab. 56:	Gegenüberstellung Renditen Residualgewinnvarianten	224

---

Tab. 57:	Gegenüberstellung Renditen Residualgewinnvarianten nach Variation der Kapitalbasis	224
Tab. 58:	Unternehmensbewertung anhand des EVA-Verfahrens I bei Erhöhung des Fade-Faktors	230
Tab. 59:	Unternehmensbewertung anhand des Netto-Residualgewinnverfahrens bei Erhöhung des Fade-Faktors	230
Tab. 60:	Unternehmensbewertung anhand des EVA-Verfahrens I bei Herabsetzung des Fade-Faktors	234
Tab. 61:	Unternehmensbewertung anhand des Netto-Residualgewinnverfahrens bei Herabsetzung des Fade-Faktors	234
Tab. 62:	Unternehmensbewertung anhand des Brutto-ERIC-Verfahrens I bei Herabsetzung des Fade-Faktors	235
Tab. 63:	Unternehmensbewertung anhand des Netto-ERIC-Verfahrens bei Herabsetzung des Fade-Faktors	235
Tab. 64:	Geplante Werttreiber für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration marktorientierter Ansatz)	322
Tab. 65:	Geplante Bilanzen für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration marktorientierter Ansatz)	322
Tab. 66:	Geplante Gewinn- und Verlustrechnungen für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration marktorientierter Ansatz)	323
Tab. 67:	Geplante freie Cash-flows für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration marktorientierter Ansatz)	324
Tab. 68:	Geplante Netto-Cash-flows für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration marktorientierter Ansatz)	324
Tab. 69:	Geplante Werttreiber für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration ressourcenorientierter Ansatz)	325
Tab. 70:	Geplante Bilanzen für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration ressourcenorientierter Ansatz)	325
Tab. 71:	Geplante Gewinn- und Verlustrechnungen für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration ressourcenorientierter Ansatz)	326

Tab. 72:	Geplante freie Cash-flows für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration ressourcenorientierter Ansatz)	327
Tab. 73:	Geplante Netto-Cash-flows für die Jahre 2024 bis 2027 ff. (Integration ressourcenorientierter Ansatz)	327