

# Unternehmensbewertung

von

Dr. Dr. h. c. Jochen Drukarczyk

Professor für Betriebswirtschaftslehre  
an der Universität Regensburg

4., überarbeitete und erweiterte Auflage

Verlag Franz Vahlen München

# Inhaltsverzeichnis

|                                                                                                |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Vorwort zur ersten Auflage.....                                                                | V         |
| Vorwort zur vierten Auflage.....                                                               | VII       |
| Verzeichnis der Tabellen.....                                                                  | XVI       |
| Verzeichnis der Abbildungen.....                                                               | XX        |
| Verzeichnis der Übungsaufgaben.....                                                            | XXII      |
| Verzeichnis häufig benutzter Symbole.....                                                      | XXIII     |
| <br>                                                                                           |           |
| <b>1. Kapitel: Einführung.....*</b>                                                            | <b>1</b>  |
| <br>                                                                                           |           |
| <b>2. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Sicherheit.....</b>                                | <b>7</b>  |
| I. Vielfalt an Methoden.....                                                                   | 7         |
| II. Vorläufige Definition der bewertungsrelevanten Zahlungen. . . . .                          | 10        |
| III. Einstieg in das Bewertungsproblem: Von der Pay-back-<br>Methode zum Nettokapitalwert..... | 11        |
| IV. Übungsaufgaben.....                                                                        | 16        |
| V. Literaturhinweise.....                                                                      | 20        |
| <br>                                                                                           |           |
| <b>3. Kapitel: Investitionsentscheidung bei Sicherheit und<br/>steuerliche Normen.....</b>     | <b>23</b> |
| I. Einführung: Eine einfache Gewinnsteuer.....                                                 | 23        |
| 1. Annahmen.....                                                                               | 23        |
| 2. Gewinnsteuer und Eigenfinanzierung.....                                                     | 24        |
| 3. Gewinnsteuer und Fremdfinanzierung.....                                                     | 25        |
| 4. Nettokapitalwert und Mischfinanzierung.....                                                 | 27        |
| a. Nettomethode.....                                                                           | 28        |
| b. Bruttomethode:.....                                                                         | 28        |
| II. Vereinfachte Darstellung des deutschen Steuersystems. . . . .                              | 32        |
| 1. Vorbemerkung.....                                                                           | 32        |
| 2. Überblick.....                                                                              | 32        |

|           |                                                                           |           |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.        | Substanzsteuern.....                                                      | 33        |
| a.        | Vermögensteuer.....                                                       | 33        |
| b.        | Gewerbekapitalsteuer.....                                                 | 36        |
| 4.        | Ertragsteuern.....                                                        | 37        |
| a.        | Gewerbeertragsteuer.....                                                  | 37        |
| b.        | Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer.....                                   | 38        |
| (1)       | Einkommensteuer.....                                                      | 38        |
| (2)       | Körperschaftsteuer und Anrechnungsverfahren.....                          | 40        |
| (3)       | Körperschaftsteuer und Halbeinkünfteverfahren.....                        | 41        |
| III.      | Eigenfinanzierung und Anrechnungsverfahren.....                           | 43        |
| IV.       | Fremdfinanzierung und Anrechnungsverfahren.....                           | 54        |
| V.        | Eigenfinanzierung und Halbeinkünfteverfahren.....                         | 57        |
| VI.       | Übungsaufgaben.....                                                       | 61        |
| VII.      | Literaturhinweise.....                                                    | 70        |
| <b>4.</b> | <b>Kapitel: Investitionsentscheidung bei Unsicherheit.....</b>            | <b>73</b> |
| I.        | Der einperiodige Fall.....                                                | 73        |
| 1.        | Problembeschreibung.....                                                  | 73        |
| a.        | Risiko als Eigenschaft des Projektes.....                                 | 73        |
| b.        | Risikobeitrag im Rahmen des Entscheidungsfeldes.....                      | 77        |
| 2.        | Individuelle Risikoneigung, Erwartungswert und Sicherheitsäquivalent..... | 78        |
| 3.        | Nettokapitalwert und Unsicherheit.....                                    | 79        |
| II.       | Der mehrperiodige Fall.....                                               | 82        |
| III.      | Mehrstufige Entscheidungen.....                                           | 87        |
| IV.       | Zwischenergebnisse.....                                                   | 92        |
| V.        | Übungsaufgaben.....                                                       | 93        |
| VI.       | Komplexitätsreduktion.....                                                | 99        |
| 1.        | Problem.....                                                              | 99        |
| 2.        | Erste Vereinfachung.....                                                  | 101       |
| 3.        | Zweite Vereinfachung.....                                                 | 107       |
| VII.      | Literaturhinweise.....                                                    | 117       |

|                                                                                                               |            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>5. Kapitel: Unternehmensbewertung</b> .....                                                                | <b>119</b> |
| I. Einleitung.....                                                                                            | 119        |
| II. Fragestellungen und Wertkonzeptionen.....                                                                 | 122        |
| 1. Anlässe zur Bewertung von Unternehmen oder Unterneh-<br>mensanteilen.....                                  | 122        |
| 2. Bewertungszwecke und Wertkonzeptionen.....                                                                 | 128        |
| III. Zwei Konzeptionen der Gewinnung von Barwerten<br>(Grenzpreisen).....                                     | 136        |
| 1. Individualistischer Ansatz.....                                                                            | 137        |
| 2. Marktmäßig objektivierte Risikoprämie.....                                                                 | 141        |
| IV. Welche Überschüsse sind entziehbar (ausschüttbar)?.....                                                   | 144        |
| 1. Das Prinzip.....                                                                                           | 144        |
| 2. Eine einfache Definition für entziehbare Überschüsse<br>(freie Cash-flows).....                            | 144        |
| 3. Modifikationen durch Ausschüttungssperren und steuerli-<br>che Überlegungen im Anrechnungsverfahren.....   | 146        |
| 4. Modifikationen durch Ausschüttungssperren und steuerli-<br>che Überlegungen im Halbeinkünfteverfahren..... | 151        |
| 5. Entziehbare Überschüsse, Steuern und<br>Rechnungslegungsnormen.....                                        | 154        |
| a. 1. Fall: Jahresüberschuß-bezogene Vollausschüttung . . . .                                                 | 158        |
| b. 2. Fall: Jahresüberschuß-bezogene Teilausschüttung . . . .                                                 | 161        |
| 6. Entziehbare Überschüsse und Kapitalstruktur - ein<br>Beispiel..... '!'.....                                | 164        |
| a. Problem.....                                                                                               | 164        |
| b. Ein Beispiel.....                                                                                          | 165        |
| 7. Ergebnisse.....                                                                                            | 175        |
| 8. Übungsaufgaben.....                                                                                        | 177        |
| V. Unternehmensgesamtwert und Kapitalstruktur - Einführung . . . .                                            | 179        |
| 1. Das Problem: Der Einfluß der Kapitalstruktur.....                                                          | 179        |
| 2. Eine Welt mit einer einfachen Gewinnbesteuerung . . . . .                                                  | 188        |
| 3. Eine Welt mit Doppelbesteuerung.....                                                                       | 191        |
| 4. Anrechnungsverfahren.....                                                                                  | 194        |
| 5. Halbeinkünfteverfahren.....                                                                                | 196        |

|                                                                                                        |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 6. Zwischenergebnisse.....                                                                             | 198 |
| VI. Discounted Cash-flow-Methoden - Überblick.....                                                     | 199 |
| 1. Überblick und Beispiel.....                                                                         | 199 |
| 2. Informationsbasis und Anwendbarkeit der Ansätze im<br>Fall der unendlichen Rente.....               | 206 |
| VII. APV-Ansatz.....                                                                                   | 209 |
| 1. Autonome versus atmende Finanzierungsstrategie.....                                                 | 209 |
| 2. Beispiel: autonome Finanzierungsstrategie und Bewer-<br>tung.....                                   | 210 |
| 3. Konzeption des APV-Ansatzes: Zerlege und bewerte!.....                                              | 214 |
| 4. APV-Ansatz und Anrechnungsverfahren.....                                                            | 215 |
| a. Ermittlung des Wertes bei Eigenfinanzierung.....                                                    | 217 |
| b. Werteinfluss der Ausschüttungsstrategie.....                                                        | 220 |
| c. Werteinfluss der Kapitalstruktur:<br>Unternehmensteuereffekt.....                                   | 221 |
| d. Wertbeiträge durch Rückstellungsbildung und<br>Tilgung von Fremdkapital: Einkommensteuereffekt..... | 223 |
| e. Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals und<br>Einschätzung des Ansatzes.....                       | 229 |
| 5. APV-Ansatz und Halbeinkünfteverfahren.....                                                          | 234 |
| a. Ermittlung des Wertes bei Eigenfinanzierung.....                                                    | 234 |
| b. Werteinfluss der Kapitalstruktur:<br>Unternehmensteuereffekt.....                                   | 235 |
| c. Einkommensteuereffekte.....                                                                         | 237 |
| d. Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals.....                                                        | 252 |
| e. Exkurs: Wertermittlung, wenn Risikoniveau II der<br>relevante Bezugspunkt wäre.....                 | 253 |
| VIII. WACC-Ansatz.....                                                                                 | 259 |
| 1. Konzeption und Anwendungsprobleme.....                                                              | 259 |
| 2. Autonome Finanzierungsstrategie und WACC.....                                                       | 261 |
| a. Charakterisierung.....                                                                              | 261 |
| b. Einfache Gewinnbesteuerung und periodenspezifische<br>durchschnittliche Kapitalkosten.....          | 262 |
| c. Ein Beispiel.....                                                                                   | 264 |

|     |                                                                                 |     |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------|-----|
| d.  | Lösung über einen „stellvertretenden WACC“ .....                                | 266 |
| e.  | Anrechnungsverfahren und periodenspezifische<br>Kapitalkosten .....             | 270 |
| f.  | Einfluss von Pensionsrückstellungen .....                                       | 272 |
| g.  | Halbeinkünfteverfahren und periodenspezifische<br>Kapitalkosten .....           | 275 |
| 3.  | Atmende Finanzierungsstrategie und WACC .....                                   | 276 |
| a.  | Ausgangspunkt .....                                                             | 276 |
| b.  | Die Argumentation von Miles/Ezzell .....                                        | 276 |
| c.  | Eine praktische Vereinfachung .....                                             | 285 |
| d.  | Zwischenergebnis .....                                                          | 286 |
| e.  | Formeln für WACC in unterschiedlichen<br>Steuerregimen .....                    | 287 |
| f.  | Anwendung auf die Value AG .....                                                | 289 |
| g.  | Folgt aus einem konstanten Verschuldungsgrad ein<br>zeitinvarianter WACC? ..... | 290 |
| 4.  | Zur Berücksichtigung von Finanzierungs-Leasing-<br>Verträgen .....              | 294 |
| 5.  | Empirische Untersuchungen zur Höhe von WACC .....                               | 298 |
| IX. | Equity-Ansatz .....                                                             | 301 |
| 1.  | Konzeption .....                                                                | 301 |
| 2.  | Equity-Ansatz vs. Ertragswert-Methode .....                                     | 304 |
| 3.  | Der Equity-Ansatz als geeignetes Referenzmodell? .....                          | 306 |
| 4.  | Ertragswert-Methode als subjektives Grenzpreiskalkül .....                      | 310 |
| 5.  | Übungsaufgaben .....                                                            | 315 |
| 6.  | Literaturhinweise zu den Abschnitten I. bis IX. ....                            | 329 |
| X.  | Eigenkapitalkosten (geforderte Renditen) im individualistischen<br>Ansatz ..... | 338 |
| 1.  | Prinzip .....                                                                   | 338 |
| 2.  | Der mehrperiodige Fall - Unabhängigkeit .....                                   | 340 |
| 3.  | Der mehrperiodige Fall - Abhängigkeit .....                                     | 344 |
| 4.  | Logische Grenzen für Risikozuschläge .....                                      | 348 |
| 5.  | Ballwieser's Konzept der Risiko-Linearisierung .....                            | 350 |
| 6.  | Das Problem des Basiszinsfußes .....                                            | 352 |

|                                                                                    |            |
|------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 7. Exkurs: Bewertung erwarteter Auszahlungen.....                                  | 359        |
| XI. Eigenkapitalkosten (geforderte Renditen) im<br>marktorientierten Ansatz.....   | 363        |
| 1. Prinzip.....                                                                    | 363        |
| 2. Der mehrperiodige Fall.....                                                     | 370        |
| 3. Vereinfachung der Rechenregeln.....                                             | 376        |
| 4. Konstante Risikozuschläge im Zeitablauf.....                                    | 378        |
| 5. Beta-Werte und Beta-Zerlegung.....                                              | 381        |
| 6. Beta-Werte und unterschiedlich riskante<br>Vermögensgegenstände.....            | 385        |
| 7. Beta-Werte und ausfallbedrohte Ansprüche von<br>Gläubigern.....                 | 386        |
| 8. Zur Höhe der Marktrisikoprämie.....                                             | 388        |
| 9. Übungsaufgaben.....                                                             | 393        |
| 10. Literaturhinweise zu den Abschnitten X. und XI.....                            | 408        |
| XII. Finanzierungsstrategie und Wert steuerlicher Vorteile.....                    | 417        |
| XIII. Anhänge zum 5. Kapitel.....                                                  | 427        |
| <b>6. Kapitel: Ausgewählte Fragen.....</b>                                         | <b>449</b> |
| I. Sonstige Rückstellungen und Unternehmenswert.....                               | 449        |
| 1. Fragestellung.....                                                              | 449        |
| 2. Zahlungswirkungen und Abbildungsmöglichkeiten.....                              | 449        |
| a. Gebundene Mittel finanzieren Finanzanlagen<br>oder Tilgungen <sup>1</sup> ..... | 449        |
| b. Gebundene Mittel ersetzen Eigenkapital.....                                     | 456        |
| 3. Das Prinzip der Bewertung.....                                                  | 459        |
| a. Analogie: Verzinsliches Fremdkapital und<br>Bewertung.....                      | 459        |
| b. Rückstellungen.....                                                             | 460        |
| c. Beispiel.....                                                                   | 461        |
| 4. Steuerregime, Rückstellungen und zurechenbare<br>steuerliche Vorteile.....      | 464        |
| a. Anrechnungsverfahren.....                                                       | 465        |
| b. Halbeinkünfteverfahren.....                                                     | 470        |

|      |                                                                                            |     |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 5.   | Zur empirischen Relevanz der Werteffekte .....                                             | 473 |
| 6.   | Zusammenfassung .....                                                                      | 474 |
| 7.   | Literaturhinweise .....                                                                    | 476 |
| II.  | Bewertung und Verlustvorträge .....                                                        | 478 |
| 1.   | Das Problem .....                                                                          | 478 |
| 2.   | Ein einfaches Beispiel .....                                                               | 482 |
| a.   | Aufbau des Kalküls .....                                                                   | 482 |
| b.   | Die Struktur des verwendbaren Eigenkapitals im<br>Bewertungszeitpunkt .....                | 483 |
| c.   | Die Verwendung der Mittel auf Unternehmensebene....                                        | 484 |
| d.   | Bewertung eines körperschaftsteuerlichen<br>Verlustvortrages .....                         | 485 |
| e.   | Kombination von gewerbesteuerlichem und körper-<br>schaftsteuerlichem Verlustvortrag ..... | 490 |
| f.   | Folgerungen .....                                                                          | 494 |
| 3.   | Unsicheres zukünftiges Einkommen .....                                                     | 496 |
| 4.   | Zusammenfassung .....                                                                      | 497 |
| 5.   | Literaturhinweise .....                                                                    | 498 |
| III. | Bewertung und Geldentwertung .....                                                         | 501 |
| 1.   | Preissteigerungen und Bewertung - Das Prinzip .....                                        | 501 |
| 2.   | Preissteigerungen und entziehbare Überschüsse .....                                        | 502 |
| 3.   | Preissteigerungen, Überwälzbarkeit und Bewertung .....                                     | 504 |
| 4.   | Unsichere Überschüsse und sichere Preissteigerungen .....                                  | 507 |
| 5.   | Unsichere Überschüsse und unsichere Preissteigerungen....                                  | 510 |
| 6.   | Literaturhinweise .....                                                                    | 516 |
|      | Lösungshinweise zu den Übungsaufgaben .....                                                | 519 |