

UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Sinkende Unternehmenswerte

Neue Bewertungsstandards führen zu niedrigeren Wertansätzen

Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) hat seinen Standard zur Unternehmensbewertung überarbeitet. Mit dem jetzt veröffentlichten Entwurf IDW ES 1 n.F. dürften die Unternehmenswerte tendenziell geringer ausfallen als zuvor.

Von Dr. Anke Nestler und Thomas Kupke

Am 30. Dezember 2004 hat das IDW den Entwurf einer Neufassung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen veröffentlicht. Der Entwurf enthält neue Regelungen zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte. Solche Unternehmensbewertungen sind regelmäßig bei der Bestimmung von angemessenen Abfindungs- und Ausgleichszahlungen an Aktionäre (bei Unternehmensverträgen, Eingliederungen, Über-

nahmeangeboten, Squeeze-Outs) sowie bei der Ermittlung von Umtauschverhältnissen bei Umwandlungen (Verschmelzungen, Spaltungen) erforderlich.

Theoretische Grundlage Tax-CAPM

Die wesentlichen Änderungen betreffen zum einen die Aufgabe der Vollausschüttungshypothese und zum anderen die Berücksichtigung eines Aktienportfolios als Alternativanlage. Bislang wurde für Bewertungszwecke von der Hypothese der Vollausschüttung der Unternehmensgewinne an die Anteilseigner ausgegangen. Künftig werden die Ausschüttungsquoten in den ersten Planjahren aus der Unternehmensplanung ermittelt. Im Anschluss erfolgt eine langfristige Fortschreibung des bisherigen Trends im Sinne einer ewigen Rente, die regelmäßig 80 Prozent bis 90 Prozent des Unternehmenswerts ausmacht. Hier wird grundsätzlich angenommen, dass sich das Ausschüttungsverhalten des Unternehmens an einer am Aktienmarkt zu beobachtenden durchschnittlichen Ausschüttungsquote orientiert.

Der bisherige Bewertungsstandard unterstellte zudem als Alternativanlage festverzinsliche Wertpapiere und kürzte den Kapitalisierungszins pauschal um den vollen typisierten Einkommensteu-

ersatz in Höhe von 35 Prozent. Nun wird angenommen, dass die Alternativanlage ein Aktienportfolio darstellt. Die unterschiedliche Besteuerung von Zinsen, Dividenden und Kursgewinnen wird differenzierter abgebildet. Theoretische Grundlage für diese Vorgehensweise ist das Tax-Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM). Demnach setzen sich die Eigenkapitalkosten aus dem um die Besteuerungswirkung modifizierten risikolosen Zinssatz und einer Risikoprämie unter Berücksichtigung der Einkommensteuer zusammen.

Eckdaten für Zins und Risikoprämie

Das IDW hat darüber hinaus Eckdaten zur Ermittlung des Kapitalisierungszinses für Bewertungsstichtage ab dem 31. Dezember 2004 veröffentlicht. Auf Grund des inzwischen deutlich gesunkenen Zinsniveaus soll der Unternehmensbewertung ein risikoloser Basiszinssatz von 5,0 Prozent p.a. (bisher: 5,5 Prozent) zugrunde gelegt werden. Ferner befürwortet das IDW eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern von 4,0 Prozent bis 5,0 Prozent, bzw. nach persönlichen Ertragsteuern von 5,0 Prozent bis 6,0 Prozent.

Mit dem Entwurf liegt eine zweckmäßige Lösung für die seit langem diskutierte Behandlung der persönlichen Einkommensteuer vor. Die enge Prämisse des festverzinslichen Wertpapiers als Alternativanlage wurde in Wissenschaft und Praxis als nicht realitätsnah kritisiert. Die nach den überarbeiteten Prämissen berechneten objektivierte Unternehmenswerte sind tendenziell realistischer, können aber 20 Prozent und mehr unter den bisherigen Werten liegen. Gleichzeitig ist es für die Ermittlung angemessener Abfindungs- und Ausgleichszahlungen hilfreich, dass das IDW neben dem Basiszins nun auch genauere und aktuellere Bandbreiten für die Marktrisikoprämie kommuniziert hat. Damit dürften Spekulationen auf höhere Abfindungen durch die Kritik an der Ermittlung des Kapitalisierungszinses eingeschränkt werden. Zudem dürften sich die langwierigen Spruchverfahren in Zukunft zumindest in diesem Streitpunkt verkürzen lassen. ←



Dr. Anke Nestler ist Diplom-Kauffrau und Geschäftsführerin im Frankfurter Büro der O&R Corporate Finance Beratungsgesellschaft mbH sowie Sachverständige für Unternehmensbewertung, IHK Frankfurt am Main. **Thomas Kupke** ist Diplom-Kaufmann und Steuerberater im Münchner Büro der O&R Oppenhoff & Rädler AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft