
Kapitalmarktorientierte Konzernbewertung

Ulrike Schirmer

Kapitalmarktorientierte Konzernbewertung

 Springer Gabler

Ulrike Schirmer
Göttingen, Deutschland

Dissertation der Georg-August-Universität Göttingen, 2014

ISBN 978-3-658-08474-5 ISBN 978-3-658-08475-2 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-658-08475-2

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2015

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Fachmedien Wiesbaden ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media (www.springer.com)

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Controlling der Philipps-Universität Marburg und an der Professur für Finanzen und Controlling der Georg-August-Universität Göttingen. Im Juni 2014 wurde sie von der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen. Bedanken möchte ich mich bei den Menschen, die mich auf dem langen und nicht immer einfachen Weg begleitet und zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Prof. Dr. Stefan Dierkes. Er hat mich fachlich nachhaltig geprägt und mich durch seine Diskussionsbereitschaft und seine wertvollen Hinweise bei der Erstellung der Arbeit unterstützt. Zudem möchte ich Herrn Prof. Dr. Michael Wolff für die Übernahme des Zweitgutachtens und Herrn Prof. Dr. Olaf Korn für sein Mitwirken in der Prüfungskommission herzlich danken.

Ferner möchte ich mich bei meinen ehemaligen Kollegen und Hilfskräften für die schöne Zeit als Doktorandin und wissenschaftliche Mitarbeiterin bedanken. Insbesondere danke ich Herrn Dr. Ulrich Schäfer für den intensiven fachlichen Austausch, die gute Zusammenarbeit und die netten Kaffeepausen.

Bei Herrn Dr. Michael Stephani möchte ich mich ganz besonders für die liebevolle persönliche Unterstützung bedanken. Zudem hat er mich fachlich insbesondere im Bereich der Konzernbesteuerung stets hervorragend beraten.

Ein herzliches Dankeschön gilt meiner Familie für den Rückhalt, den Zuspruch und die Unterstützung in nicht fachlicher Hinsicht. Meinen Eltern danke ich von Herzen, dass sie mir auf meinem bisherigen Lebensweg vorbehaltlos zur Seite standen, mich gefördert und mir das Studium ermöglicht haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Osnabrück, im November 2014

Ulrike Schirmer

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Symbolverzeichnis.....	XV
Abbildungsverzeichnis.....	XIX
Tabellenverzeichnis.....	XXI
Anlagenverzeichnis	XXV
1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Gang der Untersuchung	5
2. Einführung in das Rechnungswesen des Konzerns und die kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung.....	7
2.1 Der Konzern als Rechts- und Unternehmensform.....	7
2.1.1 Der aktienrechtliche und der betriebswirtschaftliche Konzernbegriff.....	7
2.1.2 Möglichkeiten der Konzernorganisation	9
2.1.3 Finanzierungsformen im Konzern	9
2.2 Das Rechnungswesen des Konzerns	12
2.2.1 Begriff und Struktur des Rechnungswesens eines Konzerns	12
2.2.2 Der Konzernabschluss	15
2.2.2.1 Aufgaben und Zwecke des Konzernabschlusses.....	15
2.2.2.2 Pflicht zur Konzernabschlusserstellung für deutsche Kapitalgesellschaften.....	18
2.2.2.3 Grundlagen der Konzernabschlusserstellung und Abgrenzung des Konsolidierungskreises gemäß IFRS	19

2.2.2.4	Vollkonsolidierung der in den Konzernabschluss einzubeziehenden Einzelabschlüsse	24
2.2.2.4.1	Kapitalkonsolidierung.....	24
2.2.2.4.2	Konsolidierung der Schuldverhältnisse	27
2.2.2.4.3	Eliminierung von Zwischenergebnissen und Konsolidierung der Gewinn- und Verlustrechnung.....	29
2.2.2.5	At Equity Bilanzierung.....	33
2.2.2.6	Segmentberichterstattung gemäß IFRS 8 und Kapitalflussrechnung nach IAS 7.....	34
2.2.3	Besteuerung von Konzernen und Berücksichtigung latenter Steuern im Konzernabschluss.....	37
2.2.3.1	Konzernbesteuerung bei Einzelveranlagung und Organschaft bei nationalen Beteiligungen	37
2.2.3.1.1	Konzernbesteuerung bei steuerlicher Einzelveranlagung	37
2.2.3.1.2	Konzernbesteuerung bei ertragsteuerlicher Organschaft.....	44
2.2.3.2	Konzernbesteuerung unter Berücksichtigung grenzüberschreitender Transaktionen	49
2.2.3.2.1	Einführung in die internationale Konzernbesteuerung	49
2.2.3.2.2	Konzernbesteuerung bei ausländischen Direktgeschäften und Betriebsstätten	51
2.2.3.2.3	Konzernbesteuerung bei internationalen Beteiligungen.....	56
2.2.3.3	Relevante Regelungen der IFRS für die Konzernbesteuerung.....	61
2.2.4	Zusammenfassung der für die Konzernbewertung relevanten steuerlichen Regelungen.....	62

2.3	Grundlagen einer kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung	63
2.3.1	Einführung in die kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung	63
2.3.2	Kapitalmarkttheoretische Grundlagen.....	68
2.3.2.1	Der Zusammenhang zwischen Kapitalstruktur, Marktwert und Kapitalkostensätzen eines Unternehmens..	68
2.3.2.2	Zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes und des Fremdkapitalkostensatzes	76
2.3.2.3	Grundlegende Annahmen zur Anwendung der Discounted Cashflow Verfahren	85
2.3.2.4	Darstellung des Free Cash Flow Verfahrens bei wertabhängiger Finanzierung	86
2.3.2.5	Darstellung des Adjusted Present Value Verfahrens bei autonomer Finanzierung.....	88
2.4	Zusammenfassung	89

3. Die Bewertung von Konzernen bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung.....	91
3.1 Einführung in die kapitalmarktorientierten Konzernbewertung	91
3.1.1 Grundlagen der Bewertung von Konzernen	91
3.1.2 Systematisierung der für die Konzernbewertung relevanten Aspekte.....	93
3.1.3 Planungsrechnungen als Grundlage einer kapitalmarktorientierten Konzernbewertung	97
3.2 Bewertung eines Konzerns unter Vernachlässigung von Unternehmensteuern.....	101
3.2.1 Berücksichtigung von Gewinnabführungsvereinbarungen und spezifischen Detailplanungsphasen als Basisfall.....	101
3.2.2 Berücksichtigung spezifischer Eigenkapitalkostensätze einzelner Konzernunternehmen	114
3.2.3 Auswirkungen der konzerninternen Fremdfinanzierung.....	117
3.2.4 Auswirkungen konzerninterner Lieferungs- und Leistungsverflechtungen.....	123
3.2.5 Berücksichtigung von Minderheitseignern.....	138
3.2.6 Ableitung eines allgemeinen Konzernbewertungskalküls.....	144
3.3 Bewertung eines Konzerns unter Berücksichtigung von Unternehmensteuern.....	150
3.3.1 Grundlagen und Annahmen einer Konzernbewertung bei einer Vorsteuerrechnung.....	150
3.3.2 Bewertung eines Konzerns bei autonomer Finanzierung.....	152
3.3.2.1 Konzernbewertung bei steuerlicher Einzelveranlagung....	152
3.3.2.2 Konzernbewertung bei ertragsteuerlicher Organschaft.....	166
3.3.3 Bewertung eines Konzerns bei wertabhängiger Finanzierung	172
3.3.3.1 Konzernbewertung bei steuerlicher Einzelveranlagung....	172
3.3.3.2 Konzernbewertung bei ertragsteuerlicher Organschaft.....	182
3.3.4 Vergleich der Konzernbewertung bei steuerlicher Einzelveranlagung und ertragsteuerlicher Organschaft.....	184

Inhaltsverzeichnis	XI
3.3.5 Illustration anhand einer Fallstudie	187
3.3.5.1 Annahmen	187
3.3.5.2 Konzernbewertung bei autonomer Finanzierung und steuerlicher Einzelveranlagung	189
3.3.5.3 Konzernbewertung bei autonomer Finanzierung und ertragsteuerlicher Organschaft	200
3.3.5.4 Konzernbewertung bei wertabhängiger Finanzierung und steuerlicher Einzelveranlagung	202
3.3.5.5 Konzernbewertung bei wertabhängiger Finanzierung und ertragsteuerlicher Organschaft	207
3.3.5.6 Vergleich der Marktwerte bei steuerlicher Einzelveranlagung und ertragsteuerlicher Organschaft	211
3.4 Berücksichtigung weiterer Aspekte bei der Konzernbewertung	213
3.4.1 Charakteristika des eingeschwungenen Zustands der Konzernunternehmen und des Konzerns	213
3.4.2 Berücksichtigung von Synergieeffekten.....	216
3.4.3 Zur Bewertung eines Konzerns unter Berücksichtigung ausländischer Tochterunternehmen	218
3.4.4 Zur Bewertung von Gemeinschaftsunternehmen und Assoziierten Unternehmen	220
3.4.5 Zur Konzernbewertung auf Basis von Segmentrechnungen	221
3.4.6 Zur gemischten Finanzierung von Konzernen	223
3.4.7 Weitere Besonderheiten.....	225
4. Fazit und Ausblick.....	227
Anlagen	233
Literaturverzeichnis	247

Abkürzungsverzeichnis

AG	andere Gesellschafter
AktG	Aktiengesetz
AStG	Außensteuergesetz
APV	Adjusted Present Value
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
F.	Framework
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FCF	Free Cash Flow
FtE	Flow to Equity
GewStG	Gewerbsteuergesetz
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standard(s)
IFRS	International Financial Accounting Standard(s)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
KStG	Körperschaftsteuergesetz
MA	Musterabkommen
MU	Mutterunternehmen
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
ROIC	Return on Invested Capital
TCF	Total Cash Flow
TU	Tochterunternehmen
UKV	Umsatzkostenverfahren
ZGE	zahlungsmittelgenerierende Einheit

Symbolverzeichnis

Indizes und Exponenten

AG	andere Gesellschafter
D	Dividende
ex	konzernextern
FCF	Free Cash Flow
FK	Fremdkapital
FKZ	Fremdkapitalzinsen
FtE	Flow to Equity
g	Gewerbesteuer
i	Index der inländischen Tochterunternehmen, $i = 1, \dots, I$
in	konzernintern
j	Wertpapierindex, $j = 1, \dots, J$
k	Körperschaftsteuer
K	Konzern
LL	Lieferungen und Leistungen
M	Marktportfolio
O	Organschaft
P	Mutterunternehmen
R	Referenzunternehmen
sz	Solidaritätszuschlag
t	Periodenindex, $t = 1, \dots, T$
TCF	Total Cash Flow
u	unverschuldet
v	verschuldet
ℓ	Periodenindex, $\ell = 1, \dots, T$

Variablen

A_t	Aufwand in der t-ten Periode
BE_t	Beteiligungsertrag in der t-ten Periode
BET_t	Beteiligung zum Zeitpunkt t
D_t	Dividende in der t-ten Periode
ek	Eigenkapitalkostensatz
$E[\cdot]$	Erwartungswertoperator
$EBIT_t$	Earnings before Interest and Taxes in der t-ten Periode
EK_t	Buchwert des Eigenkapitals zum Zeitpunkt t
fk	Fremdkapitalkostensatz
FK_t	(Marktwert des) Fremdkapitals zum Zeitpunkt t
FOR_t	Forderungen zum Zeitpunkt t
g	nominale Wachstumsrate
GW_t	Goodwill zum Zeitpunkt t
HK_t	Herstellungskosten in der t-ten Periode
i	risikoloser Zinssatz
IC_t	investiertes Kapital zum Zeitpunkt t
J_t	Jahresüberschuss in der t-ten Periode
k	gewichteter Kapitalkostensatz
k^*	Kapitalkostensatz bei wertabhängiger Finanzierung
L_t	Verschuldungsgrad zum Zeitpunkt t
MEK_t	Marktwert des Eigenkapitals zum Zeitpunkt t
MTS_t	Marktwert des Tax Shield zum Zeitpunkt t
MW_t	Marktwert des Unternehmens zum Zeitpunkt t
n	Nettoinvestitionsrate
NI_t	Nettoinvestitionen in der t-ten Periode
$NOPLAT_t$	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes in der t-ten Periode
$ROIC_t$	Return on Invested Capital zum Zeitpunkt t
RV_t	Restwert zum Zeitpunkt t
s	Ertragsteuersatz

S_t	Ertragsteuer in der t-ten Periode
SEA_t	sonstige Erträge und Aufwendungen in der t-ten Periode
T_t	Thesaurierung in der t-ten Periode
TS_t	Tax Shield in der t-ten Periode
U_t	Umsatzerlöse in der t-ten Periode
V_t	Vermögenswerte zum Zeitpunkt t
VB_t	Verbindlichkeiten zum Zeitpunkt t
VZ_t	Bestand verzehrter Vermögenswerte zum Zeitpunkt t
w	reale Wachstumsrate
z_t	Zahlungen in der t-ten Periode
Z_t	Fremdkapitalzinsen in der t-ten Periode
ZE_t	Zinserträge in der t-ten Periode
ZG_t	Zwischengewinn in der t-ten Periode
α_t	Anteil der konzerninternen Umsatzerlöse des Tochterunternehmens, der in der Periode t als Forderung verbucht wird
β	Betafaktor
γ	Anteil des Mutterunternehmens an einem Tochterunternehmen
Δ	Veränderung
λ_t	ergebniswirksam erfasster Anteil der Lieferungen und Leistungen der Periode t
μ	Erwartungswert der Rendite
π	Inflationsrate
θ_t	Fremdkapitalquote zum Zeitpunkt t
σ	Standardabweichung der Rendite
v_t	Anteil der konzerninternen Vermögenswerte, der verbraucht wird
ω_t	Anteil der Forderungen, der in der Periode t beglichen wird

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abbildung 1: Systematisierung der relevanten Outbound-Aktivitäten	51
Abbildung 2: Systematisierung der Verflechtungen und Besonderheiten zwischen Mutter- und Tochterunternehmen	96
Abbildung 3: Berücksichtigung von Gewinnabführungsvereinbarungen	103
Abbildung 4: Berücksichtigung konzernunternehmensspezifischer Kapitalkostensätze	115
Abbildung 5: Berücksichtigung einer konzerninternen Fremdfinanzierung	117
Abbildung 6: Berücksichtigung konzerninterner Lieferungs- und Leistungsverflechtungen	123
Abbildung 7: Berücksichtigung von Minderheitseignern	139

Tabellenverzeichnis

	Seite
Tabelle 1: Varianten der Konzernbewertung	6
Tabelle 2: Systematisierung der Finanzierungsformen in einem Konzern	12
Tabelle 3: Überblick über die steuerlichen Regelungen für einen inländisch tätigen Konzern	62
Tabelle 4: Überblick über die steuerlichen Regelungen für einen international tätigen Konzern.....	63
Tabelle 5: Unlevering und Relevering bei autonomer und wertabhängiger Finanzierung.....	82
Tabelle 6: Unlevering und Relevering mit dem Fremdkapitalkostensatz.....	84
Tabelle 7: Reine Finanzierungspolitiken des Konzerns.....	95
Tabelle 8: Gemischte Finanzierungspolitiken des Konzerns.....	95
Tabelle 9: Erstellung der GuV auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	106
Tabelle 10: Erstellung der Bilanz auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	110
Tabelle 11: Ermittlung des freien Cashflow auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	111
Tabelle 12: Erstellung der GuV auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	118
Tabelle 13: Erstellung der Bilanz auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	120
Tabelle 14: Ermittlung des freien Cashflow auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	121
Tabelle 15: Erstellung der GuV auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	130
Tabelle 16: Erstellung der Bilanz auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	135
Tabelle 17: Ermittlung des freien Cashflow auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	137
Tabelle 18: Erstellung der GuV auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	140

Tabelle 19: Erstellung der Bilanz auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	141
Tabelle 20: Ermittlung des freien Cashflow auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	142
Tabelle 21: Erstellung der GuV auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	145
Tabelle 22: Erstellung der Bilanz auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	146
Tabelle 23: Ermittlung des freien Cashflow auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	147
Tabelle 24: Erstellung der GuV auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	155
Tabelle 25: Ermittlung des freien Cashflow auf Einzelunternehmens- und Konzernebene	157
Tabelle 26: Teilsteuersätze der Konzernunternehmen bei steuerlicher Einzelveranlagung	161
Tabelle 27: Teilsteuersätze der Konzernunternehmen bei ertragsteuerlicher Organschaft	169
Tabelle 28: Teilsteuersätze bei Einzelveranlagung und Organschaft	185
Tabelle 29: Kapitalkostensätze bei wertabhängiger Finanzierung	186
Tabelle 30: Kapitalkostensätze der Konzernunternehmen.....	188
Tabelle 31: Fremdkapitalbestände der Konzernunternehmen und des Konzerns....	188
Tabelle 32: Fremdkapitalquoten der Konzernunternehmen und des Konzerns.....	188
Tabelle 33: Teilsteuersätze der Konzernunternehmen.....	189
Tabelle 34: Planungsrechnungen des Tochterunternehmens.....	191
Tabelle 35: Planungsrechnungen des Mutterunternehmens.....	193
Tabelle 36: Planungsrechnungen des Konzerns.....	195
Tabelle 37: Bewertung des Tochterunternehmens.....	198
Tabelle 38: Bewertung des Mutterunternehmens	198
Tabelle 39: Bewertung des Konzerns	198

Tabelle 40: Eigenkapitalkostensätze des unverschuldeten Konzerns.....	199
Tabelle 41: Bewertung des Konzerns	199
Tabelle 42: Erwartete Unternehmensteuern der Konzernunternehmen.....	200
Tabelle 43: Erwartete freie Cashflows der Konzernunternehmen und des Konzerns.....	200
Tabelle 44: Tax Shields der Konzernunternehmen.....	200
Tabelle 45: Bewertung des Tochterunternehmens.....	201
Tabelle 46: Bewertung des Mutterunternehmens	201
Tabelle 47: Bewertung des unverschuldeten Konzerns	201
Tabelle 48: Eigenkapitalkostensätze des unverschuldeten Konzerns.....	202
Tabelle 49: Bewertung des Konzerns	202
Tabelle 50: Eigenkapitalkostensätze des verschuldeten Konzerns.....	203
Tabelle 51: Gewichtete Kapitalkostensätze des Konzerns	203
Tabelle 52: Bewertung des Konzerns	204
Tabelle 53: Bewertung des Konzerns	204
Tabelle 54: Bewertung der unverschuldeten Konzernunternehmen.....	204
Tabelle 55: Erwartete Fremdkapitalbestände der Konzernunternehmen.....	204
Tabelle 56: Erwartete Tax Shields der Konzernunternehmen	205
Tabelle 57: Erwartete Marktwerte der Tax Shields der Konzernunternehmen	206
Tabelle 58: Erwartete Marktwerte der verschuldeten Konzernunternehmen	206
Tabelle 59: Erwartete Marktwerte des Eigenkapitals der verschuldeten.....	207
Tabelle 60: Eigenkapitalkostensätze des verschuldeten Konzerns.....	208
Tabelle 61: Gewichtete Kapitalkostensätze des Konzerns	208
Tabelle 62: Bewertung des Konzerns	208
Tabelle 63: Bewertung des Konzerns	208
Tabelle 64: Bewertung der unverschuldeten Konzernunternehmen.....	209
Tabelle 65: Erwartete Fremdkapitalbestände der Konzernunternehmen.....	209
Tabelle 66: Erwartete Tax Shields der Konzernunternehmen	209

Tabelle 67: Erwartete Marktwerte der Tax Shields der Konzernunternehmen	210
Tabelle 68: Erwartete Marktwerte der verschuldeten Konzernunternehmen	210
Tabelle 69: Erwartete Marktwerte des Eigenkapitals der verschuldeten.....	211
Tabelle 70: Vergleich der Marktwerte bei autonomer Finanzierung.....	211
Tabelle 71: Vergleich der Marktwerte bei wertabhängiger Finanzierung	212

Anlagenverzeichnis

	Seite
Anlage A: Herleitung der Kapitalkostensätze bei autonomer Finanzierung	233
Anlage B: Herleitung der Kapitalkostensätze bei wertabhängiger Finanzierung.....	235
Anlage C: Herleitung der Kapitalkostensätze des Konzerns bei wert- abhängiger Finanzierung und steuerlicher Einzelveranlagung.....	237
Anlage D: Herleitung der Kapitalkostensätze des Konzerns bei wert- abhängiger Finanzierung und ertragsteuerlicher Organschaft.....	242