

Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (*IDW S 1*)

Von WP/StB Wolfgang Wagner, Berlin, * WP/StB Dr. Martin Jonas, Düsseldorf,**
Prof. Dr. Dr. h. c. Wolfgang Ballwieser, München,*** und Dr. Andreas Tschöpel, Berlin****

1. Einleitung

Seit der Neufassung des *IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1)*¹ haben sich verschiedene, für die Bewertungspraxis relevante Entwicklungen ergeben. So hat sich gezeigt, dass die Änderungen im deutschen Steuerrecht eine zunehmend differenziertere Berücksichtigung der Einflüsse steuerlicher Regelungen auf den Wert eines Unternehmens nach sich ziehen müssen. Umfangreiche theoretische Arbeiten auf diesem Gebiet haben die Grundlagen geschaffen, um diese Erkenntnisse für praktische Anwendungen umzusetzen. Unter Berücksichtigung einer fortschreitenden Globalisierung und hierdurch zunehmenden Internationalisierung der Methoden zur Unternehmensbewertung sowie wegen der Harmonisierung der Standards zur Finanzberichterstattung der Unternehmen² rücken für Investoren verstärkt kapitalmarktorientierte Einflussfaktoren in den Fokus. Neben der fortlaufend verbesserten Datenbasis zur Bestimmung kapitalmarktorientierter Bewertungsfaktoren ist auch bei Spruchverfahren anlässlich aktienrechtlicher Umstrukturierungen eine zunehmende Akzeptanz und sogar Forderung nach der Berücksichtigung und Verwendung solcher Einflussfaktoren im Rahmen von Unternehmensbewertungen zu erkennen. Diese Tendenzen führen letztendlich zu einer immer stärkeren Annäherung an die international gebräuchlichen Bewertungsmethoden.

Spezielle Einzelfragen, die sich in diesem Zusammenhang bei der Bewertung von Unternehmen stellen, sind insbesondere die Frage nach der relevanten Alternativinvestition (Anleihe oder Aktienportfolio)³, die Frage nach der konsistenten Abbildung der Besteuerung von zu bewertendem Unternehmen und Alternativinvestition⁴ sowie die Frage nach einer realitätsnahen Typisierung des Ausschüttungsverhaltens⁵. Diese Fragestellungen wurden in den letzten Jahren

kontrovers diskutiert und theoretischen Lösungsmöglichkeiten zugeführt. Auf der Grundlage jüngster theoretischer Erkenntnisse soll den sich in der Praxis veränderten Rahmenbedingungen und Entwicklungen mit einer Weiterentwicklung des Bewertungsstandards *IDW S 1* für die Ermittlung objektiverer Un-

* PwC Deutsche Revision AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin, Vorsitzender des Arbeitskreises „Unternehmensbewertung“ des *IDW (AKU)*.

** Warth & Klein GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf.

*** Seminar für Rechnungswesen und Prüfung, Ludwig-Maximilians-Universität München.

**** PwC Deutsche Revision AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin.

1 WPg 2000, S. 825 ff.

2 Grundsätzlich haben ab dem 1. 1. 2005 die kapitalmarktorientierten Unternehmen EU-weit die International Financial Reporting Standards (IFRS) in ihrer Konzernberichterstattung (inkl. Purchase Price Allocation und Impairment Test) anzuwenden.

3 Vgl. *IDW* (Hrsg.), WP-Handbuch 2002, 12. Aufl., Düsseldorf 2002, Bd. II, Rn. A 288, m.w.N.; zu einer empirischen Untersuchung in der Praxis verwendeter Kapitalisierungszinssätze vgl. Peemöller/Kunowski/Hillers, Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes für internationale Mergers & Acquisitions bei Anwendung des Discounted Cash Flow-Verfahrens (Entity-Ansatz) – eine empirische Erhebung, WPg 1999, S. 621–630; Richter, Bestimmung durchschnittlicher Kapitalkostensätze deutscher Industrieunternehmen – Eine empirische Untersuchung, BFuP 1996, S. 698–708.

4 Vgl. Ollmann/Richter, Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung und Einkommensteuer – Eine deutsche Perspektive im Kontext internationaler Praxis, in: Kleinedam (Hrsg.), Unternehmenspolitik und internationale Besteuerung, FS L. Fischer, Berlin 1999, S. 159–178; Laitenberger, Die Berücksichtigung von Kursgewinnen bei der Unternehmensbewertung, FB 2000, S. 546–550; Löffler, Die Besteuerung von Kursgewinnen und Dividenden in der Unternehmensbewertung, FB 2001, S. 593 f.; Laitenberger/Bahr, Die Bedeutung der Einkommensteuer bei der Unternehmensbewertung, FB 2002, S. 703–708; Wagner, F.W., Theoretische und praktische Probleme von Besteuerungswirkungen auf den Unternehmenswert im Licht der Shareholder-Value-Konzeption, in: Wagner, F.W. (Hrsg.), Steuerberatung im Spannungsfeld von Betriebswirtschaft und Recht, FS Strehle, Stuttgart 1997, S. 201–217; Schwetzler, Gespaltene Besteuerung, Ausschüttungssperrvorschriften und bewertungsrelevante Überschüsse bei der Unternehmensbewertung, WPg 1998, S. 695–705.

5 Vgl. Laitenberger/Tschöpel, Vollausschüttung und Halbeinkünfteverfahren, WPg 2003, S. 1357–1367; Löhr, Bewertung von Kapitalgesellschaften mit dem Zukunftserfolgswert – Auswirkungen des Steuersenkungsgesetzes, BB 2001, S. 355; Schmidbauer, Die Berücksichtigung der Steuern in der Unternehmensbewertung – Analyse der Auswirkungen des StSenkG, FB 2002, S. 214 ff.; Hötzel/Beckmann, Einfluss der Unternehmenssteuerreform 2001 auf die Unternehmensbewertung, WPg 2001, S. 699; Drukarczyk, DCF-Methoden und Ertragswertmethode – einige klärende Anmerkungen, WPg 1995, S. 329–334.

ternehmenswerte Rechnung getragen werden. Die zur Diskussion stehenden Vorschläge werden in diesem Beitrag vorgestellt und näher erläutert.

Aus ökonomischer Sicht gilt „bewerten heißt vergleichen“⁶. Hierfür hat ein Vergleich des zukünftigen Zahlungsstromes des zu bewertenden Unternehmens mit einem Zahlungsstrom aus einer äquivalenten Alternativinvestition zu erfolgen, deren Preis oder Rendite bekannt sein muss.⁷ Die *Äquivalenznotwendigkeit* der Alternativanlage bezieht sich auf die drei Determinanten des alternativen Zahlungsstromes: Unsicherheitsdimension, Breite und zeitliche Struktur.⁸ Hierbei werden die Unsicherheitsdimension durch das *bewertungsrelevante Risiko*, die Breite des Zahlungsstromes durch sein potentiell *Wachstum* und seine *Besteuerung*, die zeitliche Struktur durch die Lebensdauer des Unternehmens und den *zeitlichen Anfall* der Zahlungsüberschüsse determiniert.

Zur Herstellung der bewertungstheoretisch gebotenen *Risikoäquivalenz* zwischen dem zu bewertenden Zahlungsstrom und der Alternativanlage erfolgt die Erfassung des bewertungsrelevanten Risikos regelmäßig unter Verwendung von Risikoprämien.⁹ Im Rahmen von Unternehmensbewertungen wird hierbei trotz restriktiver Prämissen¹⁰ oft auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zurückgegriffen¹¹, u. a. um die verwendeten Risikoprämien intersubjektiv nachvollziehbar zu machen¹².

Bewertungsrelevant sind nach *IDW S 1* ausschließlich dem Anteilseigner zufließende Nettozahlungsströme, d. h. Zahlungen nach Abzug aller Steuern.¹³ Sowohl die Zahlungen aus dem zu bewertenden Unternehmen als auch die der Alternativanlage unterliegen hierbei (teilweise unterschiedlichen) einkommensteuerlichen Folgen. Die äquivalente Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer im Rahmen von Unternehmensbewertungen entspringt somit der bewertungstheoretisch gebotenen *Steueräquivalenz*.¹⁴ In Abhängigkeit vom Steuersystem können zudem Interdependenzen zwischen persönlicher Einkommensteuer und Risikoprämien bestehen.¹⁵

In einer Welt mit idealem Kapitalmarkt und ohne Steuern gilt grundsätzlich die Irrelevanzthese der Ausschüttungspolitik auf den Wert eines Unternehmens. Diese These würde auch in einer Welt mit einem investitionsneutralen Steuersystem gelten.¹⁶ Da die in der Praxis existierenden Steuersysteme keine Investitionsneutralität garantieren, wird der Wert eines Unternehmens zusätzlich von seiner Ausschüttungspolitik verbunden mit den hieraus resultierenden Besteuerungswirkungen beeinflusst.¹⁷ Vor diesem Hintergrund können die beiden erstgenannten Äquivalenzgrundsätze um die *Ausschüttungsäquivalenz* ergänzt werden.

Die hier erläuterten Überlegungen zur Weiterentwicklung des *IDW S 1* sichern eine konsequente Berücksichtigung der gebotenen Äquivalenzgrundsätze vor dem Hintergrund

- vertiefter und verbreiteter Erkenntnisse zu Kapitalmarktrenditen, insbesondere hinsichtlich der Eignung von Aktienrenditen als Basis für die Alternativanlage repräsentierenden Kapitalisierungszinssatz,
- von Nachsteuerrenditen, insbesondere hinsichtlich des steuerlichen Systemwechsels vom körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren zum einkommensteuerlichen Halbeinkünfteverfahren verbunden mit einer definitiven Körperschaftsteuerbelastung, sowie
- des Einflusses des Ausschüttungsverhaltens des zu bewertenden Unternehmens auf den Unternehmenswert.

Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich auf die Bewertung von Kapitalgesellschaften.

2. Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes ausgehend von einer

Alternativinvestition in Unternehmensanteilen

2.1 Risikoprämie und Aktienrendite

Der Kapitalisierungszinssatz (Nenner des Kapitalwertkalküls) muss dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom (Zähler des Kapitalwertkalküls) hinsicht-

6 Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983, S. 123.

7 Zu den Äquivalenzgrundsätzen vgl. ausführlich Moxter, a.a.O. (Fn. 6), S. 155 ff.

8 Vgl. auch Übersicht bei Pfaff/Pfeiffer/Gathge, Unternehmensbewertung und Zustands-Grenzpreismodelle, BFuP 2002, S. 199.

9 Vgl. für einen Überblick über die Möglichkeiten und Methoden zur Berücksichtigung bewertungsrelevanten Risikos Tschöpel, Risikoberücksichtigung bei Grenzpreisbestimmungen im Rahmen der Unternehmensbewertung, Lohmar/Köln 2004, S. 27 ff., m.w.N.

10 Vgl. z. B. Ballwieser, Unternehmensbewertung, Marktorientierung und Ertragswertverfahren, in: Wagner, U. (Hrsg.), Zum Erkenntnisstand der Betriebswirtschaftslehre am Beginn des 21. Jahrhunderts, FS Lohmar/Köln, Berlin 2001, S. 17–31, S. 22–24; Hachmeister, Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, 4. Aufl., Frankfurt a. M. 2000, S. 178–202; Baetge/Krause, Die Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung, BFuP 1994, S. 433–457; Hering, Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999, S. 163 ff.

11 Vgl. *IDW* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), Rn. A 213. Zu den Überlegungen, die 1999 zur Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern in den Unternehmensbewertungsgrundsätzen gem. *IDW S 1* geführt haben, sowie zu den Auswirkungen auf wichtige Bewertungsparameter vgl. Wagner, W., Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern – Aspekte für die Bewertungspraxis, in: Poll (Hrsg.), Bilanzierung und Besteuerung der Unternehmen, Stuttgart 2000, S. 425–442.

12 Vgl. hierzu kritisch Böcking/Nowak, Der Beitrag der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Lösung der Typisierungsproblematik bei Unternehmensbewertungen, DB 1998, S. 685–690.

13 Vgl. *IDW* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), Rn. A 217.

14 Vgl. Moxter, a.a.O. (Fn. 6), S. 177 f. Hierbei bedeutet „Äquivalenz“ zunächst nicht zwingend die gleiche Art der Besteuerung, sondern vielmehr, ob sowohl Bewertungsobjekt als auch Alternative grundsätzlich der Besteuerung unterworfen werden oder nicht.

15 Vgl. Wiese, Unternehmensbewertung mit dem Nachsteuer-CAPM?, Diskussionspapier der Universität München, Fakultät für Betriebswirtschaft, Seminar für Rechnungslegung und Prüfung, München 2004, S. 10.

16 Vgl. hierzu grundlegend Schreiber, Die betriebswirtschaftliche Steuerlehre als Lehre von den ökonomischen Wirkungen des Steuerrechts, Diskussionspapier Nr. 183, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hannover, Hannover 1993.

17 Vgl. Laitenberger/Tschöpel, WPG 2003, S. 1357.

lich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein. Er repräsentiert die Rendite aus einer laufzeit- und risikoadäquaten Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen.¹⁸

Ausgangsgröße für die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes gemäß IDW S 1 bildet die Rendite langlaufender risikofreier Wertpapiere.¹⁹ Diese wird zur Abbildung des bewertungsrelevanten Risikos um eine Risikoprämie erhöht.²⁰ Der Rückgriff auf die Rendite langlaufender risikofreier Wertpapiere als Ausgangsgröße zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssfußes führt allerdings nicht zwingend zur Annahme einer typisierten Alternativinvestition in risikofreie Wertpapiere samt der dieser Anlageform entsprechenden Besteuerungsfolgen im Bewertungskalkül. Der Rückgriff auf eine festverzinsliche Anlage als Alternativinvestition zu einem unternehmerischen Investment ist für viele Bewertungsanlässe der Praxis nicht realitätsnah und aus risikotheorietischer Sicht problematisch.²¹ Es kann angenommen werden, dass ein Anteilseigner, der unter Berücksichtigung seiner individuellen Risikoeinstellung bereit ist, in ein riskantes Investment wie das zu bewertende Unternehmen zu investieren, als risikoäquivalente Alternativanlage regelmäßig keine festverzinsliche Anlage wählen wird. Vielmehr ist eine Alternativinvestition in andere Unternehmensanteile mit vergleichbarer Risikostruktur konsequent. Dies gilt insbesondere für aktienrechtliche Unternehmensbewertungsanlässe wie z. B. sog. Squeeze-Out-Verfahren, bei denen die Investoren bereits in Unternehmensanteile, d. h. Aktien des zu bewertenden Unternehmens investiert haben.

Die Annahme einer Alternativinvestition in Unternehmensanteile steht auch besser im Einklang mit der herrschenden Kapitalmarkttheorie: Danach investiert jeder Investor zunächst in das effiziente Aktienportfolio, welches alle nichtduplizierbaren unsicheren Kapitalmarkttitle enthält. Um seiner individuellen Risikopräferenz Rechnung zu tragen, kauft er zusätzlich festverzinsliche Wertpapiere oder finanziert Teile seines Investments in Unternehmensanteile mit Fremdkapital.

Für die Anwendung in der Praxis ist die Frage zu klären, welche für Bewertungszwecke geeigneten Ausgangsgrößen bei einer Alternativinvestition in Unternehmensanteile für die Ableitung des Kapitalisierungszinssfußes zur Verfügung stehen. Da bei vielen Bewertungsanlässen die intersubjektive Nachprüfbarkeit der Bewertungsprämissen eine zentrale Rolle spielt, steht dem theoretisch zutreffenden Konzept, mittels individueller Risikonutzenfunktionen aus Wahrscheinlichkeitsverteilungen Sicherheitsäquivalente abzuleiten, für die praktische Anwendung die hohe Subjektivität und Komplexität bei der Bestimmung subjektiver Risikonutzenfunktionen entgegen.²² Aber auch pauschale Risikozuschläge

auf den Basiszinssatz sind für Dritte nicht hinreichend nachvollziehbar. Solche pauschalen Risikozuschläge können jedoch auch ohne die Kenntnis der subjektiven Risikonutzenfunktion anhand der Bandbreite der Ergebnisprognose und daraus abgeleiteter Sicherheitsäquivalente plausibilisiert werden, wie Ballwieser gezeigt hat.²³ Zur Plausibilisierung der Widerspruchsfreiheit von Ergebnisprognose und angesetztem Risikozuschlag kann der Bewerter im Phasen- wie im Rentenmodell unter Berücksichtigung der prognostizierten Bandbreite die zu bewertenden künftigen Ergebnisse mit den aus dem gesetzten Risikozuschlag ermittelten Sicherheitsäquivalenten vergleichen. Im Ergebnis begrenzen das jeweils schlechteste und beste erwartete Ergebnis den Risikozuschlag nach oben und unten²⁴.

Eine weitere praktikable Möglichkeit, den Einfluss des Risikos auf den Unternehmenswert intersubjektiv nachprüfbar zu quantifizieren, besteht darin, Risikoprämien dort zu messen, wo eine breite Datenbasis für Unternehmensrenditen und Unternehmensrisiken vorhanden ist: auf dem Kapitalmarkt. Zwar kann auch am Kapitalmarkt nicht gemessen werden, welche Risikoprämie Anleger zukünftig verlangen werden. Es können jedoch zumindest Risikoprämien für vergangene Perioden abgeleitet werden. Die ermittelbaren historischen Risikoprämien sind in einem ersten Schritt die besten verfügbaren Ausgangsgrößen zur Schätzung zukünftiger Risikoprämien. Zur Berücksichtigung zukünftig erwarteter Entwicklungen und der Besonderheiten des zu bewertenden Unternehmens sind diese historischen Markttrisikoprämien zu modifizieren.

Kapitalmarktrenditen werden an den Märkten für börsennotierte Aktien über lange Betrachtungszeiträume fortlaufend gemessen und wissenschaftlich analysiert.²⁵ In den letzten Jahren hat sich diese Datenbasis durch umfassende Statistiken, Untersuchungen und wissenschaftliche Studien weiter deutlich verbessert. Somit steht als Ausgangsgröße für Zwecke der Ermittlung der Risikoprämien bei Unternehmensbewertungen eine geeignete Datenbasis für deutsche und internationale Kapitalmärkte zur Verfü-

18 Vgl. IDW (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), Rn. A 196 ff. und Rn. A 287 ff.

19 Vgl. IDW (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), Rn. A 291.

20 Vgl. IDW (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), Rn. A 295 ff.

21 Vgl. Tschöpel, a.a.O. (Fn. 9), S. 27 ff.; Laitenberger/Bahr, FB 2002, S. 703, m.w.N.

22 Vgl. Tschöpel, a.a.O. (Fn. 9), S. 245 ff.

23 Vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Aufl., Wiesbaden 1990, S. 167 ff.; Ballwieser, Kalkulationszinssfuß und Steuern, DB 1997, S. 2393; Nowak, Marktorientierte Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 2003, S. 62 f.

24 Zu Details vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, Stuttgart 2004, S. 89–92.

25 Vgl. Übersicht bei Stehle, Renditevergleich von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren auf der Basis des DAX und REXP, unveröffentlichtes Working Paper, Humboldt-Universität zu Berlin, 1999, S. 19; Wallmeier, Determinanten erwarteter Renditen am deutschen Aktienmarkt – Eine empirische Untersuchung anhand ausgewählter Kennzahlen, ZfbF 2000, S. 27–57.

gung. Diese werden in der Bewertungspraxis bisher schon häufig u. a. zur Ermittlung der Risikozuschläge herangezogen. In dem wichtigen Anwendungsbereich der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte – z. B. den aktienrechtlichen Bewertungsanlässen – hat sich dies zwischenzeitlich so ausgewirkt, dass die einschlägigen Spruchverfahren zur Plausibilisierung der zugrunde liegenden Bewertungsergebnisse zunehmend auf Kapitalmarktdaten rekurren und – ergänzend zu den vorliegenden Unternehmensbewertungsgutachten der Wirtschaftsprüfer – entsprechende Analysen durch Gerichtsgutachter ermitteln lassen.

Die Erklärung der Bestandteile der empirisch beobachtbaren Alternativrenditen kann durch das CAPM erfolgen²⁶. In der Bewertungspraxis wird hierfür regelmäßig die Grundform des CAPM in Gestalt eines Einperiodenmodells verwendet. Da Unternehmensbewertungen die Betrachtung eines mehrperiodigen Zeithorizontes bedingen, scheint eine Übertragung der Ergebnisse eines Einperiodenmodells auf eine Mehrperioden-Anwendung theoretisch fragwürdig. Dies gilt insbesondere auch vor dem Hintergrund einer zukünftig im Bewertungskalkül zu berücksichtigenden Ausschüttungspolitik, deren Abbildung durch ein Einperiodenmodell theoretisch nicht möglich ist. Zwar existiert das CAPM auch als Mehrperiodenmodell²⁷, in der Praxis wird es jedoch aufgrund der noch restriktiveren Prämissen²⁸ sowie einer noch höheren Komplexität im Verhältnis zum einperiodigen Grundmodell i. d. R. nicht verwendet.²⁹ Die Divergenz zwischen Realitätsnähe, Komplexität und theoretischer Konsistenz der bisher entwickelten Mehrperioden-Modelle³⁰ verhindert somit regelmäßig die Anwendung des Mehrperioden-CAPM. Insofern kann die Verwendung des Einperioden-CAPM im Rahmen von Unternehmensbewertungen in der Bewertungspraxis primär lediglich in Ermangelung eines praktikableren Alternativmodells einerseits und wegen der geringen Möglichkeiten zur Plausibilisierung pauschal ermittelter Risikozuschläge andererseits gerechtfertigt werden.

Gemäß dem CAPM lässt sich die Rendite einer Alternativinvestition in Unternehmensanteile zerlegen in die Rendite aus einer risikolosen Anlage und eine für die Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie. Hierbei wird die Höhe der Risikoprämie auch durch die Wirkungen der real existierenden Steuersysteme beeinflusst. Während das bisher zur Erklärung der beobachtbaren Renditen verwendete Standard-CAPM idealisiert eine Modellwelt ohne Einkommensbesteuerung unterstellt, berücksichtigt eine Modifikation des Standard-CAPM, das sog. *Tax-CAPM*, eine Modellwelt mit Auswirkungen der Einkommensteuer.³¹

Sowohl das Standard-CAPM als auch das *Tax-CAPM* erklären die geforderte Rendite der Anteilseigner für risikobehaftete Zahlungsströme im Kapi-

talmarktgleichgewicht. Aufgrund der realen Existenz der Einkommensteuer ist jedoch das *Tax-CAPM* für die Erklärung der empirisch beobachteten Kapitalmarktrenditen besser geeignet als das Standard-CAPM. Insbesondere gelingt es mit der Verwendung des *Tax-CAPM*, den Einfluss der unterschiedlichen Besteuerungsfolgen der unterschiedlichen Einkunftsarten auf die zu ermittelnden Risikoprämien und Renditen modellhaft abzubilden.³² Bei der durch das *Tax-CAPM* erklärten Rendite handelt es sich jedoch zunächst weiterhin um eine Bruttorendite, die noch nicht um die Einkommensteuerbelastung reduziert ist.

Für eine praktische Anwendung der theoretischen Erkenntnisse ist wesentlich, welchen steuerlichen Belastungen die tatsächlich beobachtbaren empirisch ermittelten Kapitalmarktrenditen unterworfen sind. Wird vorausgesetzt, dass die Anpassungen des Marktes an die Besteuerung vollständig erfolgen, kann man davon ausgehen, dass es sich bei den beobachtbaren Renditen bereits um die durch das *Tax-CAPM* erklärte Bruttorendite vor persönlichen Ertragsteuern handelt.

2.2 Kapitalisierungszinssatz und Besteuerung

Die vorgeschlagene Verwendung von Renditen aus Unternehmensanteilen als Alternativanlage bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes erfordert die Berücksichtigung der für diese Alternative maßgeblichen *Besteuerungsfolgen*. Die Berücksichtigung der Ertragsbesteuerung im Kalkulationszinsfuß sollte – abweichend von der bisher vorherrschenden Vorgehensweise – der Besteuerung der zugrunde liegenden Aktienrenditen folgen und dementsprechend die Körperschafts- sowie die Einkommensbesteuerung unter Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens reflektieren.

26 Das Capital Asset Pricing Model baut auf der Portfoliotheorie von Markowitz und dem Separationstheorem von Tobin auf und wurde von Sharpe, Lintner und Mossin entwickelt; vgl. Markowitz, Portfolio Selection, *The Journal of Finance* 1952, S. 77–91; Tobin, Liquidity Preferences as Behavior Towards Risk, *Review of Economic Studies* 1958, S. 65–86; Sharpe, Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance* 1964, S. 425–442; Lintner, The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *The Review of Economics and Statistics* 1965, S. 13–37, und Mossin, Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica* 1966, S. 768–783.

27 Vgl. Fama, Risk-adjusted Discount Rates and Capital Budgeting Under Uncertainty, *Journal of Financial Economics* 1977, S. 7 ff.; Copeland/Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 3. Aufl., Reading (Mass.) 1988, S. 406–411. Für einen Überblick über verschiedene Ansätze eines mehrperiodigen CAPM vgl. Röder/Müller, Mehrperiodige Anwendung des CAPM im Rahmen von DCF-Verfahren, *FB* 2001, S. 225–233.

28 Vgl. Röder/Müller, *FB* 2001, S. 233; Hachmeister, a.a.O. (Fn. 10), S. 164.

29 Vgl. Ballwieser, *DB* 1997, S. 2394.

30 Vgl. Röder/Müller, *FB* 2001, S. 232, Abb. 2.

31 Vgl. Brennan, Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy, *NTJ* 1970, S. 417–427.

32 Vgl. Jonas/Löffler/Wiese, Das CAPM mit deutscher Einkommensteuer, in dieser Ausgabe der *WPg* ab S. 898.

Da nach IDW S 1 die persönliche Ertragsteuerbelastung (im Wesentlichen die Einkommensteuer) der Unternehmenseigner mit einzubeziehen ist, bedeutet *Steueräquivalenz*, dass sowohl im Zähler als auch im Nenner der Kapitalwertformel die persönlichen Ertragsteuern in einem konsistenten Kalkül zu berücksichtigen sind.³³ Erst die Kürzung der zu bewertenden Zahlungen um die Einkommensteuer liefert die für die Anteilseigner bewertungsrelevanten Netozuflüsse. Bei Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes auf Basis der Alternativenanlage in Unternehmensanteile sowie angesichts des Halbeinkünfteverfahrens ist die bisherige Vorgehensweise der objektivierten Unternehmensbewertung nach IDW S 1 hinsichtlich der Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes auf die konsistente Behandlung im Bewertungskalkül zu überprüfen. Bislang wird typisierend der persönliche Einkommensteuersatz von 35 % in Abzug gebracht, da bislang als Alternativenanlage eine (risikoadjustierte) Anlage in festverzinsliche Wertpapiere angenommen wurde, deren Zinseinkünfte der vollen Besteuerung auf der Ebene des (typisierten) Anteilseigners unterliegen.

Im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens ist bei der Prognose der auszuschüttenden Ergebnisse von Kapitalgesellschaften (im Zähler des Bewertungskalküls) zunächst die definitive Körperschaftsteuer und anschließend die persönliche Einkommensbesteuerung mit dem hälftigen typisierten Steuersatz von 17,5 % zu berücksichtigen. Die zukünftige Annahme einer Alternativinvestition in Unternehmensanteile fordert jedoch für eine Nachsteuerrechnung, dass im Nenner des Bewertungskalküls auch nur die Steuerbelastung Berücksichtigung finden darf, die beim potentiellen Erwerb der Alternative angefallen wäre.³⁴ Eine neue Arbeit von Jonas/Löffler/Wiese³⁵ zeigt die Umwandlung der durch das Tax-CAPM erklärten Bruttorendite in eine *Tax-CAPM-Netto-Rendite*³⁶, d.h. eine Rendite nach Belastung mit Einkommensteuer. Die bisher verwendete Netto-Rendite bei Anwendung des Standard-CAPM

$$r_j^{nSt} = (r_f + (r_M - r_f) \cdot \beta_j) (1 - est) \quad (2.1)$$

mit

r_j^{nSt} = Alternativrendite der Vergleichsinvestition j nach Steuern

r_f = Rendite des risikofreien Wertpapiers vor Steuern

r_M = Rendite des Marktportfolios vor Steuern

β_j = Betafaktor der (risikoäquivalenten) Vergleichsinvestition

est = persönlicher Einkommensteuersatz

sollte bei typisierender Annahme gleicher Steuersätze aller Investoren zukünftig ersetzt werden durch die Netto-Rendite des Tax-CAPM

$$r_j^{nSt} = (1 - est) r_f + (r_M^{nSt} - r_f (1 - est)) \cdot \beta_j \quad (2.2)$$

mit

r_M^{nSt} = Rendite des Marktportfolios nach Steuern

bzw., weil die Nachsteuerrendite aus dem Marktportfolio r_M^{nSt} sich additiv aus der unversteuerten Kursrendite k_M und der Dividendenrendite nach Einkommensteuer $(1 - est/2)d_M$ ergibt, gleich

$$r_j^{nSt} = (1 - est)r_f + (k_M + (1 - \frac{est}{2})d_M - r_f(1 - est)) \cdot \beta_j \quad (2.3)$$

bzw., weil $r_M^{vSt} = k_M + d_M$ ist:

$$r_j^{nSt} = (1 - est)r_f + (r_M^{vSt} - d_M \frac{est}{2} - r_f(1 - est)) \cdot \beta_j \quad (2.4)$$

Bei k_M und d_M handelt es sich um die Kursgewinn- bzw. Dividendenrendite des Marktportfolios.³⁷ Zu erkennen ist unmittelbar die Berücksichtigung der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Kurs- und Dividendenrendite. Bei der empirisch gemessenen Kursrendite handelt es sich um eine Rendite, die auf der Basis nicht realisierter Kursgewinne bestimmt wird³⁸. Demgemäß unterliegt die Kursrendite k_M nicht der Einkommensteuer. Die zurzeit hälftige Besteuerung der Dividendeneinkünfte ist in der obigen Formel vereinfachend durch die Halbierung der typisierten Einkommensteuerbelastung abgebildet.

Die hier vorgestellte Vorgehensweise führt hinsichtlich der persönlichen Ertragsteuern zur steuerlichen Äquivalenz der abzusendenden Ergebnisse des Bewertungsobjekts und des Nachsteuer-Kapitalisierungszinsfußes durch die Wahl einer äquivalenten Alternativinvestition in Form von Unternehmensanteilen mit gleichen Besteuerungsfolgen. Dabei wird der Kapitalisierungszinsfuß insoweit steuersystematisch genauso behandelt wie die abzusendenden Ergebnisse. Hierdurch wird eine grundsätzliche steuerliche Äquivalenz der beiden wesentlichen Komponenten des Bewertungskalküls erreicht.

Hängt die Besteuerung der Alternativinvestition von ihrer *Renditestruktur* hinsichtlich der Aufteilung in Kurs- und Dividendenrendite ab, so ist die Frage nach der Aufteilung von Kurs- und Dividendenrendite auch für das zu bewertende Unternehmen zu beantworten.³⁹ Im folgenden Abschnitt wird gezeigt,

33 Vgl. IDW (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), Rn. A 217 ff.

34 Vgl. Laitenberger; FB 2000, S. 546.

35 Vgl. Jonas/Löffler/Wiese, in dieser Ausgabe der WPg ab S. 898.

36 Hierbei gehen die Autoren von investorenspezifischen Steuersätzen aus.

37 In den theoretischen Modellwelten des Standard-CAPM und des Tax-CAPM handelt es sich bei den Marktportfoliorenditen r_M und r_M^{nSt} grundsätzlich um nicht identische Größen. Vor dem Hintergrund bisheriger und zukünftiger praktischer Verwendung der CAPM-Renditegleichungen bei Unternehmensbewertungen ist jedoch zu berücksichtigen, dass die gleiche empirisch gemessene Marktportfoliorendite bisher durch die Standard-CAPM-Gleichung und zukünftig durch die Tax-CAPM-Gleichung erklärt wird.

38 Empirische Studien zur Ableitung von Aktienrenditen und hieraus resultierenden Risikoprämien am deutschen Aktienmarkt ermittelten sich aus den ausgeschütteten Dividenden und den beobachteten Kurssteigerungen innerhalb des betrachteten Jahres.

39 Vgl. Ollmann/Richter, a.a.O. (Fn. 4); Laitenberger; FB 2000, S. 546–550; Löffler; FB 2001, S. 593 f.; Laitenberger/Bahr; FB 2002, S. 703–708.

dass die konkrete Steuerbelastung (im Zähler wie im Nenner) abhängig ist vom Ausschüttungsverhalten des Bewertungsobjekts und der Alternativanlage.⁴⁰

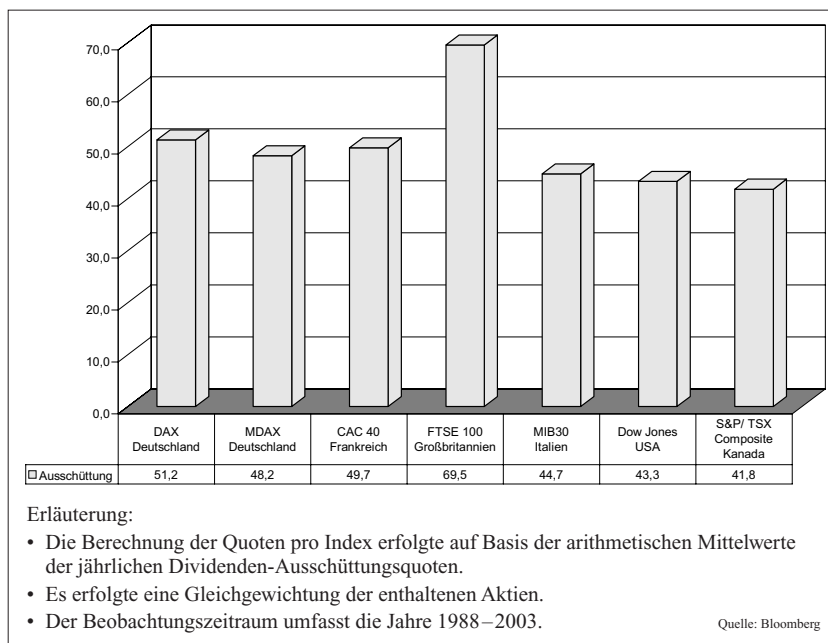
2.3 Ausschüttungsverhalten und Besteuerung

Bislang ist bei der objektivierten Unternehmensbewertung gemäß *IDW S 1* typisierend von der Vollausschüttungshypothese auszugehen.⁴¹ Von dieser Prämisse kann in Einzelfällen abgewichen werden, wenn dies – z. B. unter steuerlichen Gesichtspunkten – sinnvoll ist. Im Anrechnungsverfahren war die (teilweise) Thesaurierung nur im Ausnahmefall vorteilhafter als im Vergleich zu dem in *IDW S 1* typisierend vorgesehenen Regelfall der Vollausschüttung.⁴² So wurden z. B. unternehmenssteuerfreie Auslandserträge steueroptimierend im sog. EK 01 thesauriert und somit der Belastung mit Einkommensteuer im Falle der Ausschüttung entzogen. Abgesehen von steuerlich motivierten Sonderfällen führte im Anrechnungssystem die Vollausschüttung für Kapitalgesellschaften grundsätzlich zu einer Maximierung des Unternehmenswertes, da nicht ausgeschüttete Gewinne dem (höheren) Thesaurierungskörperschaftsteuersatz unterlagen.⁴³ Unternehmenswertreduzierungen durch Thesaurierung waren vor diesem Hintergrund auf den unterhalb der körperschaftsteuerlichen Thesaurierungsbelastung von zuletzt 40 % liegenden typisierten Einkommensteuersatz von 35 % zurückzuführen.⁴⁴ Zudem hätte eine Thesaurierung nicht zu einem äquivalenten Ausschüttungsverhalten im Vergleich zur unterstellten Alternativinvestition geführt. Die Annahme einer Alternativinvestition in festverzinsliche Anleihen und die volle Besteuerung der hieraus resultierenden Rendite implizierte auch die volle Ausschüttung der Zinserträge aus dieser Alternativanlage.

Die bisher verwendete Vollausschüttungsannahme ist zunächst hinsichtlich der Auswirkungen beim einkommensteuerlichen Halbeinkünfteverfahren in Verbindung mit den nunmehr geltenden körperschaftsteuerlichen Regelungen zu überprüfen. Es kann gezeigt werden, dass wiederum aufgrund der Differenz zwischen definitiver Körperschaftsteuer und typisierter Einkommensteuer die Vollausschüttung unter den bisher geltenden Annahmen (implizit unterstellte Vollausschüttung der Zinseinkünfte aus der Alternativanlage) zu niedrigeren Unternehmenswerten führt⁴⁵, Thesaurierungen c. p. werterhöhend wirken. Im Halbeinkünfteverfahren ist somit der frühere Ausnahmefall zum Regelfall geworden.

Die beschriebenen Effekte machen eine tiefergehende Betrachtung der *Interdependenzen* zwischen *Besteuerungseffekten* von zu bewertendem Unternehmen und in diesem Beitrag vorgeschlagenen *Alternativanlage, Ausschüttungen, Wachstum und Kursgewinnen* notwendig. Seit der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens ergeben sich unterschiedliche steuerliche Konsequenzen für Zins- und Dividendeneinkünfte auf der Ebene privater inländischer Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund ist das *Ausschüttungsverhalten* des zu bewertenden Unternehmens und der angenommenen Alternativanlage grundsätzlich in größerem Ausmaß steuer- und damit wertrelevant geworden.⁴⁶ Zu klären ist daher, welche Annahmen zum Ausschüttungsverhalten bei Unternehmensbewertungen zu treffen sind.

Da in der Bewertungspraxis der die Alternativinvestition reflektierende Kapitalisierungszinssatz häufig ausgehend von am Kapitalmarkt gemessenen Aktienrenditen abgeleitet wird und nach der hier vorgestellten Vorgehensweise die Alternativinvestition in Unternehmensanteile angenommen wird, ist unter den bei der Unternehmensbewertung zu betrachtenden steuerlichen Gesichtspunkten auch die Aufteilung der gemessenen Renditen in Kursgewinne und in Dividendenzahlungen relevant. Wir können am Kapitalmarkt beobachten, dass durchschnittliche Ausschüttungsquoten von 40 % bis 70 % üblich sind.⁴⁷



Übersicht 1: Durchschnittliche Ausschüttungsquoten (in %)

40 Vgl. *Laitenberger/Tschöpel*, WPg 2003, S. 1357–1367.

41 Vgl. *IDW* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), Rn. A 118 ff.

42 Vgl. *IDW S 1*, WPg 2000, S. 825 ff., Tz. 120 f.

43 Zur Frage, warum Unternehmen trotz steuerlicher Benachteiligung dennoch thesaurierten, vgl. *Laitenberger/Tschöpel*, WPg 2003, S. 1365 ff.

44 Vgl. *Laitenberger/Tschöpel*, WPg 2003, S. 1363.

45 Vgl. *Laitenberger/Tschöpel*, WPg 2003, S. 1365.

46 Vgl. *Laitenberger/Tschöpel*, WPg 2003, S. 1357.

47 Vgl. auch *Kühnberger/Schmidt*, Der Konzernabschluss als Ausschüttungsbemessungsgrundlage, ZfB 1999, S. 1263.

Vor diesem Hintergrund kann konstatiert werden, dass die Vollausschüttungshypothese nicht im Einklang mit dem beobachtbaren Ausschüttungsverhalten steht und insbesondere die aus Kapitalmarktdaten gemessenen bzw. abgeleiteten Alternativrenditen ebenfalls regelmäßig keine Vollausschüttung implizieren. Eine unreflektierte Anwendung von Alternativrenditen, denen ein bestimmtes Ausschüttungsverhalten zugrunde liegt, auf einen typisierend voll auszuschüttenden Zahlungsstrom des zu bewertenden Unternehmens erscheint insbesondere unter dem Einfluss des Halbeinkünfteverfahrens als nicht mehr sachgerecht. Das empirisch beobachtbare Ausschüttungsverhalten der Unternehmen sowie die veränderten steuerlichen Rahmenbedingungen sprechen – insbesondere bei aktienrechtlichen Bewertungsanlässen – dafür, anstelle der typisierenden Vollausschüttungshypothese für das jeweilige Bewertungsobjekt spezifische Annahmen zum künftigen Ausschüttungsverhalten zu treffen. Um nicht sachgerechte, steuerlich induzierte Werteinflüsse als Folge eines nachhaltig unterschiedlich gesetzten Ausschüttungsverhaltens zwischen zu bewertendem Unternehmen und Alternativinvestition zu vermeiden, sind im Bewertungskalkül konsistente Annahmen zum Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens und der Alternativinvestition zu treffen. Die im Folgenden vorgestellte Vorgehensweise zur Ausschüttungsäquivalenz entspricht der grundsätzlichen Vorgehensweise zur Herstellung der Risikoäquivalenz und trägt zudem der intersubjektiven Nachprüfbarkeit bei der Bestimmung objektiver Unternehmenswerte Rechnung.

Ausgehend vom für die Anwendung in der Bewertungspraxis vorgeschlagenen Tax-CAPM lassen sich die Parameter der Tax-CAPM-Renditegleichung⁴⁸ aus empirischen Daten schätzen⁴⁹. Für das Marktportfolio (Betafaktor = 1) kann aus dem Vergleich der empirisch erhobenen Markt-Brutto- und Markt-Nettorendite auf die Marktdividendenrendite und durch die Kenntnis dieser Größe auf eine durchschnittliche *Marktausschüttungsquote* geschlossen werden.

Das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens kann für die erste Phase des Prognosezeitraumes aus dem der Bewertung zugrunde liegenden individuellen Unternehmenskonzept und den Ausschüttungsquoten der Vergangenheit abgeleitet werden. Weicht das geplante zukünftige Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens aus plausibel vom Management dargelegten und im Unternehmenskonzept dokumentierten Gründen vom Ausschüttungsverhalten der Alternativenanlage signifikant ab, so ergeben sich infolge der unterschiedlichen Ausschüttungspolitik zwischen Bewertungsobjekt und Alternativenanlage steuerlich induzierte Werteinflüsse.

Für die zweite Phase des Prognosezeitraumes – der ewigen Rente – liegen regelmäßig keine konkreten Unternehmensplanungen, insbesondere nicht zum Ausschüttungsverhalten vor. Vor diesem Hintergrund sowie angesichts der gebotenen intersubjektiven Nachprüfbarkeit ist – insbesondere bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes – in der zweiten Phase (ewige Rente) grundsätzlich von einem äquivalenten Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens und der Alternativenanlage auszugehen. Infolge der gebotenen Ausschüttungsäquivalenz ist somit das Ausschüttungsverhalten der Alternativenanlage auch für den zu bewertenden Zahlungsstrom maßgeblich. Für eine theoretisch sachgerechte Abbildung der Ausschüttungspolitik ist insofern zukünftig neben dem Beta-Faktor der relevanten Alternativinvestition β_j auch die Dividendenrendite der relevanten Alternativinvestition d_j und damit die Ausschüttungsquote aus den Marktdaten abzuleiten bzw. empirisch zu erheben.

Die im Unternehmen aufgrund von *Thesaurierungen* verbleibenden Beträge sind im *Bewertungskalkül* so anzulegen, dass sie nach Abzug der Unternehmenssteuern und vor Berücksichtigung der Einkommensteuer die geforderten Kapitalkosten vor Einkommensteuer verdienen.⁵⁰ Damit ist die Thesaurierung selbst wertneutral. Werterhöhend wirkt alleine die Transformation von ansonsten sofort zu versteuernden Dividenden in erst später zu versteuernde Dividenden aus der Anlage und Verzinsung der thesaurierten Beträge zum Kapitalisierungszinsfuß. Thesaurierungen führen c.p. zu zukünftig wachsenden abzuzinsenden Ergebnissen. Die Abbildung wachsender Dividenden kann in der ewigen Rente des Phasenmodells grundsätzlich durch einen *Wachstumsabschlag* im Nenner der Kapitalwertformel erfolgen. Dieser kann auf der Basis eines bestimmten Ausschüttungsverhaltens als nachhaltiges Wachstum ermittelt und somit plausibel abgeleitet werden.⁵¹

Der beschriebene, durch die Thesaurierungsannahme bedingte Wachstumsabschlag tritt gegebenenfalls zu dem schon bislang verwendeten Wachstumsabschlag, durch den inflations- und mengenbedingtes Wachstum in der ewigen Rente abgebildet wird (vgl. IDW S 1, Tz. 101–104).

48 Vgl. Formeln (2.2)–(2.4).

49 Vgl. zu solchen empirischen Untersuchungen den Beitrag von *Stehle* in dieser Ausgabe der WPg ab S. 906.

50 Alternativ kommt z. B. auch die Tilgung von Fremdkapital in Frage. Hierbei muss dann allerdings die veränderte Kapitalstruktur bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten berücksichtigt werden. Wertauswirkungen resultieren dabei ausschließlich aus der Veränderung des Steuervorteils durch die Fremdfinanzierung.

51 Zum Einfluss von Wachstum in der Phase der ewigen Rente vgl. auch *Henselmann*, Der Restwert in der Unternehmensbewertung – eine „Kleinigkeit“?, FB 2000, S. 153 ff.; kritisch zu einem unreflektierten Ansatz von Wachstumsabschlägen *Kruschwitz/Löffler*, Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, DB 1998, S. 1042 ff.

Vereinfachend kann unter der Annahme der äquivalenten Ausschüttungspolitik zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und der Alternativanlage sowie der Annahme der Anlage der thesaurierten Beträge zu den geforderten Kapitalkosten der Unternehmung und somit zum alternativen Kapitalisierungszinssatz (vor Einkommensteuer) die *Abbildung der Thesaurierung* im Zähler der Kapitalwertformel erfolgen.

3. Beispiel

Die folgende Beispielrechnung illustriert die hier vorgestellte Vorgehensweise hinsichtlich Wahl der Alternativanlage samt steuerlicher Konsequenzen im Bewertungskalkül sowie die praktische Umsetzung der Methodik zur Berücksichtigung des Ausschüttungsverhaltens.

3.1 Bewertungsobjekt

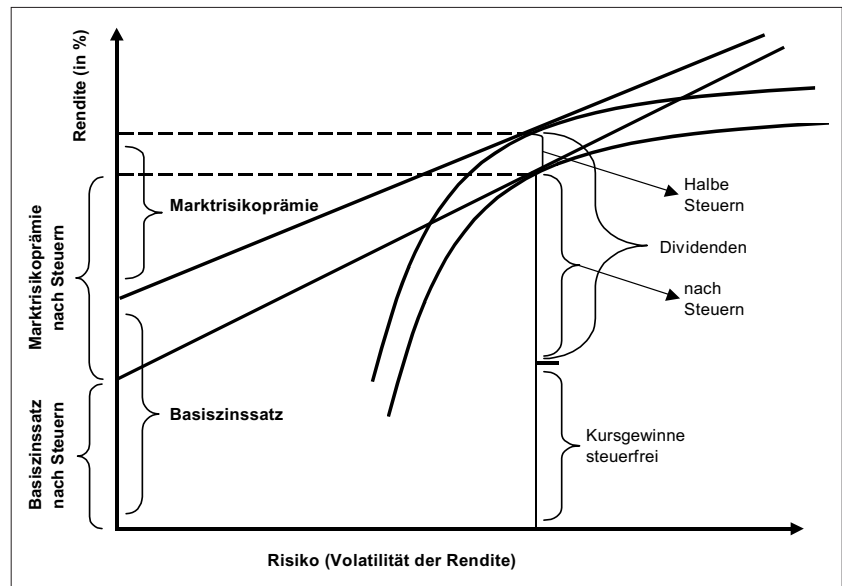
Bewertungsobjekt sei eine Kapitalgesellschaft, die ein jährliches Ergebnis vor Steuern von 100 erziele. Die Gewerbesteuer betrage 20%, die Körperschaftsteuer vereinfacht (ohne Solidaritätszuschlag) 25%. Ausschüttungen werden zur Hälfte mit einer typisierten persönlichen Ertragsteuer von 35% belastet. Kursteigerungen bleiben steuerfrei.

3.2 Alternativanlage

Die risikoäquivalente Alternativanlage bestehe in einer Investition in ein Aktienportfolio. Das Bewertungsobjekt sei gegenüber dieser Alternativanlage weniger riskant, was durch einen Betafaktor von 0,9 zum Ausdruck komme.

Zur Bestimmung der Aktienrendite werde auf der Basis des Tax-CAPM⁵² eine empirisch erhobene Marktrendite nach Ertragsteuern⁵³ verwendet. Dabei wird, anders als bei der bislang üblichen Vorgehensweise, die Alternativrendite nicht pauschal um 35% Ertragsteuern gekürzt, sondern nur der Dividendenanteil wird um 17,5% typisierte Ertragsteuer gemindert. Diese Minderung der Marktrendite

um typisierte persönliche Ertragsteuern lässt sich vereinfachend wie folgt veranschaulichen:



Übersicht 2: Tax-CAPM

Aus den so gewonnenen Kapitalmarktdaten sollen sich für unser Beispiel folgende Bewertungsparameter ergeben:

Empirisch zu erhebende Daten	Wert	Symbol
Empirisch beobachtbare Marktrendite vor Einkommensteuer	9,500 % ^a	r_M^{vSt}
Aus empirischen Daten rekonstruierte Marktrendite nach Einkommensteuer	8,575 % ^b	r_M^{nSt}
Betafaktor der Alternativanlage	0,9	β
Risikoloser Basiszinssatz	5,500 %	r_f
Dividendenrendite der Alternativanlage	5,000 %	d_j
Aus den empirischen Daten berechenbar	Wert	Symbol
Marktdividendenrendite	5,286 % ^c	d_m
Risikozuschlag	5,000 % ^d	r_z
Alternativrendite vor Einkommensteuer	8,950 % ^e	r_j^{vSt}
Alternativrendite nach Einkommensteuer	8,075 % ^f	r_j^{nSt}
^a Erklärt durch: $r_M^{vSt} = (1 - est)r_f + (r_M^{vSt} - r_f(1 - est) - d_M \frac{est}{2}) \cdot 1 + d_M \frac{est}{2}$		
^b Erklärt durch: $r_M^{nSt} = r_M^{vSt} - d_M \frac{est}{2} = (1 - est)r_f + (r_M^{vSt} - r_f(1 - est) - d_M \frac{est}{2}) \cdot 1$		
^c Ermittelt durch: $d_M = \frac{2(r_M^{vSt} - r_M^{nSt})}{est}$		
^d Ermittelt durch: $r_z = r_M^{vSt} - r_f(1 - est) - d_M \frac{est}{2}$		
^e Ermittelt durch: $r_j^{vSt} = (1 - est)r_f + (r_M^{vSt} - r_f(1 - est) - d_M \frac{est}{2}) \cdot \beta_j + d_j \frac{est}{2}$		
^f Ermittelt durch: $r_j^{nSt} = (1 - est)r_f + (r_M^{vSt} - r_f(1 - est) - d_M \frac{est}{2}) \cdot \beta_j$		

Übersicht 3: Bewertungsparameter im Beispiel

52 Vgl. dazu den Beitrag von Jonas/Löffler/Wiese in dieser Ausgabe der WPg ab S. 898.

53 Vgl. dazu den Beitrag von Stehle in dieser Ausgabe der WPg ab S. 906.

3.3 Ausschüttungsverhalten

Die relevante *Ausschüttungsquote* der Alternativenanlage q_j , die aufgrund der geforderten Ausschüttungsäquivalenz auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen ist, leitet sich ab aus dem Verhältnis der Dividendenrendite zur Gesamrendite vor Steuern der Alternativenanlage.

$$q_j = \frac{d_j}{r_j^{vSt}}$$

Der aus dem zu bewertenden Unternehmen dem Anteilseigner zufließende Zahlungsstrom setzt sich zusammen aus dem mit der Quote q_j anteilig ausgeschütteten Gewinn G zuzüglich dem mit der Quote q_j anteilig ausgeschütteten Ertrag aus den thesaurierten Beträgen. Die Gesamtausschüttung wird gemäß Halbeinkünfteverfahren effektiv mit hälftiger Einkommensteuer belastet. Im Falle eines konstanten Ergebnisses G_1 , das mit einer Periodenverzögerung um die Verzinsung aus den jährlich wachsenden thesaurierten Mitteln anwächst, ergibt sich als *Unternehmenswert* folglich

$$UW = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{q_j G_1 \cdot (1+r_j^{vSt}(1-q_j))^{t-1} \cdot (1-\frac{est}{2})}{(1+r_j^{nSt})^t} \quad (3.1)$$

bzw. umgeformt als ewige Rente

$$UW = \frac{q_j G_1 (1-\frac{est}{2})}{r_j^{nSt} - r_j^{vSt} (1-q_j)} \quad (3.2)$$

In der ewigen Rente lässt sich somit die Auswirkung der Thesaurierung durch einen Wachstumsabschlag $w = r_j^{vSt} (1 - q_j)$ abbilden.

Da zwischen der nicht um Ertragsteuern geminderten und der um Ertragsteuern geminderten Rendite der folgende Zusammenhang besteht (was voraussetzt, dass die Alternativrendite sowohl risikoäquivalent als auch ausschüttungsverhaltensäquivalent ist; vgl. Gleichung b zu Übersicht 3):

$$r_j^{nSt} = r_j^{vSt} - d_j \frac{est}{2}, \quad (3.3)$$

lässt sich durch weitere Umformungen zeigen, dass bei einem solchen äquivalenten Ausschüttungsverhalten die persönlichen Ertragsteuern in der ewigen Rente wertirrelevant sind:

$$UW = \frac{q_j G_1 (1-\frac{est}{2})}{r_j^{vSt} - d_j \frac{est}{2} - r_j^{vSt} + r_j^{vSt} q_j} \Leftrightarrow UW = \frac{\frac{d_j}{r_j^{vSt}} G_1 (1-\frac{est}{2})}{r_j^{vSt} - d_j \frac{est}{2} - r_j^{vSt} + r_j^{vSt} \frac{d_j}{r_j^{vSt}}} \Leftrightarrow UW = \frac{G_1}{r_j^{vSt}} \quad (3.4)$$

bzw. die Auswirkung der Thesaurierung alternativ zu einem Wachstumsabschlag auch im Zähler abgebildet werden kann:

$$UW = \frac{G_1 (1 - q_j \frac{est}{2})}{r_j^{nSt}} \quad (3.5)$$

Die Verwendung der thesaurierten Mittel kann damit alternativ durch die Gleichung (3.2), (3.4) oder (3.5) dargestellt werden. Die ökonomische Interpretation von Gleichung (3.2) ist, dass thesaurierungsbedingt wachsende Ausschüttungen kapitalisiert werden. Die Interpretation von Gleichung (3.5) ist, dass die nicht als Dividenden ausgeschütteten Beträge in anderer Form den Gesellschaftern zufließen (z. B. in Form eines Aktienrückkaufs). Die Interpretation von Gleichung (3.4) ist, dass hinsichtlich der ewigen Rente ein Vor-Einkommensteuer-Kalkül zu demselben Ergebnis führt. Da aber in Phase 1, dem Detailplanungszeitraum und für etwaige gesondert zu bewertende Vermögenswerte die persönlichen Ertragsteuern nach wie vor relevant sind, sollte nicht allein bei der ewigen Rente auf ein Vor-Einkommensteuer-Kalkül gewechselt werden.

3.4 Bewertungsergebnis

Für unser Beispiel ergibt sich bei vollständig äquivalenter Ausschüttungspolitik des Bewertungsobjektes im Vergleich zur Alternativenanlage das in Übersicht 4 dargestellte Ergebnis (s. Seite 898).

Das ohne Thesaurierung erwirtschaftete Ergebnis vor Steuern bleibt konstant bei 100,00. Das Ergebnis aus Thesaurierung ergibt sich aus der Verzinsung der kumulierten thesaurierten Mittel mit dem Kapitalisierungszinssatz vor allen Steuern von 14,92% (= 8,95% · 100/60). Das Gesamtergebnis unterliegt Unternehmenssteuern von insgesamt 40%. Von dem ausschüttbaren Ergebnis nach Unternehmenssteuern werden 55,87% ausgeschüttet. Die Ausschüttungen unterliegen wiederum zur Hälfte der typisierten persönlichen Ertragssteuer von 35%. Der verbleibende Nettozufluss an die Anteilseigner ist das abzuzinsende jährliche Ergebnis und wird mit dem Kapitalisierungszinsfuß, d.h. der Alternativrendite nach Einkommensteuer von 8,075% kapitalisiert.

Dargestellt sind für die ewige Rente beide oben beschriebenen alternativen Berechnungsmethoden. Ein inflations- oder mengenbedingtes Wachstum ist im Beispiel nicht vorgesehen. Das Wachstum des Ergebnisses vor Steuern von 3,95% p.a. ergibt sich allein aus der Thesaurierung.

In der letzten Zeile sind die jeweiligen Ertragswerte zum 1. 1. jedes Jahres ausgewiesen. Der Ertragswert steigt in jedem Jahr exakt in Höhe des Thesaurierungsbetrags (z. B. in Jahr 1 von 670,386 um 26,478 auf 696,864 und so fort). Diese Wertsteigerung bleibt auf der Ebene des typisierten Anteilseigners steuerfrei.

Beispiel <i>IDW S 1</i> – neu	Planjahr					Ewige Rente	Ewige Rente alternativ
	1	2	3	4	5		
Ergebnis vor Steuern	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Ergebnis aus Thesaurierung	0,00	3,95	8,06	12,32	16,76	21,37	21,37
Gesamtergebnis vor Steuern	100,00	103,95	108,06	112,32	116,76	121,37	121,37
GewSt 20,0%	-20,00	-20,79	-21,61	-22,46	-23,35	-24,27	-24,27
KSt 25,0%	-20,00	-20,79	-21,61	-22,46	-23,35	-24,27	-24,27
Ausschüttbares Ergebnis	60,00	62,37	64,83	67,39	70,06	72,82	72,82
Thesaurierung laufendes Jahr	26,48	27,52	28,61	29,74	30,92	32,14	
Thesaurierung kumuliert zum 31. 12.	26,48	54,00	82,61	112,35	143,27	175,41	175,41
Ausschüttungsquote	55,87 %	55,87 %	55,87 %	55,87 %	55,87 %	55,87 %	55,87 %
Ausschüttung Anteilseigner	33,52	34,85	36,22	37,65	39,14	40,69	72,82
Typisierte ESt (halb) 17,5 %	-5,87	-6,10	-6,34	-6,59	-6,85	-7,12	-7,12
Nettozufluss Anteilseigner	27,66	28,75	29,88	31,06	32,29	33,57	65,70
Rendite nach Steuern	8,075 %	8,075 %	8,075 %	8,075 %	8,075 %	8,075 %	8,075 %
Wachstumsabschlag (<i>w</i>)						-3,9497 %	
Rendite nach Steuern nach <i>w</i>	8,075 %	8,075 %	8,075 %	8,075 %	8,075 %	4,125 %	8,075 %
Kapitalisierungszinssatz	8,075 %	8,075 %	8,075 %	8,075 %	8,075 %	4,125 %	8,075 %
Ertragswert jeweils zum 1. 1.	670,39	696,86	724,39	753,00	782,74	813,65	813,65

Übersicht 4: Beispielrechnung

4. Ergebnis

Vor dem Hintergrund der veränderten steuerlichen Rahmenbedingungen, zur Berücksichtigung von Erkenntnissen zu empirischen Kapitalmarktrenditen sowie des Einflusses des Ausschüttungsverhaltens auf den Unternehmenswert und angesichts der Diskussion dieser Themenbereiche in der Wissenschaft wird zur Weiterentwicklung der Bewertungspraxis eine Neufassung des *IDW S 1* in den folgenden Bereichen vorgeschlagen:

- Als Ausgangsgröße bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes sollte künftig eine Alternativenanlage in Unternehmensanteile berücksichtigt werden. Geeignete Kapitalmarktuntersuchungen zu Renditen und Risikoprämien liegen als nachprüfbar Grundlagen vor. Als erklärendes Kapitalmarktmodell sollte zukünftig das Tax-CAPM herangezogen werden. Die Verwendung der in der Renditegleichung des Tax-CAPM zu berücksichtigenden Parameter erfolgt auf der Basis der empirischen Kapitalmarktuntersuchungen.
- Bei der Umwandlung der Bruttorenditen der zukünftig zu verwendenden Alternativenanlage in Net-

torenditen sollten die maßgeblichen Besteuerungsfolgen der Alternativenanlage berücksichtigt werden.

- Zukünftig sollte nicht mehr grundsätzlich von der Vollausschüttungshypothese ausgegangen werden. Vielmehr sollte bei der Ermittlung und Abzinsung der prognostizierten Ergebnisse ein äquivalentes Ausschüttungsverhalten zu dem der Alternativinvestition unterstellt werden.

Die vorgesehenen Änderungen des *IDW S 1* führen unter Vernachlässigung von Sondereinflüssen, wie z. B. Verlustvorträgen und Sonderwerten, letztlich in der zweiten Phase der Phasenmethode (ewige Rente) zur Wertneutralität der Einkommensteuer. Insofern führt die vorstehend beschriebene Vorgehensweise zu einer Annäherung an eine Unternehmensbewertung vor persönlichen Ertragsteuern, wie bspw. *IDW RS HFA 10*.⁵⁴

⁵⁴ *IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses (IDW RS HFA 10)*, WPg 2003, S. 1257 ff., WPg 2004, S. 434.

Das CAPM mit deutscher Einkommensteuer

Von WP/StB Dr. Martin Jonas, Düsseldorf,* Prof. Dr. Dr. Andreas Löffler, Hannover,**
und Dipl.-Kfm. Jörg Wiese, MBR, München***

1. Einleitung

Die Erfassung persönlicher Steuern in der Unternehmensbewertung ist seit jeher strittig. Zwar besteht Einigkeit darüber, dass sie grundsätzlich nicht unter-

* Warth & Klein GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf.

** Lehrstuhl Banken und Finanzierung, Universität Hannover.

*** Seminar für Rechnungswesen und Prüfung, Ludwig-Maximilians-Universität München.