

Dirrigl, Hans

Working Paper

Unternehmensbewertung für Zwecke der Steuerbemessung im Spannungsfeld von Individualisierung und Kapitalmarkttheorie: Ein aktuelles Problem vor dem Hintergrund der Erbschaftsteuerreform

arqus Discussion Paper, No. 68

Provided in Cooperation with:

arqus - Working Group in Quantitative Tax Research

Suggested Citation: Dirrigl, Hans (2009) : Unternehmensbewertung für Zwecke der Steuerbemessung im Spannungsfeld von Individualisierung und Kapitalmarkttheorie: Ein aktuelles Problem vor dem Hintergrund der Erbschaftsteuerreform, arqus Discussion Paper, No. 68, Arbeitskreis Quantitative Steuerlehre (arqus), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/30835>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

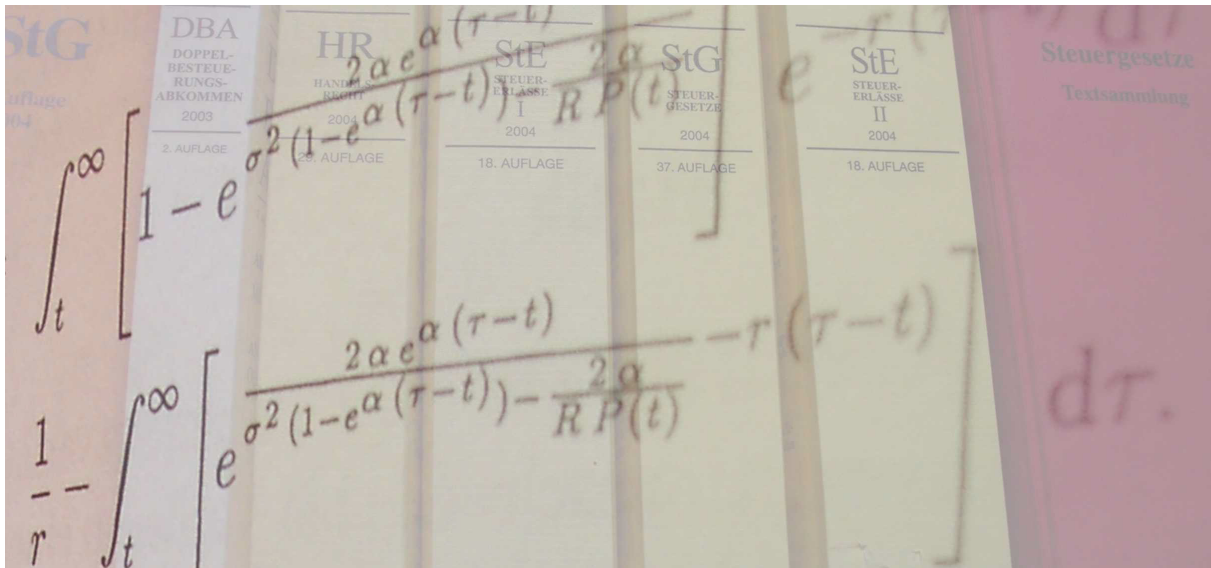
You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

arqus

Arbeitskreis Quantitative Steuerlehre

www.arqus.info



Diskussionsbeitrag Nr. 68

(zugleich Beitrag zur Festschrift für Franz W. Wagner zum 65. Geburtstag)

Hans Dirrigl

Unternehmensbewertung für Zwecke der Steuerbemessung im Spannungsfeld von
Individualisierung und Kapitalmarkttheorie
– Ein aktuelles Problem vor dem Hintergrund der Erbschaftsteuerreform –

Mai 2009

arqus Diskussionsbeiträge zur Quantitativen Steuerlehre
arqus Discussion Papers in Quantitative Tax Research
ISSN 1861-8944

Unternehmensbewertung für Zwecke der Steuerbemessung im Spannungsfeld von Individualisierung und Kapitalmarkttheorie

– Ein aktuelles Problem vor dem Hintergrund der Erbschaftsteuerreform –

Hans Dirrigl, Ruhr-Universität Bochum*
controlling@rub.de

Abstract

Business Valuation for Tax-Based Purposes between Individualisation and Capital Market Theory – A Current Problem in View of the Reform of the Inheritance and Gift Tax Act

According to the requirements of the German Federal Constitutional Court a new valuation system concerning the reform of the Inheritance and Gift Tax Act has been codified in § 11 Valuation Act. This system consults methods which value a business as a whole in order to calculate the fair market value of shares or business property. Due to these circumstances, a business valuation for tax-based purposes poses new challenges. Furthermore, business taxation has to deal with a new field of research. The valuation system of § 11 Valuation Act is situated between individualization and orientation towards the Capital Market. However, it is shown that it is not desirable to apply the German valuation standard IDW S 1 to these valuations. The only valuation concept which appears to be suitable in such situations is a concept that allows to individualise important parameters. A concept complying with these requirements, called “Standard-Gross Rental Method”, is presented in the present article. This concept is particularly appropriate for valuations for tax-based purposes as the specific characteristics of small and medium-sized enterprises (SMEs), which are usually operated by the owner, can be adequately implemented.

* Für die höchst konstruktive Mitarbeit danke ich Frau Dipl.-Ök. Christina König, Herrn Dipl.-Ök. Marius Alfs und Herrn Dipl.-Ök. Marco Dreher.

Zusammenfassung

Den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts folgend wurde mit der Erbschaftsteuerreform in § 11 BewG ein Bewertungssystem kodifiziert, das zur Bestimmung des gemeinen Werts für Anteile an Kapitalgesellschaften bzw. für das Betriebsvermögen auf die Methodik der Gesamtbewertung rekurriert. Damit hat die Unternehmensbewertung für Zwecke der Steuerbemessung neue Impulse und die betriebswirtschaftliche Steuerlehre ein neues, praktisch sehr bedeutsames, Forschungsobjekt erhalten. Das in § 11 BewG verankerte Bewertungssystem bewegt sich in einem Spannungsfeld zwischen Individualisierung und Kapitalmarkt-orientierung. Allerdings zeigt sich, dass der nahe liegende „Reflex“, den für die „objektivierte Wertbestimmung“ im gesellschaftsrechtlichen Kontext konzipierten Bewertungsstandard IDW S 1, der auf kapitalmarkttheoretischen Elementen basiert, für steuerrechtliche Bewertungsanlässe als Referenzkonzept zu verwenden, auf schwerwiegende Bedenken stößt. Letztlich erscheint nur eine Bewertungskonzeption geeignet, die auch Möglichkeiten für die Individualisierung wertbestimmender Größen eröffnet. Ein an dieser Maxime orientiertes Konzept wird im Rahmen dieses Beitrages mit dem Standard-Ertragswertverfahren entwickelt. Dessen besondere Eignung ist auch dadurch begründet, dass bei steuerrechtlich-geprägten Bewertungsanlässen vorwiegend kleine und mittlere Unternehmen (KMU) zu bewerten sind, bei denen häufig eine Einheit von Eigentum und Leitung gegeben ist. Deren Merkmale unterscheiden sich fundamental von den Bewertungsobjekten, die den typischen Anwendungsfall des IDW S 1 repräsentieren.

1 Bewertungskonzepte für personenbezogene Unternehmen als „Stiefkind“ der betriebswirtschaftlichen Steuerlehre

1.1 Unternehmensbewertungen für Zwecke der Steuerbemessung im Kontext der Erbschaftsteuerreform

Lange Zeit ist die rechtsgeprägte Unternehmensbewertung lediglich im Zusammenhang mit der Bewertung von (Minderheits-)Anteilen an Kapitalgesellschaften in der Rechtsform der (großen) Aktiengesellschaft für gesellschaftsrechtliche Anlässe thematisiert worden. Der Jubilar hat in der Festschrift für Lutz Kruschwitz auf diese Verengung des Blickwinkels im wissenschaftlichen Schrifttum aufmerksam gemacht¹ und zudem in mehreren Beiträgen Lösungskonzepte für die Bemessung von Abfindungs- und Ausgleichsansprüchen - unter besonderer Berücksichtigung steuerlicher Einflussfaktoren - im Zusammenhang mit Anteilen an Personengesellschaften entwickelt.²

Diese Ausrichtung von Unternehmensbewertungen auf die Merkmale von Personenunternehmen hat auch schon früh mehrere Schüler angeregt, sich mit diesem praktisch sehr bedeutsamen Anwendungsgebiet zu befassen.³ In diesen Arbeiten stehen die steuerlichen Einflussfaktoren im Mittelpunkt der Forschung, es geht um die Berücksichtigung der Besteuerung für nichtsteuerliche Anlässe der Unternehmensbewertung.

Steuerliche Anlässe für Unternehmensbewertungen, also das, was in der Funktionenlehre als „Steuerbemessungsfunktion“ bezeichnet wird,⁴ haben bislang in der Forschung keine große Aufmerksamkeit gefunden, was darauf zurückzuführen ist, dass sich die höchstrichterliche Rechtsprechung lange Zeit dagegen gewehrt hat, für die Bestimmung des Teilwerts von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften die Methoden zur Gesamtbewertung zuzulassen. Das Problemfeld der steuerrechtlich geprägten Anlässe für Unternehmensbewertungen hat aber inzwischen durch die Erbschaftsteuerreform und die damit verbundene Änderung des Bewertungsgesetzes, sowie im Außensteuergesetz durch den Tatbestand der Funktionsverlagerung neue Impulse erhalten.⁵ Den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts in seinem Beschluss vom 7.11.2006 folgend,⁶ hat der Gesetzgeber das steuerliche Bewertungsrecht im § 11 Abs. 2 BewG auf eine neue Grundlage gestellt, nämlich die Methodik der Gesamtbewertung zur Bestimmung des gemeinen Werts für das

¹ Vgl. Wagner (2008a), S. 79.

² Vgl. Wagner (2007), S. 930 ff. und Wagner (2008b), S. 835 ff.

³ Vgl. Nonnenmacher (1981) und Gratz (1981).

⁴ Vgl. dazu Matschke/Brösel (2007), S. 74 insbesondere Fußnote 2009.

⁵ Zu neuen Aufgaben im Zusammenhang mit der Reform der Erbschaftsteuer vgl. Henselmann (2007).

⁶ Vgl. BVerfG vom 7.11.2006 – 1BvL 10/02, BStBl. II 2007, S. 192 ff.

Unternehmensvermögen (Betriebsvermögen und nicht-notierte Anteile an Kapitalgesellschaften).⁷

Bislang liegen in der Literatur erst sehr wenige Stellungnahmen dazu vor,⁸ wie in diesen Anwendungsbereichen für Zwecke der Steuerbemessung adäquate Unternehmensbewertungen durchzuführen sind, bei denen einerseits sehr spärliche gesetzliche Regelungen existieren und sich andererseits immense Ermessensspielräume zu eröffnen scheinen.⁹ In der Literatur wird vermutet, dass das zunächst für Zwecke der Erbschaftsteuer geltende steuerliche Bewertungsrecht auch Ausstrahlungswirkungen auf andere steuerliche Anlässe haben wird.¹⁰ Zu denken wäre hierbei an solche im Bereich der Ertragsteuern, für die mit einem Leitfaden der Oberfinanzdirektionen Rheinland und Münster zur Bewertung von Anteilen an Kapitalgesellschaften für ertragsteuerliche Zwecke¹¹ bereits eine Arbeitshilfe für die Finanzverwaltung herausgegeben wurde.¹² Offensichtlich ist das in den § 199 ff. BewG neu eingeführte „vereinfachte Ertragswertverfahren“ an diesem Leitfaden orientiert.

Schon eine kursorische Analyse der Wert-Konsequenzen aus einer Anwendung des „vereinfachten Ertragswertverfahren“¹³ lässt erkennen, dass der Anwendungsbereich dieses „abgespeckten“ Verfahrens zur Gesamtbewertung sehr beschränkt ist.¹⁴ Kommt das „vereinfachte Ertragswertverfahren“ nicht zur Anwendung, werden die Standard-Konzepte zur Unternehmensbewertung relevant,¹⁵ die sich durch eine „Berücksichtigung der Ertragsaussichten“ i. S. d. § 11 Abs. 2 BewG auszeichnen. Da der Steuerpflichtige eine Beurteilung vornehmen muss, ob er vom „vereinfachten Ertragswertverfahren“ Gebrauch macht, oder eine „andere Methode“ aus der Perspektive des Erwerbers zur Bewertung gemäß § 11 Abs. 2 BewG anwendet, braucht er offenbar Vorstellungen darüber, wie diese anderen Verfahren der Unternehmensbewertung ausgestaltet sind und welche Wertkonsequenzen mit anderen Gesamtbewertungs-Verfahren verbunden sind. Hierbei ist in erster Linie an das (normale) Ertragswertverfahren zu denken. Im Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 7.11.2006 sind die Discounted Cash Flow-Verfahren der Ertragswertmethode gleichgestellt worden.¹⁶

Die DCF-Methodik orientiert sich am kapitalmarktgleichgewichtstheoretischen Modell des CAPM und damit an der Erklärung von Marktpreisen von Aktien. Da gemäß

⁷ Vgl. zu einem Überblick Hübner (2009) sowie Eisele (2009).

⁸ Vgl. Barthel (2008); Kussmaul/Pfirmann/Hell/Meyerling (2008) und Mannek (2008) zum Diskussionsentwurf einer Anteils- und Betriebsvermögensbewertungsverordnung.

⁹ Vgl. Schulte/Birnbaum/Hinkers (2009), S. 300.

¹⁰ Vgl. Creutzmann (2008), S. 2791.

¹¹ Vgl. Oberfinanzdirektionen Münster und Rheinland (2007).

¹² Vgl. hierzu auch Eisele (2009), S. 187.

¹³ Vgl. dazu Eisele (2009), S. 191-206.

¹⁴ Vgl. auch Creutzmann (2008), S. 2786.

¹⁵ Zu einem ausführlichen Beispiel zum vereinfachten Ertragswertverfahren vgl. Rose/Watrin (2009), S. 126-132 sowie zu einem Beispiel auf Basis der DCF-Verfahren S. 135-138.

¹⁶ Vgl. BVerfG vom 7.11.2006 – 1BvL 10/02, Tz. 116.

§ 11 Abs. 1 BewG Wertpapiere, die am Stichtag an einer deutschen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, wie bisher, mit dem niedrigsten am Stichtag für sie im regulierten Markt notierten Kurs angesetzt werden, erübrigt sich insoweit eine Unternehmens- oder Anteilsbewertung. Relevanz erhalten könnte die DCF-Methodik nur im Rahmen der neuen Fassung des § 11 Abs. 2 BewG für die Bestimmung des gemeinen Werts von Anteilen an Kapitalgesellschaften, die nicht unter Absatz 1 des § 11 BewG fallen. Hierbei ist insbesondere an eine Bewertung zu denken, die sich am Standard IDW S 1 zur („objektivierten“) Unternehmensbewertung durch Wirtschaftsprüfer orientiert¹⁷ und im weiteren Verlauf dieses Beitrags auf ihre Eignung für steuerliche Zwecke zu analysieren ist.¹⁸

Die Methoden der Unternehmensbewertung werden somit zu einem wichtigen Forschungsgebiet der betriebswirtschaftlichen Steuerlehre,¹⁹ wobei neuer Forschungsbedarf entstanden ist. Hierbei werden die in Deutschland dominierenden Klein- und Mittelbetriebe sowie die Rechtsformen von Personenunternehmen auch für Zwecke der Unternehmensbewertung im Mittelpunkt stehen müssen.²⁰ Die Vernachlässigung der Methodik zur Unternehmensbewertung für diese Unternehmen wird damit zu einem echten Problem.

1.2 Bewertungskonzepte für personenbezogene Unternehmen als Forschungsobjekt der betriebswirtschaftlichen Steuerlehre

Ein größeres Spektrum an Problemstellungen als das der Aspekte von steuerrechtlich-geprägten Anlässen der Unternehmensbewertung ist kaum denkbar. Es müssen hier deshalb in geeigneter Weise Akzentuierungen und, damit verbunden, Abgrenzungen vorgenommen werden.

Im Sinne des Jubilars dürfte es sein, einen weiteren Baustein im Gesamtkomplex „Unternehmensbewertung von Personenunternehmen“ in Angriff zu nehmen. Dieser Anwendungsbereich von Unternehmensbewertungen bildet auch bei steuerrechtlich-geprägten Anlässen den Schwerpunkt. Dem steht die Vernachlässigung dieses Forschungsgebietes in der Lehre zur Unternehmensbewertung gegenüber. Wenn - in jüngerer Zeit verstärkt - darauf eingegangen wird, dann fast immer unter der Überschrift „Besonderheiten“ (gegenüber großen, börsennotierten Kapitalgesellschaften). Zentrale Merkmale, die hier thematisiert werden müssen, resultieren einmal aus dem anderen Besteuerungsregime, nämlich der Besteuerung von Personenunternehmen (Mitunternehmer-Besteuerung), und zum anderen aus einer anderen Risikosituation, die nicht pauschal über die Annahme einer „perfekten Risikodiversifizierung“ ausgeblendet werden kann.

¹⁷ Vgl. IDW (2008).

¹⁸ Vgl. Kapitel 4.

¹⁹ Vgl. dazu Hundsdoerfer/Kiesewetter/Sureth (2008), S. 95 ff.

²⁰ Vgl. Wagner (2007), S. 929.

Im Besteuerungskomplex werden bei der Unternehmensbewertung vor allem diejenigen Aspekte relevant, die an der Schnittstelle von Gewinnerzielung und Gewinnverwendung liegen, also Annahmen respektive Typisierungen zur Thesaurierung, Ausschüttungspolitik bzw. Entnahmepolitik bei Personenunternehmen. Der Steuergesetzgeber kann versuchen, mit seiner „Steuerpolitik“ auf die Entscheidungen der Steuerpflichtigen hinsichtlich der Gewinnverwendung einzuwirken, indem er entsprechende steuerrechtliche Anreize setzt. Während das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren noch weitgehend als „gewinnverwendungsneutral“ charakterisiert werden kann, wurde mit dem Übergang zum Halbeinkünfteverfahren ein erster „Sündenfall“ für das Steuerregime von Kapitalgesellschaften und ihren Gesellschaften begangen. Mit dem Unternehmenssteuerreformgesetz 2008 wurde auch für den Bereich der Besteuerung von Personenunternehmen über die Einführung des § 34a EStG eine Förderung der Thesaurierung beabsichtigt. Gleichzeitig wurde im Bereich der Anteilseignerbesteuerung von Kapitalgesellschaften das letzte „Reservat“ für eine Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen beseitigt. Diese Änderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen haben auch Konsequenzen für die Unternehmensbewertung, es kam zu Anpassungen des IDW S 1.²¹ Fast schon „typisch“ zu nennen ist wiederum, dass die Kursgewinnbesteuerung für Anteile an Kapitalgesellschaften in der Literatur zur Unternehmensbewertung auf höchste Aufmerksamkeit gestoßen ist, während im Bereich der „objektivierten Unternehmensbewertung von Personengesellschaften“²² die Regelung des § 34a EStG zwar zur Kenntnis genommen, aber noch nicht in ein konsistentes Konzept zur Unternehmensbewertung integriert wurde.²³

Der Aufbau dieses Beitrags orientiert sich am Stufenkonzept²⁴ des „Rechts der steuerlichen Unternehmensbewertung“.²⁵ Anknüpfungspunkt für die steuerrechtlich geprägte Unternehmensbewertung ist § 11 BewG. Der Steuergesetzgeber lässt dort eine Präferenz für die (kapital-)markt-orientierte Bestimmung von Bemessungsgrundlagen erkennen. Erst wenn diese „first best“-Lösung nicht realisierbar ist, toleriert er, quasi als „second best“-Lösung, eine modellgestützte Ableitung von Bemessungsgrundlagen auf der Basis von Kalkülen der Unternehmensbewertung, welche die „Ertragsaussichten“ zu berücksichtigen haben. An erster Stelle wird dabei in der Literatur immer das „Ertragswertverfahren“ genannt, allerdings hat - wie erläutert - selbst das Bundesverfassungsgericht in seiner Entscheidung vom 7.11.2006 die DCF-Verfahren dem Ertragswertverfahren gleichgestellt.²⁶ Diesbezüglich ist zu beklagen, dass in der Literatur zur Unternehmensbewertung auf

²¹ Vgl. Hommel/Pauly/Nagelschmitt (2007); Wagner/Saur/Willershausen (2008) und Zeidler/Schöninger/Tschöpel (2008).

²² Vgl. dazu Dörschell/Franken/Schulte (2008) sowie Popp (2008).

²³ Im weiteren Verlauf dieses Beitrages ist darauf näher einzugehen. Dies geschieht im Kapitel 4, das sich mit der Unternehmensbewertung auf Basis des IDW S1 befasst.

²⁴ Vgl. dazu Abschnitt 2.2.

²⁵ Zum „Recht der Unternehmensbewertung“ für gesellschaftsrechtliche Zwecke vgl. Großfeld (2009).

²⁶ Vgl. BVerfG vom 7.11.2006 – 1BvL 10/02, Tz. 116.

undifferenzierte Weise das Ertragswertverfahren mit einer Variante der DCF-Methodik, dem Flow-to-Equity (FTE)-Verfahren, gleichgesetzt wird.

Tatsächlich unterscheidet sich die dem Ertragswertverfahren zugrunde liegende Ausrichtung in fundamentaler Weise von der DCF-Orientierung. Diese Unterschiede offenzulegen und auch „praktikable“ Lösungsansätze zu bieten, ist Gegenstand des Kapitels 3, in dem das Konzept für ein „Standard-Ertragswert-Verfahren“ präsentiert wird. Von seiner ursprünglichen Ausrichtung her ist das Ertragswertverfahren an entscheidungs-orientierten Zwecken der Unternehmensbewertung ausgerichtet, also mit dem Ziel der Ermittlung eines „Entscheidungswerts“ oder „Grenzpreises“ verbunden. Aufgrund dieser „individualistischen“ bzw. subjektiven Ausrichtung markiert das Ertragswertverfahren den Gegenpol zu einer Kapitalmarkt-Orientierung der Unternehmensbewertung. Eine solche Prägung liegt auch den DCF-Verfahren zugrunde, die in den Standard IDW S 1 Eingang gefunden haben. Dominantes Ziel des IDW S 1 ist es, eine Anleitung für Unternehmensbewertungen durch Wirtschaftsprüfer zur Ermittlung eines „objektivierten Unternehmenswerts“ (Tz. 12) zu geben.²⁷ In Verfolgung dieses Ziels werden in IDW S 1 verschiedene „Normierungen“, „Typisierungen“²⁸ und „Objektivierungen“²⁹ postuliert. Primär beziehen sich diese auf die Normierung der Alternativanlage in Form eines Aktienportfolios (Tz. 115), wobei auf Kapitalmarktpreisbildungsmodelle (CAPM, Tax-CAPM) abgestellt wird (Tz. 118).

Aufgrund dieser Ausrichtung zur Ermittlung eines „objektivierten“ Unternehmenswerts muss es nicht verwundern, wenn in der Literatur auch für die steuergeprägte Unternehmensbewertung auf den IDW S 1 Bezug genommen wird.³⁰ Sollte der Anspruch des IDW S 1, einen „objektivierten“ Unternehmenswert ermitteln zu können, tatsächlich eingelöst werden, so wäre damit aber noch nicht die Aufgabe erfüllt, wie sie im Rahmen der Steuerbemessungsfunktion zu stellen ist. Das Forschungsprogramm zur Unternehmensbewertung für Zwecke der Steuerbemessung darf nicht radikal darauf verkürzt werden, die wenigen positiv-rechtlichen Regelungen zur Wertbestimmung einer kritischen Würdigung zu unterziehen und für alternative Bewertungskonzepte auf die IDW-Standards zur Ermittlung „objektivierter Unternehmenswerte“ zu verweisen.

Im Rahmen eines umfassenden Aufgabenverständnisses, das diesem Beitrag zugrunde gelegt wird, geht es (auch) darum, dem Steuerpflichtigen Hinweise darauf zu geben, mit welchen Konzepten der Unternehmensbewertung und ihren spezifischen Merkmalen es ihm ermöglicht wird, sein (vermutliches) Ziel zu erreichen, eine möglichst geringe (Erbschaft- bzw. Schenkung-)Steuerlast tragen zu müssen. Diese basiert fundamental auf den Bewertungen für die Vermögensgegenstände, die Teil der Erbmasse sind, weshalb den Bewertungskonzepten eine zentrale Bedeutung zukommt. Es muss zum Forschungsprogramm einer betriebs-

²⁷ Vgl. dazu auch Ballwieser (2008b), S. 139-150.

²⁸ Vgl. Henselmann (2006).

²⁹ Vgl. Henselmann (2006), S. 152 mit einer Abgrenzung zu den Typisierungen i.e.S.

³⁰ Vgl. etwa Eisele (2009), S. 187 ff.; Kohl/Schilling (2008) und Schulte/Birnbaum/Hinkers, S. 301.

wirtschaftlichen Steuerlehre,³¹ insbesondere im Bereich der betrieblichen Steuerplanung³² gehören, den Steuerpflichtigen darin zu unterstützen, fundierte Vorteilhaftigkeitsvergleiche zwischen Alternativen anstellen zu können, bei denen Steuereinflüsse relevant werden.³³ Dabei reicht es allerdings nicht aus, auf der Konzept-Ebene zu verbleiben. Letztlich „zählt“ das Bewertungsergebnis, in dem sich die konzeptionellen Eigenschaften eines Verfahrens mit den spezifischen Bewertungsparametern in ihren quantifizierten Ausprägungen niederschlagen.

Insofern weist eine Wertbestimmung gemäß IDW S 1 keine „günstigen“ Eigenschaften aus Sicht des Steuerpflichtigen auf. Dies ist aus den Vorgaben des Standards IDW S 1 nicht direkt erkennbar, da dort, aus durchaus nachvollziehbaren Gründen, keine konkreten Festlegungen zur Höhe der Marktrisikoprämie (dem zentralen Bewertungsparameter bei einer CAPM-orientierten Risikoberücksichtigung) getroffen werden. Ergänzend zur abstrakten Anleitung des IDW S 1 existieren aber „Verlautbarungen“ des FAUB zur „angemessenen“ Höhe von Marktrisikoprämien,³⁴ die im Ergebnis, sollten sie für erbschaftsteuerlich ausgerichtete Zwecke der Unternehmensbewertung herangezogen werden,³⁵ zu sehr hohen Bewertungsergebnissen führen würden.³⁶ Dieses Ergebnis ist darauf zurückzuführen, dass im Rahmen eines kapitalmarkttheoretischen Gleichgewichtsmodells für „Überrenditen“ kein Platz ist, diese aber bei einer individualisierten Unternehmensbewertung auf Basis des Ertragswertverfahrens durchaus adäquat sind.

2 Steuerrechtliche Anlässe und Konzepte

2.1 Problemkomplexe der Unternehmensbewertung im Kontext der Steuerbemessungsfunktion

Die Unternehmensbewertung im Rahmen der Steuerbemessungsfunktion verursacht eine Vielzahl von Problemen. Diese können zu drei großen Problemkomplexen systematisiert werden:

1. Bewertungsobjekt
2. Bewertungskonzept und Bewertungsparameter
3. Bewertungsziel im steuerrechtlichen Kontext

³¹ Vgl. zu Steuerwirkungen in der Unternehmensbewertung Hundsdoerfer/Kiesewetter/Sureth (2008), S. 95 ff.

³² Vgl. Wagner/Dirrigl (1980).

³³ Zur Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung in Abhängigkeit unterschiedlicher Steuerregimes und deren Änderungen vgl. Wagner/Dirrigl (1981) sowie Wagner/Rümmele (1995).

³⁴ Vgl. die ergänzenden Hinweise des FAUB zur Bestimmung des Basiszinssatzes im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen, FN-IDW 2008, S. 491 f.

³⁵ In diesem Sinne Kohl/Schilling (2008).

³⁶ Vgl. die Beispielsrechnung von Kohl/Schilling (2008), S. 912 bei mittelbarer Typisierung und S. 913 bei unmittelbarer Typisierung.

2.1.1 Bewertungsobjekt

Bei einer „Unternehmensbewertung“ ist das Bewertungsobjekt offenbar eine „Unternehmung“, also eine Kombination von Produktionsfaktoren. Diese hat eine Rechtsform und Eigentümerstruktur. Dabei reicht die Bandbreite vom Einzelunternehmen mit einem einzigen Eigentümer bis zur börsennotierten Kapitalgesellschaft mit im Extremfall so vielen „Eigentümern“ wie Aktien ausgegeben wurden. Dazwischen liegen, noch nahe am Einzelunternehmen, personen-bezogene Gesellschaften mit einem kleinen Kreis von Eigentümern, entweder Personengesellschaften (OHG, KG) oder auch „kleine“ GmbH's. Allerdings ist auch eine „Einmann-GmbH“ möglich. Über die Anzahl der Unternehmen und deren Rechtsformen existieren empirische Erhebungen.³⁷ Nach dem letzten Stand (01.01.2008) zu den „Bundesweiten Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht“³⁸ verteilt sich die Gesamtzahl der Unternehmen (1.448.747) auf folgende Rechtsformen:

		Anzahl	Anteil
(1)	Registerabteilung A: Einzelkaufleute und Personengesellschaften (OHG und KG)	443.439	30,61%
(2)	GmbH	986.650	68,10%
(3)	AG	18.391	1,27%
(4)	KGaA	267	0,02%
	insgesamt	1.448.747	100%

Tab. 1: Anzahl der Unternehmen der verschiedenen Rechtsformen in Deutschland (Stand 01.01.2008)

Zwischen der Rechtsform eines Unternehmens sowie dessen Eigentümerstruktur und anderen Merkmalen bestehen Korrelationen. Vor allem die Größe kann ein wichtiger Kontextfaktor für die Bewertung eines Unternehmens oder seiner Eigentumsrechte sein.³⁹

In jüngster Zeit sind die Größe sowie oft damit in Verbindung stehende Merkmale wie die Rechtsform (Einzelunternehmen bzw. Personengesellschaft) oder der Charakter eines „Familienunternehmens“⁴⁰ auch in der Literatur aufgegriffen worden.⁴¹ Diese Beiträge zum Thema „Bewertung von KMU“ gehen von einer „Standard-Bewertungssituation“, nämlich einer Bewertung von börsennotierten Aktien-

³⁷ Vgl. Kornblum (2009), S. 25 ff.

³⁸ Kornblum (2009), S. 25.

³⁹ In einer Monographie hat sich Behringer mit der Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen beschäftigt; vgl. Behringer (2009). An der Notwendigkeit der Berücksichtigung des Kontextfaktors „Größe“ zweifelnd Jonas (2008a), S. S118 f.

⁴⁰ Vgl. dazu Schobert/Ihlau (2008).

⁴¹ Vgl. Jonas (2008a) und Zieger/Schütte-Biastoch (2008).

gesellschaften, aus und untersuchen, inwieweit diese für die Bewertung von KMU adäquat ist, und ob (und wenn ja, wie) Anpassungen und Modifikationen vorgenommen werden müssen.

Eine erste Systematisierung der Unterschiede zwischen Großunternehmen und KMU könnte folgendermaßen vorgenommen werden:

Kriterium:		Unternehmensgröße:		
		Klein	Mittel	Groß
(1)	Umsatzhöhe, Mitarbeiterzahl	niedriges Niveau	mittleres Niveau	hohes Niveau
(2)	Eigentümer	einer	mehrere	sehr viele
(3)	Leitungsmacht	Eigentümer ⁴²	Eigentümer und/oder Manager	Manager

Tab. 2: Unterschiede zwischen Großunternehmen und KMU (kleine und mittlere Größe)

In der „Standard-Bewertungssituation“, in der typischerweise ein börsennotiertes Großunternehmen in Form einer AG als Bewertungsobjekt angenommen wird, werden oft, abgeleitet aus den Vorgaben des IDW S 1,⁴³ die DCF-Verfahren herangezogen. Somit sind in dieser speziellen Situation Aktien Gegenstand der Bewertung.

2.1.2 Bewertungskonzept und Bewertungsparameter

Gemäß § 11 Abs. 2 BewG sind Anteile an Kapitalgesellschaften, die nicht unter Absatz 1 fallen, mit dem gemeinen Wert anzusetzen, der unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der Kapitalgesellschaft zu ermitteln ist,⁴⁴ wenn sich dieser nicht aus Verkäufen unter fremden Dritten ableiten lässt, die weniger als ein Jahr zurückliegen. In solchen Situationen kann zur Bestimmung des gemeinen Wertes das „Vereinfachte Ertragswertverfahren“ (VEW) gemäß §§ 199-203 BewG herangezogen werden, sofern dessen Anwendung „nicht zu offensichtlich unzutreffenden Ergebnissen führt“. Die Anwendung des VEW darf zudem gemäß § 199 Abs. 2 BewG auch im Rahmen der Ermittlung des gemeinen Werts von Betriebsvermögen oder eines Anteils daran erfolgen.

Alternativ zum VEW kann eine „Berücksichtigung der Ertragsaussichten“ auch mit dem „Normalen Ertragswertverfahren“⁴⁵ erfolgen. Unter die Kategorie der „ertrags(wert)-orientierten Konzepte lassen sich auch die DCF-Kalküle zur

⁴² Hier besteht somit eine Personalunion bezüglich Eigentum und Leitung. Bemerkenswert ist, dass die deutsche Börse am 03.01.2005 einen Aktienindex eingeführt hat, der die Performance solcher „eigentümergeleiteter Unternehmen“ messen soll, den sog. „German Entrepreneurial Index (GEX)“. Dieser Index wird oft auch Mittelstandsindex genannt; vgl. Kaserer et al. (2006), S. 10.

⁴³ Vgl. IDW (2008), Tz. 101 ff.

⁴⁴ Dies bedeutet im Regelfall, dass darunter die Anwendung von ertrags(wert)-orientierten Konzepten verstanden wird.

⁴⁵ Vgl. Piltz (2008), S. 746 f.

Unternehmensbewertung subsumieren, da sie ebenfalls dem Grundsatz der Gesamtbewertung folgen.⁴⁶ Die besondere Relevanz des „Normalen Ertragswertverfahrens“ und der „Discounted Cash Flow-Verfahren“ ergibt sich daraus, dass das VEW zu „überhöhten“ Unternehmenswerten führen könnte und deshalb vom Steuerpflichtigen nicht gewählt wird bzw. seitens der Finanzverwaltung unter dem Vorbehalt der Ermittlung nicht offensichtlich unzutreffender Ergebnisse steht.⁴⁷

Im deutschen Sprachraum existiert seit Langem eine Lehre von der Unternehmensbewertung, in der das Konzept des Ertragswertes im Mittelpunkt steht.⁴⁸ In der Literatur wird das Ertragswertverfahren als „individualistischer Ansatz“⁴⁹ diffamiert, was damit zusammenhängt, dass dieses Verfahren für den Bereich der Grenzpreisbestimmung einsetzbar ist, bei der die subjektiven Pläne und die konkrete Alternativinvestition des potenziellen Erwerbers berücksichtigt werden. Aus dieser Ausrichtung folgt, dass das Ertragswertverfahren besonders für Bewertungssituationen geeignet ist, in denen es auf eine Individualisierung ankommt und die Einheit von Eigentum und Leitung vorliegt. Diese Situation ist oftmals bei der Bewertung von KMU gegeben. Behringer schlägt hierfür ein „modifiziertes Ertragswertverfahren“ vor, um der Charakteristik dieser Unternehmen auch im Rahmen einer Bewertung gerecht werden zu können.⁵⁰

Im angelsächsischen Raum existiert eine Stellungnahme bezüglich des Aspektes „Small Business Valuation“,⁵¹ um den Besonderheiten von KMU Rechnung zu tragen. Eine ähnliche IDW-Stellungnahme besteht im deutschen Raum (auch) bereits seit 1997.⁵² Diese ist allerdings aktuell in Vergessenheit geraten, da sie unverändert durch ein Abschnitt im neuen IDW S 1 ersetzt wurde.⁵³

Inzwischen haben kapitalmarkt-orientierte Ansätze wie das CAPM zur Bestimmung von risikoadjustierten Kapitalkosten auch die deutsche Bewertungslehre „infiziert“.⁵⁴ Die Anwendung dieses Modells setzt die Erfüllung mehrerer wichtiger Prämissen voraus, wobei zu prüfen ist, inwieweit diese als realitätskonform angesehen werden können.⁵⁵ Zudem sind viele Vorentscheidungen zur Festlegung von Parametern vorzunehmen, um die gewünschten Risikoprämien und Kapitalkosten zu bestimmen.⁵⁶

⁴⁶ Vgl. BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 116. Auch gemäß dem IDW sind die DCF-Verfahren als „ebenbürtig“ im Vergleich zum Ertragswertverfahren anzusehen; vgl. IDW (2008), Tz. 101.

⁴⁷ Vgl. Creutzmann (2008), S. 2784 ff. Für weitere Details zum VEW vgl. Abschnitt 4.2.

⁴⁸ Vgl. ebenso BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 115.

⁴⁹ Drukarczyk/Schüler (2007), S. 83.

⁵⁰ Vgl. Behringer (2009), S. 210 ff.

⁵¹ Vgl. zu diesem Aspekt Behringer (2009), S. 203 ff.

⁵² Vgl. IDW (1998) und Behringer (2009), S. 199 ff.

⁵³ Vgl. IDW (2008), Abschnitt 8.3, Tz. 154 ff.

⁵⁴ Vgl. etwa Kuhner/Maltry (2006), S. 162 ff.

⁵⁵ Vgl. diesbezüglich Spremann (2007), S. 455 ff. Für weitere Details vgl. Abschnitt 4.3.

⁵⁶ Vgl. Ballwieser (2008a), S. S108 sowie Abschnitt 4.3.

In Abhängigkeit des gewählten, für das spezifische Bewertungsziel als geeignet eingestuften Bewertungskonzeptes sind die relevanten Bewertungsparameter zu bestimmen. Fällt die Entscheidung zu Gunsten der Anwendung des Ertragswertverfahrens, so ist zu klären, welche relevante „Ertragsgröße“⁵⁷ heranzuziehen ist. Zur Berücksichtigung der Unsicherheit ist anzugeben, wie die Mehrwertigkeit von Erfolgsgrößen durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen spezifiziert und der Risikopreis bestimmt werden kann. Weiterhin ist die konkrete Alternativinvestition (mit all ihren wertbestimmenden Faktoren) festzulegen.⁵⁸ Werden die DCF-Verfahren als relevantes Konzept ausgewählt, so ist auch hier zuerst die bewertungsrelevante Erfolgsgröße zu konkretisieren. Anschließend sind der Ansatz zur Berücksichtigung der/von Alternativinvestition(en), welcher üblicherweise auf dem CAPM basiert, und dessen relevante Parameter festzulegen.⁵⁹

Das in seiner Struktur zur Bestimmung des Kapitalisierungszinsfußes sich am CAPM orientierende VEW enthält insofern eine radikale Vereinfachung, als dass per Gesetz bzw. von der Finanzverwaltung bereits bestimmte Parameter normiert sind.⁶⁰

2.1.3 Steuerrechtliches Bewertungsziel

Eine Unternehmensbewertung im steuerrechtlichen Kontext erfordert zunächst eine Klärung der steuerlichen Wertungen i.S.v. Vorgaben und Empfehlungen für die einzelnen Bemessungsgrundlagen, sei es für die Erbschaftsteuer, für Funktionsverlagerungen⁶¹ oder für den Teilwert von Beteiligungen.

Das Hauptaugenmerk dieses Beitrages liegt auf Unternehmensbewertungen für erbschaftsteuerliche Zwecke. Um das steuerrechtliche Bewertungsziel in diesem Zusammenhang spezifizieren zu können, muss zunächst auf die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 07.11.2006⁶² eingegangen werden.⁶³

In dieser Entscheidung hat das Bundesverfassungsgericht - im Tenor - „die durch § 19 Abs. 1 ErbStG angeordnete Erhebung der Erbschaftsteuer mit einheitlichen Steuersätzen auf den Wert des Erwerbs mit dem Grundgesetz für unvereinbar“ erklärt, „weil sie an Steuerwerte anknüpft, deren Ermittlung bei wesentlichen

⁵⁷ An dieser Stelle ist anzumerken, dass der Begriff „Ertrag“ aus juristischer und aus ökonomischer Sicht nicht unbedingt übereinstimmt; vgl. Raupach (2007), S. 2039. Der juristische Ertrag ist beschränkt auf die Erträge im Sinne einer „Fruchtziehung“, wohingegen der ökonomische Ertrags- und Ertragswertbegriff alle Vorteile, die ein Erwerber aus dem Kauf des Unternehmens generieren kann, umfasst. Durch den Vergleich mit der individuellen Alternativinvestition ergibt sich dann der entscheidungsrelevante Grenzpreis.

⁵⁸ Vgl. zu diesen Aspekten Kapitel 3.

⁵⁹ Zu einem Beispiel zur Bestimmung des gemeinen Wertes auf der Basis von DCF-Verfahren vgl. Rose/Watrin (2009), S. 135 ff.

⁶⁰ So gilt in diesem Kontext gemäß § 203 BewG ein risikofreier Basiszins für das Jahr 2009 in Höhe von 3,61 % (vgl. hierzu BMF vom 07.01.2009 – IV C 2 – S3102/07/0001) und eine Risikoprämie von 4,5 % (§ 203 BewG Abs. 1). Die oben geäußerte Vermutung der Bestimmung überhöhter gemeiner Werte durch das VEW ergibt sich wegen dieser festgelegten Parameter.

⁶¹ Vgl. Oestreicher/Hundeshagen (2008).

⁶² Vgl. BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02.

⁶³ Zur Würdigung dieser Entscheidung vgl. Seer (2007); Lang (2008) und Seer (2009).

Gruppen von Vermögensgegenständen (Betriebsvermögen, Grundvermögen, Anteilen an Kapitalgesellschaften und land- und forstwirtschaftlichen Betrieben) den Anforderungen des Gleichheitssatzes aus Art. 3 Abs. 1 GG nicht genügt.“ Das verfassungsrechtlich gebotene Bewertungsziel wurde im Leitsatz 2 so formuliert:

„Die Bewertung des anfallenden Vermögens bei der Ermittlung der erbschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage muss wegen der dem geltenden Erbschaftsteuerrecht zugrunde liegenden Belastungsentscheidung des Gesetzgebers, den durch Erbfall oder Schenkung anfallenden Vermögenszuwachs zu besteuern, einheitlich am gemeinen Wert als dem maßgeblichen Bewertungsziel ausgerichtet sein. Die Bewertungsmethoden müssen gewährleisten, dass alle Vermögensgegenstände in einem Annäherungswert an den gemeinen Wert erfasst werden.“

Im Folgenden werden insbesondere diejenigen Aussagen der Grundsatzentscheidung dargestellt und gewürdigt, die sich auf die Bewertung des Betriebsvermögens beziehen. Das Bundesverfassungsgericht kommt zu dem Schluss, dass die Schätzung des gemeinen Werts zur Bewertung von Anteilen an Kapitalgesellschaften, „das in der Praxis vorherrschende Bewertungsverfahren“⁶⁴ darstellt, da die Anzahl der in Deutschland existierenden „Gesellschaften mit beschränkter Haftung die der (börsennotierten) Aktiengesellschaften um ein Vielfaches übersteigt und der Wert der GmbH-Geschäftsanteile vergleichsweise selten aus Verkäufen abgeleitet werden kann.“⁶⁵

Aus dem allgemeinen Gleichheitssatz des Art. 3 Abs. 1 GG ergeben sich - gemäß dem Bundesverfassungsgericht - für die Ausgestaltung im Bereich des Steuerrechts für den Gesetzgeber verschiedene Freiheitsgrade im Zusammenhang mit den Aspekten Steuergegenstand und Steuersatz.⁶⁶ Der Gesetzgeber hat die Freiheit, die Sachverhalte festzulegen, die als „rechtlich gleich qualifiziert“⁶⁷ werden, wobei diese Freiheit durch die Wahrung des Prinzips der finanziellen Leistungsfähigkeit und des Prinzips der Folgerichtigkeit begrenzt wird.

Auf die Auswahl der für die Wertbestimmung anzuwendenden Methode beziehend stellt das Bundesverfassungsgericht fest, dass der gemeine Wert des Betriebsvermögens durch Anwendung verschiedener Methoden bestimmt werden kann,⁶⁸ wobei hier bemerkenswerterweise das Ertragswertverfahren als die dominierende Methode⁶⁹ eingeschätzt wird. Bei diesem Verfahren wird der Vermögenswert auf Basis des Barwertes der prognostizierten künftigen Erträge ermittelt. Die Diskontierung hat mit einem Zinssatz zu erfolgen, der sich aus einer „Vergleichskapitalanlage“⁷⁰ ergibt, was bedeutet, dass ein möglicher Erwerber den

⁶⁴ BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 31.

⁶⁵ BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 31.

⁶⁶ Vgl. BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 93 f.

⁶⁷ BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 94.

⁶⁸ Vgl. BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 115.

⁶⁹ Wie oben erläutert, ist jedoch prinzipiell die Anwendung der DCF-Verfahren erlaubt.

⁷⁰ BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 115.

Kaufpreis einer bestimmten Investition danach bemessen würde, wie viel Kapital er in die relevante Alternativanlage investieren müsste, um denselben Ertrag zu erzielen.⁷¹ Eine Umsetzung dieser Vorgaben des Bundesverfassungsgerichtes ist durch die Neugestaltung des § 11 BewG erfolgt, auf die im Folgenden eingegangen wird.

2.2 Die Bestimmung des gemeinen Werts gemäß § 11 BewG: Bewertungssystem zwischen Marktpreis- und Ertrags(wert)-Orientierung

Die zentrale Vorschrift für die Bestimmung des gemeinen Werts von Anteilen (oder gleichgestelltem Betriebsvermögen⁷²) stellt § 11 BewG dar. Diese Vorschrift steht in einem Spannungsfeld zwischen Marktpreis-Orientierung und Ertrags(wert)-Orientierung und sieht ein Bewertungssystem mit drei Stufen vor:

- Auf der I. Stufe (§ 11 Abs. 1 BewG) werden Wertpapiere, die auf organisierten Kapitalmärkten gehandelt werden, unmittelbar mit dem „für sie im regulierten Markt notierten Kurs angesetzt“.
- Auf der II. Stufe (§ 11 Abs. 2 Alternative 1 BewG) wird der gemeine Wert von Anteilen an Kapitalgesellschaften aus vergleichbaren Eigentumstransaktionen abgeleitet. Der Wert ergibt sich hier aus Istpreisen für „Pakete“, wobei gemäß § 11 Abs. 3 BewG ein werterhöhender Effekt aufgrund einer etwaigen Beherrschungsmöglichkeit zu berücksichtigen ist.
- Auf der III. Stufe (§ 11 Abs. 2 Alternative 2 BewG) ist ein Bewertungsmodell auf Basis der Ertragsaussichten des Unternehmens anzuwenden.

2.2.1 Marktpreis-Orientierung

Die Marktpreis-Orientierung auf der I. Stufe erfolgt über objektiv feststellbare Istpreise für Aktien. Aktienkurse reflektieren fundamentale Bewertungseinflüsse, die aber von kapitalmarktbezogenen Einflüssen überlagert werden, die sich aus der „Unvollkommenheit“ des Kapitalmarktes⁷³ ergeben. Welche Anteile der beiden Schichten der jeweils aktuelle Kurs beinhaltet, ist nicht eindeutig feststellbar und separierbar, so dass sich die Frage stellt, ob ein solchermaßen „vermischter“ Marktpreis den richtigen steuerlichen Wertansatz darstellen kann.

Diesbezüglich hält der Gesetzgeber seine „Richtigkeitsvermutung“ für unwiderlegbar. Raupach folgend, muss aber an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, dass

⁷¹ Vgl. BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 115.

⁷² Der Begriff Betriebsvermögen wird hier als „Sammelbegriff“ für sämtliche rechtsformspezifischen „Arten“ von Betriebsvermögen verwendet, da das in § 11 Abs. 2 BewG in Verbindung mit § 109 BewG und § 97 BewG verankerte Bewertungssystem sowohl für Wertpapiere und Anteile an nicht-börsennotierten Kapitalgesellschaften, als auch für Einzelunternehmen und Mitunternehmer-schaften anzuwenden ist.

⁷³ Hierzu gehören z. B. Aspekte wie Herdenverhalten oder emotionale Entscheidungskriterien; vgl. hierzu auch Raupach (2007), S. 2041.

Börsenkurse nichts anderes darstellen, „als die Summe aller Wetten auf die wirtschaftliche Zukunft eines Unternehmens, eines Landes oder der Weltwirtschaft. Das Problem: egal wie viele Menschen in eine Richtung spekulieren, sie handeln aufgrund von Prognosen, und die sind per definitionem unsicher.“⁷⁴ Dieses Zitat fasst die zuvor erläuterten Einwände gegen die Verwendung von Aktienkursen als Wertmaßstab für den gemeinen Wert prägnant zusammen. Demnach muss die „Richtigkeitsvermutung“ des Gesetzgebers deutlich in Frage gestellt werden.⁷⁵ Aktienkurse sind als Istpreise eindeutig objektiviert. Da sie aber von „spekulativen Einflüssen“ beeinträchtigt werden, können sie dennoch „fundamental falsch“ sein.

Spezifische Einflussfaktoren auf den zu ermittelnden Wert können auch aus der Bündelung von Anteilen (Aktienpaketen) resultieren. Ein sog. „Paket-Zuschlag“ wird aus der Differenz des bekannten Preises für ein Paket und dem Produkt aus Aktienkurs im Transaktionszeitpunkt und Anzahl der im Paket enthaltenen Aktien bestimmt. Dieses preisbeeinflussende Moment verlangt einen Perspektivenwechsel und eine Hinwendung zum Konzept der II. Stufe, auf der die Marktpreis-Orientierung für die Bewertung über die Heranziehung von Transaktionspreisen für privat gehandelte Anteile an Kapitalgesellschaften zur Geltung kommt.⁷⁶ Bezüglich des auf der II. Stufe heranzuziehenden, fiktiven Preises ist festzustellen, dass ein solches Konzept der Legaldefinition des gemeinen Wertes i.S.v. § 9 Abs. 2 BewG entspricht, da dieser hypothetische Einigungspreis nichts anderes ist als der Preis, „der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach der Beschaffenheit des Wirtschaftsgutes bei einer Veräußerung zu erzielen wäre.“⁷⁷ Da hierbei nur noch zwei Parteien beteiligt sind, werden in diesem Konzept die Einflüsse des organisierten Kapitalmarkts auf den Aktienkurs auf der I. Stufe irrelevant. Dafür erhalten nun aber subjektive, personen-bezogene Sondereinflüsse, wie z. B. Verhandlungsmacht, eine essentielle Bedeutung bei der Wertbestimmung. Allerdings lässt sich der gemeine Wert nur dann aus solchen bilateralen Eigentumstransaktionen ableiten, sofern diese als „vergleichbar“ angesehen werden können. Unter Berücksichtigung der Restriktion des § 11 Abs. 2 BewG, dass die zugrunde gelegten Referenz-Transaktionen nicht länger als ein Jahr zurückliegen dürfen, ist jedoch davon auszugehen, dass die erforderliche Vergleichbarkeit üblicherweise nicht gegeben ist. Daher ist i.d.R. das Konzept der dritten Stufe zur Wertbestimmung anzuwenden, wie auch das Bundesverfassungsgericht im Beschluss vom 07.11.2006 bereits festgestellt hat.⁷⁸

Die II. Stufe kann als eine Kombination der Ausrichtungen der Stufe I und der Stufe III interpretiert werden. Auf der einen Seite wird eine Istpreis-Orientierung verlangt, dem Vorgehen der Stufe I vergleichbar, auf der anderen Seite besteht aber, jedenfalls implizit, auch eine Tendenz zur Ausrichtung gemäß der Stufe III. Dies

⁷⁴ Raupach (2007), S. 2041, in Anlehnung an Böhringer.

⁷⁵ Vgl. Raupach (2007), S. 2041.

⁷⁶ Vgl. Halaczinsky (2009), S. 82.

⁷⁷ § 9 Abs. 2 BewG.

⁷⁸ Vgl. BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 31.

hängt damit zusammen, dass zur Ermittlung eines Paketpreises im Rahmen einer Eigentumstransaktion, an der lediglich zwei Parteien beteiligt sind, zuvor an den Ertragsaussichten des entsprechenden Unternehmens orientierte Bewertungsmodelle verwendet werden, um einen Kaufpreis zu bestimmen, der die Interessen beider Parteien angemessen berücksichtigt.⁷⁹ Dieser auf der II. Stufe maßgebliche Wertansatz stellt somit einen „hypothetischen Einigungspreis“ dar. Der ambivalente Charakter der zweiten Stufe ergibt sich daraus, dass ein „hypothetischer“ Preis aufgrund der Ableitung eines Wertes aus Modellen (Orientierung an der Stufe III) unterstellt wird.

Die Bestimmung des Einigungspreises ist durch ein Einigungsintervall begrenzt, womit die anhand eines Bewertungsmodells bestimmten (subjektiven) Grenzpreise der beiden Parteien relevant werden. Die Wahl des konkreten Einigungspreises aus diesem Intervall ist anschließend verhandlungsabhängig. Ein Einigungsintervall und ein davon abgeleiteter Einigungspreis wird bei Bewertungen im Zusammenhang von Funktionsverlagerungen relevant (vgl. § 1 Abs. 3 AStG). Liegen keine tatsächlichen Fremdvergleichspreise vor, so erfolgt die Wertbestimmung über einen hypothetischen Fremdvergleich. Hierbei fordert der Gesetzgeber, dass die differierenden Grenzpreise, determiniert durch die individuellen Gewinnerwartungen, der zwei beteiligten Parteien ermittelt werden müssen, so dass ein Einigungsintervall festgelegt werden kann. Als Einigungspreis ist der Wert aus dem Intervall zu wählen, der dem Fremdvergleichswert am wahrscheinlichsten entspricht. Dies ist im Regelfall der Mittelwert des Einigungsintervalls, sofern kein anderer Wert glaubhaft gemacht werden kann.⁸⁰

Sowohl die I. als auch die II. Stufe bietet Möglichkeiten zur Bestimmung von vergleichspreis-orientierten Multiplikatoren, denen grundsätzlich der folgende Zusammenhang zwischen dem bekannten Preis einer Vergleichsunternehmung $P(V)$ und dem davon abgeleiteten Preis des Bewertungsobjektes $P(U)$ zugrunde liegt:

$$\frac{P(V)}{B_V} = \frac{P(U)}{B_U} \quad (1)$$

Dabei bezeichnet B_V eine die Vergleichsunternehmung charakterisierende Bezugsgröße und analog dazu B_U die das Bewertungsobjekt repräsentierende Bezugsgröße. Die Relation $P(V)/B_V$ kann als Vergleichspreis-Multiplikator bezeichnet werden, wobei zwischen aktienkurs-orientierten und Transaktionspreis-Multiplikatoren unterschieden werden muss. Für den gesuchten Preis $P(U)$ ergibt sich demnach:

⁷⁹ Einer solchen Ausrichtung der Unternehmensbewertung wird in der (Kölner) Funktionenlehre die sog. Arbitriumfunktion zugeordnet; vgl. Matschke/Brösel (2007), S. 50 ff.

⁸⁰ Diese Forderung stützt Schreiber dadurch, dass der Mittelwert bei zwei Parteien mit gleicher Verhandlungsstärke i.d.R. den Einigungspreis darstellt, da hier beide Interessenlagen zum Ausgleich gebracht werden; vgl. Schreiber (2008), S. 440.

$$P(U) = B_U \cdot \frac{P(V)}{B_V} \quad (2)$$

Zur Bestimmung börsenkurs-orientierter Multiplikatoren existiert eine breite, öffentlich verfügbare Datenbasis, da vor allem Umsatz- oder Gewinn-Multiplikatoren, wie etwa das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), regelmäßig in Börsenzeitschriften veröffentlicht werden.⁸¹ Hinsichtlich der Qualität dieser Daten stellt sich die Frage, inwiefern Aktienkurse als adäquat eingestuft werden können. Hierbei sind die oben bereits erläuterten Problembereiche in Bezug auf die „Wertbestandteile“ von Aktienkursen anzusprechen, welche die Relevanz von Aktienkursen im Rahmen der Wertbestimmung in Zweifel ziehen. Zudem ist fraglich, welche der verschiedenen Bezugsbasen geeignet erscheinen.

Um eine erste Vorstellung davon zu vermitteln, wie unterschiedlich hoch die Multiplikatoren selbst bei „vergleichbaren“ Unternehmen innerhalb einer Branche sind, werden in Tab. 3 Börsen-Multiples für zwei ausgewählte Vergleichsgruppen, die Sportartikel-Industrie (Adidas, Puma) sowie die Chemie- / Pharma-Industrie (Bayer AG, BASF AG, Merck KGaA) zusammengestellt.⁸² Dabei werden als Multiplikatoren das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV), das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und das Kurs-EBIT-Verhältnis berücksichtigt.

	Adidas	Puma	BASF	Bayer	Merck
Umsatz (in Mio. €)	10.799	2.524	62.304	32.918	7.202
Buchwert (in Mio. €)	3.292	1.132	15.811	15.203	9.266
Netto-Marge	6,0%	9,2%	5,3%	5,2%	5,3%
Nettogewinn (in Mio. €)	648	232	3.302	1.712	382
EPS 2008 (in €)	3,25	15,15	3,13	2,22	1,69
EPS 2009 (in €)	3,00	14,50	2,00	3,15	4,00
EBIT-Marge	9,9%	12,9%	10,4%	10,8%	10,2%
EBIT (in Mio. €)	1.069	326	6.480	3.555	735
Aktienkurs 10.03.09 (in €)	24,50	107,49	22,55	36,60	60,10
Börsenwert (in Mio. €)	4.741	1.709	20.712	27.974	13.066
Multiplikatoren:					
KUV	0,44	0,68	0,33	0,85	1,81
KBV	1,44	1,51	1,31	1,84	1,41
KGV 2008	7,54	7,10	7,20	16,49	35,56
KGV 2009	8,20	7,40	11,30	11,60	15,00
Kurs-EBIT-Verhältnis	4,43	5,25	3,20	7,87	17,79

Tab. 3: Vergleich von börsenkurs-orientierten Multiplikatoren

⁸¹ Exemplarisch sei die Zeitschrift Börse Online genannt.

⁸² Die Multiplikatoren und weiteren Angaben wurden der Zeitschrift Börse Online, Ausgabe 12/2009 entnommen.

Es wird ersichtlich, dass selbst in der „Sportartikelbranche“ die verschiedenen Multiplikatoren erheblich differieren und auch in der zweiten Vergleichsgruppe große Unterschiede zu verzeichnen sind. Solche Diskrepanzen ergeben sich auch dann, wenn lediglich „erfolgs-bezogene“ Multiplikatoren, also Gewinn- und EBIT-Multiplikatoren, herangezogen werden.

Neben börsenkurs-orientierten Multiplikatoren existieren auch Transaktions-Multiplikatoren, die auf tatsächlich realisierten Marktpreisen vergleichbarer Transaktionen beruhen.⁸³ Öffentlich zugänglich sind Expertenschätzungen solcher Multiplikatoren.⁸⁴ Unter Berücksichtigung wichtiger Kontextfaktoren werden diese differenziert nach den drei Dimensionen

- Bezugsgröße (EBIT und Umsatz)
- Branche⁸⁵
- Unternehmensgröße (klein, mittel oder groß)⁸⁶

veröffentlicht. Ein Problem ist darin zu sehen, dass es sich bei diesen Multiples um sog. „Expert Multiples“ handelt, deren Quellen und Qualität nicht eindeutig geklärt ist. Zudem weisen diese relativen Größen i.d.R. keine zeitliche Stationarität auf. Weiterhin beeinflussen auch Aspekte wie die Methode der angewendeten Durchschnittsbildung, die Periodenlänge oder die Auswahl der Peer Group die Höhe des Multiplikators erheblich.⁸⁷

Bezüglich der verschiedenen Bezugsgrößen stellt sich die generelle Frage, welche als geeignet, vielleicht sogar als „optimal“ einzustufen ist. Der Umsatz ist als Bezugsgröße i.d.R. nur im Kontext von Eigentumstransaktionen bei Freiberuflern eine aussagefähige Größe. Bei der Verwendung der Bezugsbasis EBIT wird implizit von einer Irrelevanz der Einflussfaktoren Finanzierung und Besteuerung ausgegangen. Daher ist zu resümieren, dass insgesamt - aufgrund der auf dem Spiel stehenden finanziellen Beträge für Transaktionen, die oft in die Milliarden gehen - nur wenig dafür spricht, eine Kaufpreisbemessung auf der Grundlage so simpler Zusammenhänge vorzunehmen, wie sie in der obigen Relation dargestellt sind.

⁸³ Vgl. Eisele (2009), S. 185.

⁸⁴ Vgl. FINANCE Heft Dezember 2008 / Januar 2009, S. 68 f. zur Zusammensetzung des „FINANCE-Expertenpanels“.

⁸⁵ Derzeit werden 16 unterschiedliche Branchen berücksichtigt, nämlich Beratende Dienstleistungen, Software, Telekommunikation, Medien, Handel und E-Commerce, Transport, Logistik und Touristik, Elektrotechnik und Elektronik, Fahrzeugbau und -zubehör, Maschinen- und Anlagenbau, Chemie und Kosmetik, Pharma, Textil und Bekleidung, Nahrungs- und Genussmittel, Gas, Strom, Wasser, Umwelttechnologie und Erneuerbare Energie sowie Bau und Handwerk

⁸⁶ Bei der Differenzierung gemäß der Größe wird eine Dreiteilung in kleine, mittlere und größere Unternehmen vorgenommen: Small-Cap: Unternehmensumsatz unter 50 Mio. €; Mid-Cap 50-250 Mio. €, Large-Cap über 250 Mio. €.

⁸⁷ Vgl. Herrmann (2002), S. 91 ff.

2.2.2 Ertrags(wert)-Orientierung

Eine Abkehr von der Marktpreis-Orientierung der ersten beiden Stufen erfolgt auf der III. Stufe des Bewertungssystems, auf der ein Bewertungsmodell auf Basis der Ertragsaussichten des Unternehmens herangezogen wird und somit eine Ertrags(wert)-Orientierung stattfindet. Die Bestimmung der relevanten Erfolge wird nur aus der (individualisierten) Sicht des Erwerbers⁸⁸ vorgenommen. Demzufolge erstellt der Käufer selbst (oder von ihm Delegierte, z. B. Manager) die zur Bewertung relevante Erfolgsprognose.⁸⁹

Als Methoden zur Bewertung von Erfolgen kommen grundsätzlich das Ertragswertverfahren oder die DCF-Verfahren in Frage. Dass diese vom Bundesverfassungsgericht als „gleichberechtigte“ Bewertungsmodelle angesehen werden,⁹⁰ könnte die Vermutung nahe legen, dass zwischen diesen Verfahren überhaupt keine wertbeeinflussenden Unterschiede bestehen und sie als „Synonyme“ zu betrachten seien. Bei einem solchen Schluss würde negiert werden, dass das Ertragswertverfahren in seiner „Reinform“ eine subjektive, auf das Entscheidungsfeld des Bewertungsobjektes bezogene Perspektive umsetzt. Demgegenüber ist im Rahmen der DCF-Verfahren eine partielle Marktpreis-Orientierung über die Anwendung des CAPM und über die Berücksichtigung der Kapitalstruktur⁹¹ gegeben.

Aufgrund dieser Eigenschaften der DCF-Verfahren ist fraglich, wie der damit implizierte Marktbezug auf der III. Stufe des Bewertungssystems zu beurteilen ist. Zunächst ist festzustellen, dass bei Akzeptanz von Marktbezügen auf der III. Stufe die Gefahr der Vermischung von Einflussfaktoren besteht und so die innere Konsistenz der verschiedenen Bewertungskonzeptionen gefährdet wird. Stufe III wäre dann nicht deutlich von den Stufen I und II abgrenzbar. Demnach ist zu untersuchen, ob eine partielle Typenvermischung generell abzulehnen ist oder ob gewisse Marktpreis-Elemente in der III. Stufe zu akzeptieren wären.

An dieser Stelle ist einzuräumen, dass mit einer Markt-Orientierung von Bewertungsparametern eine Objektivierung verbunden wird, die im Kontext der Wertbestimmung für steuerliche Zwecke als positiv anzusehen wäre. Da Marktpreisen gemäß §11 Abs. 1 BewG eine Priorität eingeräumt wird, könnten die DCF-Verfahren insofern sogar als „optimum optimorum“ angesehen werden, als sie die auf der III. Stufe gegebene Orientierung an den Ertragsaussichten mit einer „Markt-Objektivierung“ verbinden.

⁸⁸ Vgl. § 11 Abs. 2 BewG Satz 2.

⁸⁹ Hierbei sind die Problemkomplexe der Erfolgsfaktorisierung, der Dynamisierung (gemäß einer Phasen-Struktur) und der Mehrwertigkeit (Stochastifizierung) zu berücksichtigen, sowie die erwerber-individuelle Alternativinvestition festzulegen; vgl. Kapitel 3.

⁹⁰ Vgl. BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 116.

⁹¹ Vgl. z. B. Ballwieser (2007), S. 131 ff.

Im Rahmen DCF-orientierter Bewertungskalküle ist ein „Marktbezug“ insofern gegeben, als aufgrund von Vergangenheitsdaten der Börsenkurse eine empirische Ermittlung von Risiko-Parametern erfolgt. Wie unten noch zu zeigen ist, bestehen hierbei eine Vielzahl von Ermessensspielräumen, welche das (steuer)rechtliche Bewertungsziel einer objektivierten Bewertung torpedieren. Um dennoch zu einer gewissen Vereinheitlichung zu kommen, sind - wie auch das Bundesverfassungsgericht fordert - Typisierungen in steuerlichen Massenverfahren erforderlich.⁹²

Der vieldeutig verwendete Begriff der „Typisierung“ lässt sich als Komprimierung der Streubreite von mehreren Werten auf eine Durchschnittsgröße verstehen. Dies bedeutet, dass aus der Vorgabe des IDW S 1, zur Bestimmung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber das CAPM heranzuziehen, keine „Typisierung“ in diesem (engeren) Sinne resultiert. Diese Festlegung beinhaltet im Kern die Klärung einer Methodenfrage, d.h. die Standardisierung der Methode zur Ermittlung eines Kapitalisierungszinsfußes. Daher ist, wenn mögliche „Typisierungen“ analysiert werden, eine deutliche Unterscheidung zwischen Methodenfragen und Fragen bezüglich des Parameter-Niveaus vorzunehmen. Lediglich letztere kommen überhaupt für Typisierungen (i.e.S.) in Betracht. Priorität haben zunächst die Methodenfragen. Erst nachdem die adäquate Methode festgelegt wurde, können die jeweils methodenspezifischen Parameter größenmäßig bestimmt und gegebenenfalls typisiert werden. In Bezug auf solche und ähnliche Methodenfragen ist zu prüfen, welchen Beteiligten im rechtlichen Verfahren bei diesen Aspekten die Regelungskompetenz zuzuordnen ist. In der gebräuchlichen Unterscheidung ist daher zu untersuchen, ob es sich hierbei um „Rechtsfragen“ oder um „Tatfragen“ handelt.⁹³ Bezüglich der Heranziehung des CAPM müsste eine Rechtsfrage angenommen werden, da es sich hierbei um eine tiefgreifende konzeptionelle Entscheidung handelt, die direkt mit dem Bewertungsziel verbunden ist.⁹⁴

Um zu verdeutlichen, warum die Festlegung, nur das CAPM zur Bestimmung von Risikoprämien und anschließenden Herleitung der Eigenkapitalkosten zu erlauben, den Status einer Rechtsfrage besitzt, sollen an dieser Stelle kurz die wichtigsten Unterschiede zwischen einer Risikoberücksichtigung anhand des CAPM (Anwendung der Risikozuschlagsmethode) und anhand der Sicherheitsäquivalentmethode (Risikoabschlagsmethode) skizziert werden:

⁹² Vgl. BVerfG vom 07.11.2006, 1BvL 10/02, Tz. 96.

⁹³ Vgl. Kuhner (2007), S. 825 f.

⁹⁴ Vgl. aber Kuhner (2007), S. 825 ff.

	Unternehmens-bezogene Sicherheitsäquivalentmethode	CAPM
Risikoquellen	Leistungswirtschaftliche Risikofaktoren der Unternehmung	Wertpapierpreis- Schwankungsrisiko
Risikoumfang	Gesamtrisiko	Systematisches Risiko, d.h. Marktportfolio-bezogenes Risiko
Relevanz von Überrenditen	ja	nein

Tab. 4: Elementare Unterschiede zwischen der Sicherheitsäquivalentmethode und dem CAPM

Es ist erkennbar, dass diese Unterschiede so grundlegend sind, dass sie das gesamte Bewertungskonzept gravierend beeinflussen, womit eine Charakterisierung als Rechtsfrage plausibel erscheint.

Auch auf der III. Stufe kommen Multiplikatoren in der Gestalt sog. Fundamental-Multiples⁹⁵ in Betracht. Die Bestimmung des gemeinen Werts auf der Basis der zukünftigen Ertragsaussichten auf dieser Stufe stellt einen potenziellen Anknüpfungspunkt für „erfolgs-bezogene“ Multiplikatoren dar. Grundlage für die Bestimmung eines solchen Multiplikators ist ein Kapitalisierungszinssatz (k) zur Diskontierung der zukünftigen Betriebserfolge (BE), dessen reziprokes Verhältnis den Multiplikator⁹⁶ bestimmt:

$$VEW_0 = BE \cdot \frac{1}{k} \quad (3)$$

Eine vergleichbare Struktur wird auch beim „vereinfachten Ertragswertverfahren“ gemäß § 200 BewG verwendet. Der Kapitalisierungszinssatz k setzt sich dabei aus dem sicheren Basiszinsfuß und dem pauschalen (Zins-)Zuschlag zusammen. Der sichere Basiszinsfuß, der von der Bundesbank bekannt gegeben und im Bundessteuerblatt veröffentlicht wird, beträgt für das Jahr 2009 3,61%.⁹⁷ Der pauschale Zuschlag ist gemäß § 203 Abs. 1 BewG mit 4,5% normiert worden, so dass sich ein Kapitalisierungszinssatz als Summe aus Basiszinssatz und Zuschlag (§ 203 Abs. 1 BewG) von derzeit 8,11% ergibt und ein Kapitalisierungsfaktor (Multiplikator) als Kehrwert des Kapitalisierungszinssatzes gemäß § 203 Abs. 2 BewG in Höhe von 12,33 resultiert.⁹⁸ Die zunächst statische Basisstruktur kann mit Wachstumsprämissen kombiniert werden: Wird unterstellt, dass der Erfolg BE unendlich lange mit der Wachstumsrate w steigt, so ergibt sich auf der Grundlage des gleichen finanzmathematischen Zusammenhangs die Bewertungsformel:

⁹⁵ Zur theoretischen und empirischen Relevanz von Fundamental-Multiplikatoren vgl. Hermann (2002), S. 129-166.

⁹⁶ Insofern kann ein fundamentaler Multiplikator auch als „finanzmathematischer“ Multiplikator bezeichnet werden.

⁹⁷ Vgl. Kapitel 2.

⁹⁸ Vgl. Halaczinsky (2009), S. 83-86.

$$EW_0^w = BE \cdot \frac{1}{k - w} \quad (4)$$

Das grundsätzliche Problem eines solchen Modells ist allerdings, dass die verwendeten Einflussgrößen (k und w) ewig gelten müssen.

Während finanzmathematische Multiplikatoren, wie auch das vereinfachte Ertragswertverfahren, grundsätzlich als Einphasenmodell zur Bestimmung des gemeinen Werts verwendet werden könnten, stellt sich die Frage, ob auch vergleichspreisorientierte Multiplikatoren mit einer ertragsorientierten Bezugsbasis auf der III. Stufe des Bewertungsgesetzes anwendbar sind. Insgesamt könnten folgende Ansätze in Betracht kommen:

	Bezugsbasis	
	EBIT	Nettogewinn
Börsenkurs-orientierte Multiplikatoren	(1)	(2)
Transaktions-Multiplikatoren	(3)	(4)

Tab. 5: Ertragsbasierte Multiplikatoren

Wie oben gezeigt wurde, bestehen bereits innerhalb der Börsen-Multiplikatoren große Unterschiede, so dass die Angemessenheit eines auf solche Multiplikatoren gestützten Bewertungsverfahrens Zweifel aufwirft. Der Steuerpflichtige wird bemüht sein, einen Ansatz zu wählen, der das aus seiner Sicht günstigste Bewertungsergebnis verspricht.⁹⁹

Der Vergleich zwischen den veröffentlichten „Expertenschätzungen“ von Transaktions-Multiplikatoren mit Börsenkurs-Multiplikatoren lässt erkennen, dass die Börsenkurs-Multiplikatoren signifikant höher ausfallen und weitaus mehr schwanken.¹⁰⁰ Aufgrund der angesprochenen Heterogenität der auf Basis unterschiedlicher Multiplikatoren bestimmten Bewertungsergebnisse und der mit etwaigen Anpassungen¹⁰¹ der verwendeten Multiplikatoren verbundenen Willkür¹⁰² erscheint die Angemessenheit eines Vergleichspreis-Multiplikators für steuerliche Zwecke somit grundsätzlich fragwürdig.

⁹⁹ Crezelius vertritt die Auffassung, dass „sich die Steuerpflichtigen derjenigen Methode bedienen dürfen, die – aus ihrer Sicht – zu einem niedrigeren Wert führt“; vgl. Crezelius (2009), S. 6.

¹⁰⁰ Vgl. eine diesbezügliche Analyse der Zeitschrift Finance, Heft Dezember 2008 / Januar 2009, S. 68 f.

¹⁰¹ Diesbezüglich wird in der Literatur ein „Fungibilitätsabschlag“ für nicht börsennotierte Unternehmen vorgeschlagen, da sich Anteile an diesen u.U. nur mit zeitlicher Verzögerung oder zu einem vermutlich geringeren Preis verkaufen lassen. Vgl. dazu Kuhner/Maltry (2006), S. 269, m.w.N. Zum Fungibilitätsrisiko allgemein vgl. Metz (2007), S. 118.

¹⁰² Die mangelnde Objektivierbarkeit wird auch bei der Bestimmung eines Fungibilitätszuschlags auf den Kalkulationszinssatz kritisiert; vgl. Metz (2007), S. 122.

3 Standard-Ertragswertmethode

3.1 (Standard-)Ertragswertmethode als Individualisierungskonzept zur Unternehmensbewertung

Obwohl das „Ertragswertverfahren“ begrifflich schon seit Langem in der Literatur bekannt ist, besteht hinsichtlich dessen konkreter Ausgestaltung noch immer eine große Meinungsvielfalt.¹⁰³ Die damit verbundenen Unklarheiten wurden mit der zunehmenden Verbreitung der DCF-Verfahren noch verstärkt, da mit dem Flow-to-Equity-Ansatz ein scheinbar konkurrierendes Netto-Verfahren zur Unternehmensbewertung zur Verfügung steht.¹⁰⁴ Die Unterscheidung zwischen Brutto- und Nettoansatz stellt allerdings nicht das einzige, und schon gar nicht das entscheidende Kriterium für die Abgrenzung von Bewertungsverfahren im Allgemeinen, bzw. des Ertragswertverfahrens im Speziellen dar. Vielmehr ist für die Kennzeichnung eines Bewertungskonzepts anzugeben, wie sich die Prognose der zukünftigen Erfolge konkretisieren lässt (Erfolgsprognose i.e.S.) und wie der Vergleich mit einem Alternativobjekt im Rahmen des Bewertungskalküls berücksichtigt werden kann.

Für die Erfolgsprognose ist zunächst eine geeignete Erfolgsdefinition notwendig. Es ist also die Frage zu beantworten, welche Überschüsse zu diskontieren sind. Auch wenn in der Vergangenheit diskutiert wurde, ob diesbezüglich der Ertrags- oder der Einzahlungsüberschuss des zu bewertenden Unternehmens zugrunde gelegt werden kann, besteht heute eine weitgehende Einigkeit dahingehend, dass grundsätzlich nur die dem Eigentümer zufließende Ausschüttung eine theoretisch korrekte Überschussgröße darstellen kann.¹⁰⁵ Unabhängig davon, ob diese als Ausschüttung einer Kapitalgesellschaft oder als Entnahme einer Personengesellschaft bestimmt wird, muss sich die Bestimmung des bewertungsrelevanten Zahlungsstroms auf ein integriertes Planungsmodell stützen, welches den Bereich der Erfolgsrechnung mit der Investitions- und Finanzierungsplanung in Verbindung bringt.

Zur Strukturierung eines Finanzplans kann eine Dreiteilung entsprechend einer Kapitalflussrechnung herangezogen werden:

1. Operativer Bereich
2. Investitionsbereich
3. Finanzierungsbereich

¹⁰³ Vgl. Ballwieser (2007), S. 12-112; Drukarczyk/Schüler (2007), S. 234 ff., 310 ff.; Kuhner/Maltry (2006), S. 127 ff.; Matschke/Brösel (2007), S. 235 ff.

¹⁰⁴ Eine Gleichsetzung beider Verfahren unter gewissen Prämissen nehmen Drukarczyk/Schüler (2007), S. 234 f. vor.

¹⁰⁵ Vgl. Matschke/Brösel (2007), S. 235 ff.

Zur Prognose der bewertungsrelevanten Ausschüttungen/Entnahmen sind vom operativen Zahlungsüberschuss ausgehend folgende Komponenten von Ein- bzw. Auszahlungen zu berücksichtigen:

1. Operativer Zahlungsüberschuss
- 2a. Ersatzinvestitionen
- 2b. Erweiterungsinvestitionen
3. Finanzinvestitionen
4. Tilgung von Fremdkapital
5. Fremdkapitalaufnahme und -erhöhung

Das Ziel einer integrierten Unternehmensplanung besteht darin, einen Finanzplan aufzustellen, der zu einer aus der Perspektive des Anteilseigners optimalen Ausschüttungspolitik führt. Werden dabei Gewinnthesaurierungen für sinnvoll erachtet, so führen solche, entgegen der in der Literatur mitunter gesetzten Prämisse, nicht automatisch in gleicher Höhe zu Auszahlungen für Finanzinvestitionen. Bei einer solchen Gleichsetzung würde unterstellt, dass eine Ertrags-Aufwands-Differenz (Jahresüberschuss) in gleicher Höhe auch mit einem finanziellen Überschuss verbunden ist. Weder kann automatisch von einer solchen Identität ausgegangen werden, noch ist die Verwendung von tatsächlicher „Überschussliquidität“ für die Realisierung von Finanzinvestitionen automatisch optimal. Stattdessen könnte z.B. eine Tilgung von Fremdkapital eine bessere Alternative repräsentieren.¹⁰⁶

In der Literatur - und evtl. auch in der Praxis - werden für Unternehmensbewertungen allerdings häufig spezielle Ausschüttungsfiktionen unterstellt.¹⁰⁷ Diesbezüglich ist vor allem an eine jahresüberschuss-bezogene Vollausschüttungs-Prämisse zu denken, sowie die residuale Ausschüttung des „freien“ Cashflows im Sinne der DCF-Methoden. Problematisch an der mit den DCF-Verfahren implizierten Modellwelt des vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkts (CAPM) ist, dass diese keine Anhaltspunkte für die Gestaltung einer optimalen Ausschüttungspolitik bietet. Eine Berücksichtigung der subjektiven Interessen der Anteilseigner ist nicht vorgesehen. Dieses Problem erhält bei der Bewertung von Personenernehmen eine besondere Relevanz, so dass ein auf diesem modelltheoretischen Fundament beruhendes Bewertungskalkül nicht sachgerecht erscheint. Im Gegensatz dazu ist die Möglichkeit der Gestaltung der (optimalen) Ausschüttungspolitik, welche an den oben genannten Gestaltungsvariablen ansetzt, im Ertragswertverfahren explizit vorgesehen. Sofern ein (erbschaft)steuerlich bedingter Bewertungsanlass vorliegt, ist zu klären, inwiefern

¹⁰⁶ Zu einem mehrstufigen Konzept einer Liquiditätsrechnung vgl. Dirrigl (1988), S. 205-212.

¹⁰⁷ Vgl. hierzu beispielsweise Wollny (2008), S. 94 ff.

dieser unter Umständen auch gewisse Typisierungen der Ausschüttungs-, Investitions- und Finanzierungspolitik erfordert.¹⁰⁸

Auch hinsichtlich der zeitlich-dynamischen Dimension der Erfolgsprognose können Unterschiede zwischen dem Individualisierungskonzept des Ertragswertverfahrens und kapitalmarkt-orientierten Bewertungsmethoden festgestellt werden. Gravierende Unterschiede zwischen dem (Standard-)Ertragswert- und DCF-Verfahren bestehen in der Berücksichtigung der Unsicherheit der zukünftigen Erfolge, also der dritten Dimension der Erfolgsprognose. Ein am Bewertungsobjekt orientiertes Bewertungskalkül greift dabei auf die Sicherheitsäquivalentmethode zurück, welche die Erfassung der Mehrwertigkeit der Erfolgsprognose und die Bewertung des Risikos mithilfe eines subjektiven Risikopreises ermöglicht. Diesem Ansatz steht die kapitalmarkt-orientierte Berücksichtigung des Risikos auf Basis des CAPM gegenüber, welches regelmäßig im Rahmen einer DCF-Bewertung zur Anwendung gelangt.

Die drei angesprochenen Dimensionen der Erfolgsprognose, die im folgenden Abschnitt eine weitere Konkretisierung erfahren, begründen daher bereits wesentliche konzeptionelle Unterschiede zwischen dem Ertragswert- und DCF-Verfahren. Darüber hinaus ist zu beachten, dass der Bewertungsgrundsatz „Bewerten heißt Vergleichen“¹⁰⁹ in den beiden Konzepten auf ganz unterschiedliche Weise umgesetzt wird. Während beim Ertragswertverfahren ein explizites Vergleichsobjekt als Alternativanlage herangezogen wird, welches als Basis für die Bestimmung von Opportunitätskosten des Bewertungsobjekts fungiert,¹¹⁰ wird bei einer DCF-Bewertung eine in mehrfacher Hinsicht „äquivalente“ Alternativanlage¹¹¹ auf einem im Gleichgewicht befindlichen Kapitalmarkt unterstellt. Kapitalkosten, die auf der Basis finanzierungstheoretischer Gleichgewichtsmodelle bestimmt werden, können jedoch per definitionem nicht den Anteil der Opportunitätskosten enthalten, der sich durch den Verzicht auf ein explizites, „vorteilhaftes“ Alternativobjekt ergeben könnte. Als „vorteilhaft“ ist dabei ein Alternativobjekt zu bezeichnen, dessen Rendite die Summe aus risikofreiem Zinssatz und Risikoprämie übersteigt. Da realiter durchaus von der Existenz solcher Investitionsobjekte ausgegangen werden muss, hat ein Individualisierungskonzept zur Unternehmensbewertung entsprechende Alternativinvestitionen zu berücksichtigen. Ein dafür geeignetes Bewertungskalkül wird im Rahmen der folgenden Abschnitte vorgestellt.

¹⁰⁸ Vgl. Abschnitt 4.2. und 4.3.

¹⁰⁹ Vgl. Moxter (1983), S. 123.

¹¹⁰ Vgl. dazu Abschnitt 3.3.

¹¹¹ Vgl. Wollny (2008), S. 79.

3.2 Integrierte, drei-dimensionale Erfolgsprognose

In einem ersten Schritt ist auf eine geeignete Erfolgsgröße abzustellen, die sich aus einer Vielzahl von Einflussfaktoren/Erfolgsfaktoren und deren Interdependenzen ableitet. So ergibt sich der Jahresüberschuss als Saldo von Ertrags- sowie Aufwandspositionen und ist über den Zinsaufwand von der Höhe des Fremdkapitals der Vorperiode abhängig. Entsprechend sind sowohl intra- als auch intertemporale Interdependenzen vorhanden, welche erst durch eine explizite Ausformulierung eines leistungswirtschaftlichen Systems in seiner Struktur offengelegt werden.

Ein solches leistungswirtschaftliches Modell kann im einfachsten Fall durch die Vorgabe von Umsatzwachstumsraten sowie an den Umsätzen anknüpfenden Relationen erzeugt werden (Werttreibermodell). Es wird damit sowohl der intertemporalen Abhängigkeit durch die Verknüpfung von Perioden, als auch der intratemporalen Dependenz durch die Definition von Abhängigkeitsbeziehungen der Größen untereinander gerecht.

Im Folgenden wird ein derart konzipiertes leistungswirtschaftliches Prognosemodell unter Bezug auf ein Rechenbeispiel von Henselmann/Kniest dargestellt,¹¹² für das auch Daten für die erfolgsrelevanten Faktoren aus der Vergangenheit vorliegen.¹¹³ Die absoluten Größen der historischen Unternehmensentwicklung können dabei in relative Beziehungen (Werttreiber) transformiert werden.¹¹⁴

Auf den historischen Werttreibern basierend kann anschließend eine Erfolgsplanung vorgenommen werden, wobei es allerdings ausgeschlossen ist, eine Erfolgsgröße bzw. die sie determinierenden Faktoren „sicher“, also einwertig, bestimmen zu können. Der Unsicherheit muss entsprechend Rechnung getragen werden, indem für die Erfolgsfaktoren eine mehrwertige Schätzung erfolgt. Dabei ist entweder eine Annahme im Hinblick auf eine (stetige) Wahrscheinlichkeitsverteilung der Ausprägung solcher Faktoren oder die Zuordnung von diskreten Wahrscheinlichkeiten zu den Ausprägungen der Einflussgrößen erforderlich.

Jede Differenzierung bezüglich der Erfolgsfaktoren, der zeitlich-dynamischen Struktur und der Unsicherheit erfordert bei der Wertbestimmung eine Aggregation:

1. Die Verdichtung von Erfolgsfaktoren zur Bestimmung von Überschussgrößen ist der Kern jeder Periodenerfolgsrechnung, es wird der „Periodenerfolg (-swert)“ bestimmt.
2. Eine Aggregation der Zeitstruktur von (finanziellen) Überschussgrößen kann vorgenommen werden, indem mit Hilfe eines Diskontierungszinsfußes Barwerte berechnet werden, so dass der „Zeitwert“ der Überschussgröße ermittelt werden kann.

¹¹² Vgl. Henselmann/Kniest (2002), S. 89 ff.

¹¹³ Vgl. Henselmann/Kniest (2002), S. 90 ff.

¹¹⁴ Vgl. Henselmann/Kniest (2002), S. 97.

3. Zur Berücksichtigung der Unsicherheit können die stochastifizierten Erfolgsgrößen in risikobereinigte Werte (Sicherheitsäquivalente) komprimiert werden.

Die Ermittlung eines Ertragswerts kann insofern als Punktbestimmung in einem dreidimensionalen Raum mit den Achsen Erfolgsfaktoren, Ausprägung der Erfolgsfaktoren (Stochastifizierung) und Zeit (Dynamisierung) verstanden werden.

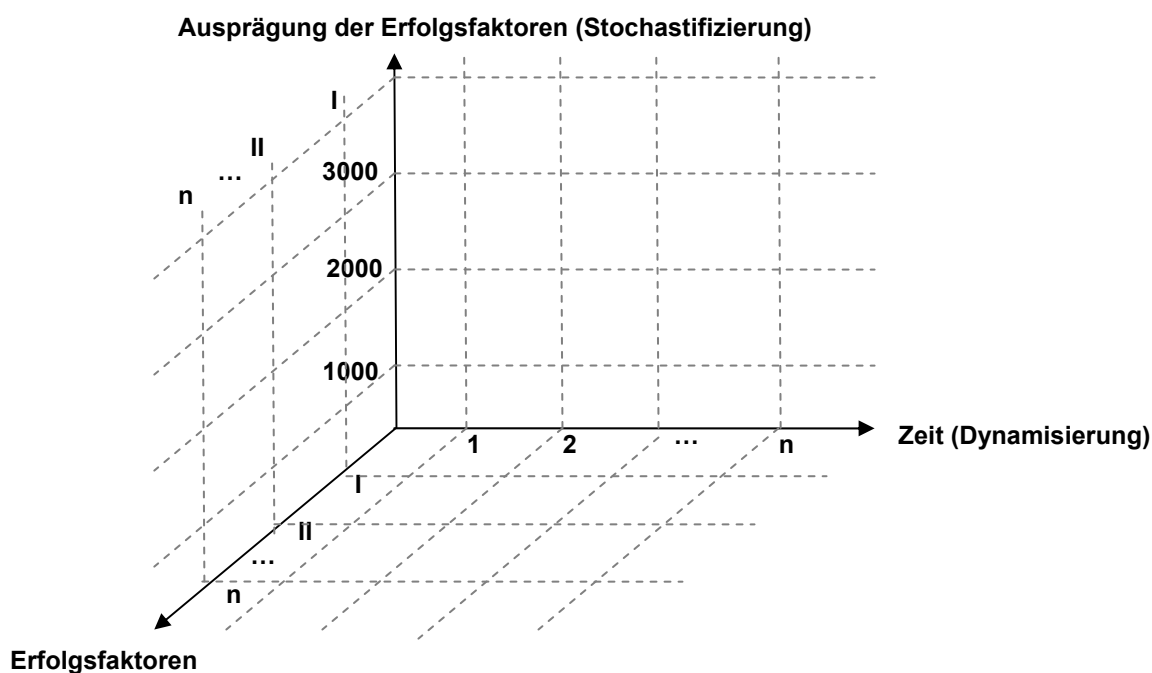


Abb. 1: 3-D-Modell des Standard-Ertragswertverfahrens

Liegen Differenzierungen in mehreren Dimensionen vor, so muss auch die Reihenfolge der oben beschriebenen Aggregationen festgelegt werden. Dabei hat es sich durchgesetzt, zunächst die Mehrwertigkeit der Erfolgsgrößen auf periodenbezogene, quasi-sichere Überschussgrößen zu komprimieren (vertikale Erfolgsfaktoren- und Zustands-Aggregation) und diese anschließend zu diskontieren (horizontale Zeit-Aggregation).

Das bereits angesprochene Literaturbeispiel soll hier zur Illustrierung der Zusammenhänge aufgegriffen und durch den Einbezug mehrwertiger Erfolgsprognosegrößen (Stochastifizierung) erweitert werden. Für den Werttreiber Umsatzwachstumsrate seien periodenspezifische Dreiecksverteilungen angenommen, bei denen die minimale Ausprägung mit a , der Modalwert¹¹⁵ mit H und die maximale Ausprägung mit b gekennzeichnet wird:¹¹⁶

¹¹⁵ Der Modalwert entspricht den Plandaten von Henselmann/Kniest; vgl. Henselmann/Kniest (2002), S. 100.

¹¹⁶ Vgl. zu diesem Vorgehen Dirrigl (2004b), S.100 ff.

Periode		1	2	3	4ff.
Umsatzwachstum (in %)	a	2,00%	3,50%	-1,00%	0,00%
	H	6,00%	4,00%	0,00%	0,00%
	b	9,00%	4,50%	1,00%	0,00%

Zusätzlich wird das Beispiel um die Ertragsbesteuerung erweitert, wobei folgende Steuersätze angenommen werden:

Hebesatz Gewerbesteuer	500%
Gewerbesteuersatz	17,50%
Körperschaftsteuersatz inkl. SolZ	15,83%
Abgeltungssteuersatz inkl. SolZ	26,38%

Auf Basis der angegebenen Prognosen können, ausgehend vom Umsatz zum Zeitpunkt $t=0$ in Höhe von 12.545,30T€, die folgenden, in Tab. 6 zusammengestellten Erfolgskomponenten bestimmt werden, für die wegen der Abhängigkeit der Erfolgsfaktoren vom Umsatzwachstum jeweils drei Werte in Abhängigkeit von a, H und b anzugeben sind:

Periode		1	2	3	4ff.
(1) Umsatz	a	12.796,21	13.244,08	13.111,64	13.111,64
	H	13.298,02	13.829,94	13.829,94	13.829,94
	b	13.674,38	14.289,73	14.432,62	14.432,62
(2) Gesamtleistung	a	12.995,18	13.527,26	13.334,40	13.347,65
	H	13.556,20	14.132,07	14.078,88	14.078,88
	b	13.976,97	14.608,48	14.706,70	14.692,41
(3) Gewinn vor Steuern	a	1.600,76	1.771,66	1.974,38	1.977,03
	H	1.701,75	1.886,57	2.123,28	2.123,28
	b	1.777,49	1.977,09	2.248,84	2.245,98
(4) Jahresüberschuss	a	1.059,07	1.172,57	1.308,00	1.309,76
	H	1.126,40	1.249,19	1.407,27	1.407,27
	b	1.176,90	1.309,54	1.490,99	1.489,09
(5) Freier Cashflow Gesamtkapitalgeber	a	1.067,15	1.404,64	1.534,93	1.502,26
	H	1.004,01	1.459,41	1.599,77	1.599,77
	b	956,65	1.498,07	1.646,34	1.681,59
(6) Netto-Cashflow vor pers. Steuern	a	1.023,78	1.120,12	1.342,43	1.309,76
	H	960,64	1.174,89	1.407,27	1.407,27
	b	913,28	1.213,55	1.453,84	1.489,09
(7) Netto-Einzahlung Anteilseigner	a	753,76	824,69	988,36	964,31
	H	707,27	865,01	1.036,10	1.036,10
	b	672,40	893,48	1.070,39	1.096,34

Tab. 6: Erfolgsprognose des Bewertungsobjekts (Werte in T€)

Es wird mit dem (6) Netto-Cashflow vor pers. Steuern eine finanzielle Überschussgröße berechnet, die als höchstmögliche Ausschüttung an die Anteilseigner zur Verfügung steht, ohne dass zusätzliche Finanzierungsmaßnahmen ergriffen werden müssen. Dieser Betrag soll vollständig ausgeschüttet werden, was zur Folge hat, dass das Unternehmen kein Wachstum aus „finanzieller Thesau-

rierung“ erfährt. Nach Abzug persönlicher Steuern auf Basis des Abgeltungssteuersatzes verbleibt die (7) Netto-Einzahlung auf Anteilseigner-Ebene, die als bewertungsrelevante Größe herangezogen wird.

3.3 Alternativinvestition und sicherheitsäquivalent-orientierte Bewertungskalküle

Um eine Wertbestimmung gemäß dem Opportunitätskostenkonzept¹¹⁷ vornehmen zu können, ist für das Bewertungsobjekt ein Alternativobjekt zu suchen, welches vom Bewertenden nicht realisiert werden kann, da das verfügbare Kapital zum Erwerb des Bewertungsobjekts genutzt wird. Hierzu muss im ersten Schritt, analog dem Vorgehen für das Bewertungsobjekt, eine Werttreiberplanung auf leistungswirtschaftlicher Ebene für die Alternative erstellt werden, die sich wiederum aus einer Vergangenheitsanalyse ableitet. Basierend auf einer zum Bewertungsobjekt vergleichbaren Struktur können für das Alternativobjekt die folgenden Werttreiber prognostiziert werden:

Periode		1	2	3	4ff.
Erträge					
	a	1,50%	4,00%	5,50%	0,00%
Umsatzwachstum (ggb. Vorperiode)	H	2,00%	6,00%	10,00%	0,00%
	b	2,50%	7,50%	12,00%	0,00%
Sonstige betriebliche Erträge (in % vom Umsatz)		1,80%	1,80%	1,80%	1,80%
Aufwandsstruktur					
Materialaufwand (in % der Gesamtleistung)		51,00%	51,00%	51,00%	51,00%
Personalaufwand (in % der Gesamtleistung)		28,00%	27,00%	26,50%	26,50%
Summe = f_AZ ¹¹⁸ (in % der Gesamtleistung)		79,00%	78,00%	77,50%	77,50%
Sonstige betriebliche Aufwendungen (in % der Gesamtleistung)		2,50%	2,50%	2,00%	2,00%
Außerordentliches Ergebnis (in GE)		0,00	0,00	0,00	0,00
Sachanlagevermögen					
Brutto-Investitionen (in T€)		1.000,00	600,00	500,00	450,00
Anlagenabgänge zum Restbuchwert (in T€)		-60,00	-60,00	-55,00	-50,00
Planmäßige Abschreibungen (in T€)		-450,00	-500,00	-500,00	-400,00
Netto-UV (Net Working Capital)					
Roh-, Hilfs-, Betriebsstoffe (in % vom Umsatz)		23,00%	23,00%	25,00%	25,00%
Forderungen LuL (in % vom Umsatz)		4,00%	4,50%	5,00%	5,00%
Verbindlichkeiten LuL (in % vom Umsatz)		6,00%	6,00%	7,00%	7,00%
Ergibt f_NWC ¹¹⁹ (in % vom Umsatz)		21,00%	21,50%	23,00%	23,00%
f_BFE ¹²⁰ (in % vom Umsatz)		11,00%	10,50%	10,00%	10,00%

Tab. 7: Werttreiber des Alternativobjekts

¹¹⁷ Vgl. dazu Moxter (1983), S. 124.

¹¹⁸ f_AZ bezeichnet den Faktor für laufende Auszahlungen.

¹¹⁹ f_NWC bezeichnet den Faktor für das Net Working Capital exklusive fertige Erzeugnisse.

¹²⁰ f_BFE bezeichnet den Faktor für den Bestand an fertigen Erzeugnissen.

Periode		1	2	3	4ff.
(1) Umsatz	a	10.274,58	10.685,56	11.273,26	11.273,26
	H	10.325,19	10.944,70	12.039,17	12.039,17
	b	10.375,80	11.153,99	12.492,47	12.492,47
(2) Gesamtleistung	a	10.476,22	10.869,68	11.481,53	11.476,18
	H	10.533,31	11.155,13	12.310,60	12.255,88
	b	10.590,41	11.384,59	12.795,41	12.717,33
(3) Gewinn vor Steuern	a	1.197,60	1.336,09	1.628,71	1.739,62
	H	1.208,16	1.391,75	1.798,67	1.899,45
	b	1.218,72	1.436,50	1.898,06	1.994,05
(4) Jahresüberschuss	a	785,79	878,43	1.076,10	1.150,57
	H	792,83	915,55	1.189,42	1.257,14
	b	799,88	945,38	1.255,69	1.320,22
(5) Freier Cashflow Gesamtkapitalgeber	a	537,70	990,42	1.055,30	1.363,57
	H	528,55	960,80	998,80	1.470,14
	b	519,39	939,86	982,45	1.533,22
(6) Netto-Cashflow vor pers. Steuern	a	147,20	406,92	630,30	1.150,57
	H	138,05	377,30	573,80	1.257,14
	b	128,89	356,36	557,45	1.320,22
(7) Netto-Einzahlung Anteilseigner	a	108,38	299,59	464,06	847,11
	H	101,64	277,79	422,46	925,57
	b	94,90	262,37	410,42	972,01

Tab. 8: Erfolgsprognose des Alternativobjekts (Werte in T€)

Ausgehend vom Umsatz in $t=0$ in Höhe von 10.122,74T€ und den definierten Werttreibern kann eine Prognose der in Tab. 8 angegebenen Erfolgskomponenten erfolgen. Im Ergebnis ist bis hierhin nur die Unsicherheit in Form einer Stochastifizierung von Erfolgsfaktoren berücksichtigt worden, jedoch noch keine Komprimierung auf eine (quasi-)sichere Erfolgsgröße je Periode erfolgt. Die Mehrwertigkeit kann im vorliegenden Fall einer Dreiecksverteilung durch Berechnung des Erwartungswerts μ mit

$$\mu = \frac{1}{3}(a + H + b) \quad (5)$$

verdichtet werden.¹²¹

Soll eine Bewertung auf Basis der Sicherheitsäquivalentmethode erfolgen, so ist neben dem Erwartungswert die „Risikomenge“, beispielsweise als statistisches Streuungsmaß in Form der Standardabweichung σ zu berechnen, die sich für die Dreiecksverteilung mit folgender Formel bestimmen lässt:¹²²

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{18} [(b-a)(b-H) + (H-a)^2]} \quad (6)$$

¹²¹ Vgl. Dirrigl (2004b), S. 111.

¹²² Die Standardabweichung ergibt sich als Wurzel aus der Varianz. Zur Berechnung der Varianz einer Dreiecksverteilung vgl. Dirrigl (2004b), S. 111.

Damit kann unter Verwendung eines Risikopreises, dem subjektiven Risikoaversionskoeffizienten (rak), das Sicherheitsäquivalent $[\text{SÄ}(x)]$ gemäß dem μ, σ -Prinzip bestimmt werden:

$$\text{SÄ}(x) = \mu - \text{rak} \cdot \sigma \quad (7)$$

Wird seitens des Bewertenden ein rak von 1,5 vorgegeben, so können für beide Objekte die Sicherheitsäquivalente der Nettoeinzahlungen an die Anteilseigner berechnet werden:

Periode	Bewertungsobjekt				Alternative			
	1	2	3	4ff.	1	2	3	4ff.
Umsatzwachstum	2,00%	3,50%	-1,00%	0,00%	1,50%	4,00%	5,50%	0,00%
	6,00%	4,00%	0,00%	0,00%	2,00%	6,00%	10,00%	0,00%
	9,00%	4,50%	1,00%	0,00%	2,50%	7,50%	12,00%	0,00%
Jahresüberschuss	1.059,07	1.172,57	1.308,00	1.309,76	785,79	878,43	1.076,10	1.150,57
	1.126,40	1.249,19	1.407,27	1.407,27	792,83	915,55	1.189,42	1.257,14
	1.176,90	1.309,54	1.490,99	1.489,09	799,88	945,38	1.255,69	1.320,22
Netto-Einzahlung Anteilseigner (NEZ)	753,76	824,69	988,36	964,31	108,38	299,59	464,06	847,11
	707,27	865,01	1.036,10	1.036,10	101,64	277,79	422,46	925,57
	672,40	893,48	1.070,39	1.096,34	94,90	262,37	410,42	972,01
μ (NEZ)	711,14	861,06	1.031,62	1.032,25	101,64	279,92	432,31	914,90
σ (NEZ)	16,66	14,11	16,82	26,98	2,75	7,64	11,49	25,77
SÄ (NEZ)	686,15	839,89	1.006,39	991,78	97,51	268,46	415,08	876,24

Tab. 9: Risikostruktur von Alternative und Bewertungsobjekt (Werte in T€)

Zusätzlich wird angenommen, dass der Anschaffungspreis für das Alternativobjekt 6.000T€ und der Basiszinssatz vor persönlichen Steuern 4,5% beträgt. Für das Alternativobjekt ergibt sich ein Barwert der Sicherheitsäquivalente der Netto-Einzahlungen an die EK-Geber von 24.706,06T€ und damit ein risikobereinigter Kapitalwert von 18.706,06T€. Damit ist die Voraussetzung gegeben, um gemäß der Kapitalwert-Logik einen Ertragswert zu bestimmen.¹²³

In der Literatur wird hingegen oft postuliert, dass zum Zwecke der Bewertung auf eine Alternativrendite abgestellt werden sollte und das hierfür herangezogene Alternativobjekt in sämtlichen Merkmalsdimensionen „äquivalent“ zum Bewertungsobjekt sein müsse.¹²⁴ Damit wäre für das Bewertungskalkül die Alternativrendite als Kalkulationszinsfuß zur Diskontierung der Überschussgrößen des Bewertungsobjekts heranzuziehen. Im Falle sicherer Zahlungsströme wird diese Alternativrendite durch die interne Rendite des Alternativobjekts bestimmt.

Bezüglich der literaturüblichen Forderungen nach totaler „Äquivalenz“ zwischen Bewertungs- und Alternativobjekt ist zunächst festzuhalten, dass ein in allen

¹²³ Vgl. dazu Dirrigl (2004b), S. 19 ff.

¹²⁴ In Bezug auf diese Dimensionen seien beispielhaft Laufzeit- und Risikoäquivalenz genannt. Zu einer umfassenden Aufzählung von Äquivalenzpostulaten vgl. Wollny (2008), S. 79; Ballwieser (2007), S. 82.

Dimensionen „gleiches“ Vergleichsobjekt wohl kaum existiert. Die (unterschiedliche) Risikostruktur von Bewertungsobjekt und dessen Alternative muss aber kalkül-technisch in adäquater Weise bewältigt werden. Eine direkte Übertragung der Alternativrendite auf das Bewertungsobjekt über den Kalkulationszinsfuß würde die (eventuell) unterschiedlichen Risikostrukturen von Bewertungs- und Alternativobjekt vernachlässigen und somit den Grundsatz der Vergleichbarkeit als Maxime der Bewertung verletzen.¹²⁵

Entgegen der Literaturmeinung, es sei ein „risikoäquivalentes“ Alternativobjekt zu suchen, ist aber im Rahmen der Risikoadjustierung „nur“ dafür zu sorgen, dass Risikounterschiede zwischen Bewertungsobjekt und Alternative sachgerecht berücksichtigt werden.

Bei unterschiedlichen Risikopositionen kann eine Risikobereinigung methodisch sowohl über Risikoabschläge als auch Risikozuschläge erfolgen. Es lässt sich also über diese Ansatzpunkte eine rechnerische „Risikoäquivalenz“ der beiden Objekte erzeugen. Über die Sicherheitsäquivalentmethode kann eine Risikobereinigung auf Basis des μ, σ -Prinzips vorgenommen werden. Wie in Tab. 9 dargestellt, sind die beiden Objekte um das Risiko bereinigt worden, so dass die Sicherheitsäquivalente als (quasi-)sichere Zahlungen interpretiert werden können. Durch Berechnung des internen Zinsfußes auf Basis der Sicherheitsäquivalente der Alternative kann die „beste alternative, (quasi-)sichere Rendite“ bestimmt werden.¹²⁶

Bezogen auf die Sicherheitsäquivalente der Netto-Einzahlungen an die Anteilseigner ergibt sich eine interne Rendite von 11,66%. Diese Rendite kann nun direkt als Diskontierungszinssatzes für das Bewertungsobjekt verwendet werden. Sie repräsentiert sowohl den risikofreien Diskontierungszins nach persönlichen Steuern in Höhe von 3,31%, als auch die zusätzlichen Opportunitätskosten aus dem Verzicht auf die Alternative, die sich in der Überrendite der Alternative gegenüber der risikofreien Anlage ($11,66\% - 3,31\% = 8,35\%$) zeigen. Diese Überrendite ist wegen der Verwendung von Sicherheitsäquivalenten bereits risikobereinigt, womit keine weiteren Korrekturen erforderlich sind. Damit kann der Ertragswert für das Bewertungsobjekt in Höhe von 8.122,21T€ berechnet werden.

Wird anstatt der Berücksichtigung von Risikoabschlägen über Sicherheitsäquivalente eine Bewertung auf Basis von Risikozuschlägen im Diskontierungszinssatz präferiert, so ist das Vorgehen zum Zwecke der Risikoadjustierung anzupassen. In einem ersten Schritt kann der interne Zinsfuß der Alternative auf Grundlage der Erwartungswerte der Zahlungsströme an die EK-Geber¹²⁷ in Höhe von 12,08% bestimmt werden.

¹²⁵ Vgl. Moxter (1983), S. 125 ff.

¹²⁶ Zu den Prämissen einer Alternativrendite-Logik vgl. Dirrigl (2004a), S. 8-12 und der Möglichkeit einer Wertbestimmung auf Basis der Kapitalwertrate S. 19-22.

¹²⁷ Vgl. Tab. 9.

Diese Alternativrendite lässt sich gedanklich in drei Komponenten aufspalten, da sie neben dem risikofreien Zins und der Überrendite auch den Risikozuschlag der Alternative enthält, der mit 5% angenommen wird. Die Überrendite beträgt somit $12,08\% - 3,31\% - 5\% = 3,77\%$. Der für das Bewertungsobjekt relevante Diskontierungszins setzt sich (1) aus dem risikofreien Zins, (2) einem Zuschlag für das Risiko des Bewertungsobjekts, der hier mit 3,5% angenommen wurde, sowie (3) zusätzlich der Überrendite der Alternative zusammen und beläuft sich insgesamt auf 10,58%.

Werden nun für das Bewertungsobjekt dessen Erwartungswerte der Zahlungen an die EK-Geber mit dem entsprechenden Kapitalisierungszins abdiskontiert, so ergibt sich ein Ertragswert von 9.326,08T€. Der Wertunterschied im Vergleich zur Berechnung auf Basis von Sicherheitsäquivalenten (1.203,87T€) lässt sich durch den im Beispiel bei der Risikozuschlagsmethode im Vergleich zur Alternative geringeren Risikozuschlag für das Bewertungsobjekt erklären. Da in der Sicherheitsäquivalentmethode für beide Objekte ein identischer Risikopreis (rak) verwendet wird, sind Risikounterschiede und damit Bewertungsdifferenzen auf Unterschiede in der Risikomenge (hier durch die Standardabweichung gemessen) zurückzuführen.

Im folgenden Abschnitt soll gezeigt werden, wie Indifferenzbedingungen zwischen Risikozuschlägen einerseits und Risikoabschlägen bzw. Risikopreisen andererseits formuliert werden können, die sich für die abschließende Analyse der Eignung des (Standard-)Ertragswertverfahrens verwerten lassen.

3.4 Risikoäquivalenz und Eignung der (Standard-)Ertragswertmethode

Wird ein Alternativobjekt als „die beste alternative“ Mittelverwendung zum Erwerb des Bewertungsobjekts herangezogen, um aus diesem die Opportunitätskosten abzuleiten, so gilt es „Risikoäquivalenz“ zwischen Alternative und Bewertungsobjekt herzustellen.¹²⁸ Hierzu sind grundsätzlich die beiden traditionellen Ansätze der Risikoberücksichtigung in der Unternehmensbewertung, nämlich die

1. Risikoabschlagsmethodik und die
2. Risikozuschlagsmethodik

denkbar.

Anknüpfungspunkt der Risikozuschlagsmethode ist der Kapitalisierungszinsfuß, indem der risikolose Basiszinssatz um einen unternehmensindividuellen Risikozuschlag (meist auf Basis des CAPM) erhöht wird. Hingegen werden bei der Risikoabschlagsmethode die erwarteten Unternehmenserfolge um risikoangemessene Abschläge vermindert. Solche können - wie oben gezeigt - auf Basis der Sicherheitsäquivalentmethode berechnet werden.

¹²⁸ Vgl. zur Risikoäquivalenz Wollny (2008), S. 81 ff.

Die Berechnung von Sicherheitsäquivalenten wird in der Literatur oft als „willkürlich“ charakterisiert, da hierfür eine „Risikonutzenfunktion“ benötigt werde bzw. der Risikoaversionskoeffizient (Risikopreis) subjektiv gewählt wird.¹²⁹ Einer solchen Kritik ist die grundlegende Logik der Sicherheitsäquivalentmethode gegenüberzustellen und mit Indifferenzbeziehungen zwischen Risikozuschlag und -abschlag in Verbindung zu bringen. Im Rahmen der Sicherheitsäquivalentmethode werden zwei Elemente miteinander verknüpft:

- (a) die Mehrwertigkeit der Erfolgsprognose
- (b) die Berücksichtigung des Risikos über Abschläge vom Erwartungswert

Für die Repräsentation der Mehrwertigkeit wurde im obigen Beispiel eine (stetige) Dreiecksverteilung herangezogen; grundsätzlich ist aber auch eine diskrete (Szenario-)Struktur (worst/base/best) denkbar. In der Literatur wurden bereits Überlegungen zur Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung einer Szenario-Struktur angestellt, die im Ergebnis aber nicht zur Empfehlung einer Risiko-adjustierung über Sicherheitsäquivalente führten.¹³⁰ Allerdings lehnt Behringer im Kontext seiner Überlegungen zur Bewertung von KMU ebenso eine Heranziehung des CAPM ab.¹³¹ Stattdessen schlägt er vor, eine Risikoüberücksichtigung über einen „pragmatischen“¹³² Risikozuschlag vorzunehmen, der jedoch hinsichtlich seiner Plausibilität zu analysieren sei.¹³³

Im Rahmen einer dem eigentlichen Bewertungskalkül vorgeschalteten Plausibilitätsprüfung¹³⁴ nutzt Behringer hierfür in einer Beispielsrechnung für die Erfolgsprognose explizit eine Szenario-Struktur.¹³⁵ In Modifikation des von Behringer gewählten Beispiels¹³⁶ ließen sich für den repräsentativen Erfolg E der Restwertphase die folgenden Erfolgsniveaus N(iedrig), M(ittel), H(och) mit den zugehörigen Wahrscheinlichkeiten [W(E)] annehmen, sowie die daraus resultierenden Parameter Erwartungswert μ und Standardabweichung σ berechnen:

Szenario	W(E)	E
N:	20,00%	60,00
M:	60,00%	100,00
H:	20,00%	140,00
μ		100,00
σ		25,30

¹²⁹ Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel (2005), S. 290; Matschke/Brösel (2007), S. 170 f.

¹³⁰ Vgl. Wollny (2008), S. 242-254 sowie Behringer (2009), S. 110-117.

¹³¹ Vgl. Behringer (2009), S. 114 ff.

¹³² Behringer (2009), S. 115.

¹³³ Vgl. Behringer (2009), S. 111 ff., insbesondere das Zahlenbeispiel S. 113.

¹³⁴ Vgl. zur Plausibilitätsprüfung Ballwieser (2007), S. 90 ff.; Behringer (2009), S.111 ff.; Kuhner/Maltry (2006), S. 147 ff.

¹³⁵ Vgl. Behringer (2009), S. 251.

¹³⁶ Vgl. Behringer (2009), S. 251 f.

In der Literatur wird als Plausibilitätsbedingung die Restriktion formuliert, dass der Risikoabschlag die Abweichung des unteren Werts (N) vom Erwartungswert nicht überschreiten darf, wenn „ein Minimum an Rationalität“¹³⁷ gewahrt werden soll. Falls aber bereits eine Wahrscheinlichkeitsverteilung vorliegt und damit der Erwartungswert μ und das Risikomaß σ verfügbar sind, dann ist es höchst verwunderlich und bedarf einer expliziten Erklärung, warum nur eine Plausibilitätsprüfung „nach unten“, jedoch keine Risikoüberücksichtigung über die Sicherheitsäquivalentmethode auf Basis des μ, σ -Prinzips vorgenommen wird.

Die Verfechter der Risikozuschlagsmethode sehen offenbar kein Problem darin, einen Risikozuschlag anzusetzen, obwohl bereits seit langem bekannt ist, dass über diesen - aufgrund seiner exponentiellen Wirkung für weiter in der Zukunft liegende Perioden - sehr hohe Wertabschläge erfolgen.

Die Vorbehalte gegenüber der Sicherheitsäquivalentmethode scheinen in der subjektiven Festlegung des Risikopreises zu liegen¹³⁸ bzw. in der Unkenntnis darüber, welcher Zusammenhang zwischen einem Risikozuschlag r_z und einem Risikopreis r_p besteht. Im Folgenden sollen deshalb anhand einer Rentenstruktur, wie sie oft der Berechnung des Restwerts (RW) zugrunde liegt, die Beziehungen zwischen der Risikoabschlags- und der Risikozuschlagsmethode aufgezeigt werden. Für die beiden Konzepte zur Berücksichtigung des Risikos kann folgende Äquivalenzbeziehung¹³⁹ formuliert werden:

$$RW^{RZ} = RW^{SÄ} \Leftrightarrow \frac{\mu}{i+z} = \frac{\mu - r_p \cdot \sigma}{i} \quad (8)$$

Wird diese Relation nach dem Risikopreis r_p aufgelöst, so folgt:

$$r_p = \frac{\mu \cdot z}{\sigma \cdot (i+z)} \quad (9)$$

Demnach kann der Risikopreis auf zwei Komponenten zurückgeführt werden:

1. das Verhältnis von Erwartungswert μ und Standardabweichung σ , welches die Risikostruktur (Wahrscheinlichkeitsverteilung) beschreibt sowie
2. den Faktor $\frac{z}{i+z}$, der die Bewertungsparameter charakterisiert und zwar zum einen für die Zeit-Aggregation (i) und zum anderen die Risikobewertung (z).

¹³⁷ Drukarczyk/Schüler (2007), S. 243.

¹³⁸ Vgl. Ballwieser (2007), S.78 f.

¹³⁹ Die hier aufgestellten Äquivalenzbeziehungen und darauf aufbauenden Plausibilitätsprüfungen gelten lediglich für die Restwertphase. Es lassen sich aber auch für die Detailprognosephase analoge Beziehungen und Prüfungen herleiten.

Für die im Beispiel angenommene Struktur der Wahrscheinlichkeitsverteilung ergibt sich bei einem Erwartungswert $\mu = 100$ eine Standardabweichung von $\sigma = 25,30$. Dementsprechend beträgt der Faktor $\mu / \sigma = 100 / 25,30 = 3,9528$.

Zieht man für die Bewertungsparameter i und z die steuerrechtlichen Vorgaben im vereinfachten Ertragswertverfahren¹⁴⁰ heran, so ist der Basiszins i gemäß dem Prozedere nach § 203 Abs. 2 BewG zu bestimmen und für das Jahr 2009 mit 3,61% festgesetzt. Der pauschale Zuschlag (für das Risiko) ist mit 4,5% anzusetzen. Daraus ergibt sich ein Faktor von

$$\frac{z}{i+z} = \frac{4,5\%}{8,11\%} = 0,5549 \quad (10)$$

Insgesamt resultiert dann aus diesen Vorgaben gemäß (9) ein äquivalenter Risikopreis $rp = 3,9528 \cdot 0,5549 = 2,1933$.

Der Risikoabschlag beträgt somit $RA = rp \cdot \sigma = 2,1933 \cdot 25,30 = 55,49$. Subtrahiert man den berechneten Risikoabschlag vom Erwartungswert $\mu = 100$, so verbleibt ein Sicherheitsäquivalent von $S\ddot{A}(x) = 44,51$. Dieses unterschreitet den unteren Szenariowert der Verteilung von $100 - 40 = 60$. Eine Parameterkonstellation von $i = 3,61\%$ und $z = 4,5\%$ wäre also für die oben angegebene Verteilung im Rahmen einer Plausibilitätsprüfung zu verwerfen.

In der folgenden Tab. 10 ist für die angenommene Struktur der Wahrscheinlichkeitsverteilung bei variierenden Werten von i und z der jeweils äquivalente Risikopreis (rp) berechnet worden:

i \ z	z										
	1%	2%	3%	4%	4,50%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
3%	0,9882	1,5811	1,9764	2,2588	2,3717	2,4705	2,6352	2,7670	2,8748	2,9646	3,0407
4%	0,7906	1,3176	1,6941	1,9764	2,0927	2,1960	2,3717	2,5154	2,6352	2,7366	2,8235
5%	0,6588	1,1294	1,4823	1,7568	1,8724	1,9764	2,1561	2,3058	2,4325	2,5411	2,6352
6%	0,5647	0,9882	1,3176	1,5811	1,6941	1,7967	1,9764	2,1285	2,2588	2,3717	2,4705
7%	0,4941	0,8784	1,1859	1,4374	1,5468	1,6470	1,8244	1,9764	2,1082	2,2235	2,3252
8%	0,4392	0,7906	1,0780	1,3176	1,4230	1,5203	1,6941	1,8447	1,9764	2,0927	2,1960
9%	0,3953	0,7187	0,9882	1,2163	1,3176	1,4117	1,5811	1,7294	1,8602	1,9764	2,0804
10%	0,3593	0,6588	0,9122	1,1294	1,2267	1,3176	1,4823	1,6276	1,7568	1,8724	1,9764

Tab. 10: Äquivalente Risikopreise für vorgegebene Basiszinssätze und Risikozuschläge

¹⁴⁰ Vgl. §199 ff. BewG.

Die kritische Grenze¹⁴¹ für das Unterschreiten der unteren Ausprägung (in Tab. 9 fett dargestellt), ermittelt sich über die Plausibilitätsbedingung als

$$100-60 = rp \cdot 25,30 \Rightarrow rp = \frac{100 - 60}{25,30} = \frac{40}{25,30} = 1,5811 \quad (11)$$

Das Ergebnis für den kritischen Risikopreis aus Relation (11) kann mit Relation (9) zur Bestimmung von rp^* gleichgesetzt werden, um kritische Grenzen für den Risikozuschlag z bzw. Basiszinssatz i zu bestimmen:

$$1,5811 = \frac{\mu \cdot z}{\sigma \cdot (i + z)} \quad (12)$$

Setzt man auch hier einen Basiszins von $i = 3,61\%$ an, so ergibt sich in dem Beispiel für z^* eine kritische Grenze bei $2,41\%$.

Allgemein kann für eine beliebige Wahrscheinlichkeitsverteilung (charakterisiert durch μ und σ) für z^* unter Vorgabe von i und rp eine kritische Grenze gemäß der Relation

$$z^* = \frac{i \cdot rp \cdot \sigma}{\mu - rp \cdot \sigma} \quad (13)$$

ermittelt werden.

Umgekehrt lässt sich bei gegebenen Werten für einen Risikozuschlag z und Risikopreis rp auch ein kritischer Basiszins i^* ermitteln:

$$i^* = \frac{(\mu - rp \cdot \sigma) \cdot z}{rp \cdot \sigma} \quad (14)$$

Auf Basis von Relation (14) und den Daten des obigen Beispiels (Erwartungswert $\mu = 100$, Standardabweichung $\sigma = 25,30$) sowie einem angenommenen Risikozuschlag von 2% , ergibt sich ein kritischer Basiszins i^* in Höhe von 3% .

Die vorstehenden Erkenntnisse über Äquivalenzbeziehungen zwischen Risikozuschlags- und Sicherheitsäquivalentmethode sind heranzuziehen, wenn abschließend die Eignung der Sicherheitsäquivalentmethode für steuerliche Bewertungsanlässe zu beurteilen ist. Regelmäßig wird hierzu in der Literatur die Sicherheitsäquivalentmethode mit dem Argument abgelehnt, dass der Risikopreis subjektiv, dagegen ein Risikozuschlag über das CAPM „kapitalmarkt-objektiviert“ bestimmt werden könne. Damit sei das Bewertungsergebnis anfällig für (un-)bewusste Fehleinschätzungen hinsichtlich der Risikoaversion. Dieser Aspekt wäre insbesondere vor dem Hintergrund eines Bewertungsanlasses im steuerlichen

¹⁴¹ Aus Tab. 10 können damit auf einen Blick plausible von unplausiblen Parameterkonstellationen getrennt werden, wozu eine diagonal verlaufende Grenze markiert wurde.

Kontext als kritisch zu beurteilen, da der Unternehmenswert als Bewertungsergebnis und steuerliche Bemessungsgrundlage damit manipulationsanfällig sein könnte, wobei der Risikopreis (Risikoaversionskoeffizient) zur „Stellschraube“ für den erwünschten Ziel-Unternehmenswert wird. Akzeptiert man die Behauptung, der Risikopreis bedürfe einer „Objektivierung“, so wäre es vorstellbar, zunächst einen „objektivierten“ Risikozuschlag zu bestimmen und diesen in einen äquivalenten Risikopreis umzurechnen. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass eine solche Transformation zur Voraussetzung hat, dass die Risikocharakteristik von Objekten in Form der Lageparameter von Wahrscheinlichkeitsverteilungen (μ und σ) bekannt ist.

Die Anwendung der Sicherheitsäquivalentmethode bietet den gerade in steuerlichen Bewertungsanlässen sehr hoch einzuschätzenden Vorteil, dass die Vorgehensweise zur Risikoadjustierung transparent ist und insgesamt ein konsistentes Konzept vorliegt: Im Rahmen der Anwendung der Sicherheitsäquivalentmethode wird zur Erfolgsprognose ein leistungswirtschaftliches Modell zur Berechnung von Erwartungswerten verwendet und eine auf gleicher (mehrwertiger) Datenbasis berechnete „Risikomenge“ bestimmt. Hingegen findet bei einer Risikoadjustierung über das CAPM eine Vermischung von Risikoelementen statt: Bei der Erfolgsprognose wird ebenfalls ein leistungswirtschaftliches Modell zur Berechnung von Erwartungswerten genutzt, dagegen das „Risikovolumen“ über ein andersartiges, kapitalmarkt-orientiertes Risikokzept bestimmt, welches auf Aktienkursschwankungen rekurriert. Somit hat das „CAPM-Risiko“ seine Ursachen nicht ausschließlich im leistungswirtschaftlichen Bereich, sondern enthält Determinanten, die in ihrem kausalen Gefüge nicht interpretierbar sind.

Ob die bisher (noch) nicht in Frage gestellte Annahme aufrecht erhalten werden kann, dass sich über kapitalmarkt-bezogene Modelle „objektivierte“ Parameter zur Risikoadjustierung ableiten lassen, ist innerhalb des folgenden Abschnitts zur Wertbestimmung auf Basis des IDW S 1 zu prüfen.

4 Kapitalmarkt-objektivierte Bewertung: IDW S 1 als Typisierungsrahmen

4.1 Objektivierte Unternehmensbewertung gemäß IDW S 1 im Kontext der Steuerbemessungsfunktion

Bei Bewertungsanlässen mit rechtlichem Hintergrund („rechtlich geprägte Unternehmensbewertung“) wird aufgrund der bereits erläuterten Grundausrichtung des IDW S 1 sofort der Ruf nach Heranziehung dieses Standards laut, so auch im Zusammenhang mit der Bestimmung des gemeinen Werts für (erbschaft)steuerliche Zwecke.¹⁴²

¹⁴² Vgl. z. B. Eisele (2009), S. 187 ff. und Kohl/Schilling (2008), S. 909.

Die Eignung des IDW S 1 für solche Zwecke scheint prima vista aus zwei Gründen gegeben:

1. Das (primäre) Bewertungsziel des IDW S 1 liegt in der Bestimmung „objektivierter Unternehmenswerte“.
2. Zur Verfolgung und Umsetzung dieses Ziels werden für Problembereiche der Erfolgsprognose und des Bewertungskalküls verschiedene „Typisierungen“ im IDW S 1 gefordert.

Bei der Bewertung von Unternehmen kann der Wirtschaftsprüfer prinzipiell in verschiedenen Funktionen agieren (IDW S 1, Tz. 12), wobei er in der Funktion des neutralen Gutachters als Sachverständiger fungiert, „der mit nachvollziehbarer Methodik einen von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens - den objektivierten Unternehmenswert - ermittelt.“ Für diesen Unternehmenswert gilt gemäß Tz. 29 die folgende Definition: „Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts anlass-bezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich.“

Die in Tz. 29 vorgenommene Umschreibung des „objektivierten“ Unternehmenswerts kann höchstens als programmatische Absichtserklärung ernst genommen werden. Für die sich notwendig daran anschließende Konkretisierung sind als erstes die relevanten Methoden der Unternehmensbewertung zu analysieren, um zu klären, ob zur Bestimmung eines objektivierten Unternehmenswertes das Ertragswertverfahren oder die DCF-Verfahren heranzuziehen sind.¹⁴³

Bezüglich der Entscheidung zwischen diesen Methoden sieht das IDW keine gravierenden Einflüsse auf die Höhe des zu ermittelnden Unternehmenswertes, da beide Verfahren dieselben konzeptionellen Grundlagen aufweisen (Tz. 101), so dass sich dem Bewertenden prinzipiell eine freie Auswahlmöglichkeit eröffnet.

Gemäß Tz. 102 wird der Unternehmenswert im Rahmen des Ertragswertverfahrens durch die Diskontierung der finanziellen Überschüsse, die den Anteilseignern zufließen und i.d.R. aus zukünftigen Jahresergebnissen abgeleitet werden, ermittelt. Zur Diskontierung ist ein Kapitalisierungszinssatz zu verwenden, der eine Vergleichbarkeit zwischen Bewertungsobjekt und Alternativobjekt herstellt (Tz. 113). Zur Konkretisierung wird in Tz. 114 - beziehend auf die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes - dargelegt, dass dieser die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage

¹⁴³ Vgl. Wollny (2008), S. 68.

repräsentiere und dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein müsse.¹⁴⁴ Hierzu kommen gemäß Tz. 115 als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen nach Ansicht des IDW insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen für Unternehmensanteile lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz¹⁴⁵ und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen. Die Risikoprämie kann aus am Kapitalmarkt empirisch gewonnenen Aktienrenditen mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) abgeleitet werden (Tz.118), wobei das IDW in diesem Kontext (zunächst) eine grundsätzliche Relevanz persönlicher Ertragsteuern unterstellt (Tz. 119). Daher können die (tatsächlichen) empirisch beobachtbaren Aktienrenditen¹⁴⁶ nur durch das Tax-CAPM erklärt werden.¹⁴⁷ Nur für den Fall, dass eine Unternehmensbewertung ohne unmittelbare Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern erfolgen soll, kann das CAPM in seiner Grundform zur Bestimmung der erforderlichen Vorsteuerrenditen der Alternativanlage verwendet werden (Tz. 119).

An dieser Stelle ist mit Nachdruck darauf hinzuweisen, dass es höchst eigenartig anmutet, wenn die konstitutiven Eigenschaften der DCF-Logik, d.h. die Bestimmung von Risikoprämien gemäß (Tax-)CAPM, in den Ausführungen zum Ertragswertverfahren und nicht im Kontext der DCF-Verfahren dargestellt werden.

Im folgenden Abschnitt 7.3 zur „Ermittlung des Unternehmenswerts nach den DCF-Verfahren“ (Tz. 124-139) wird auf die varianten-abhängige Bestimmung des Cashflows, nämlich entweder eines Free Cashflows (Tz. 127) oder eines Netto-Cashflows (Tz. 138) für das „Konzept der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals (Equity-Ansatz)“ eingegangen und erläutert, dass die DCF-Verfahren den Unternehmenswert durch Diskontierung von Cashflows, die erwartete Zahlungen an die Kapitalgeber darstellen, bestimmen. Wird der Wert des Eigenkapitals direkt ermittelt, so werden die den Eigentümern zufließenden Überschüsse mit den Eigenkapitalkosten (eines verschuldeten Unternehmens) diskontiert.¹⁴⁸

Der Standard IDW S 1 enthält allerdings nicht nur Erläuterungen in Bezug auf die Bestimmung objektiverer Unternehmenswerte. Hat der Wirtschaftsprüfer einen

¹⁴⁴ Den Ausgangspunkt für die Bestimmung der Rendite der Alternativanlage bildet die beobachtete Rendite einer Anlage in Unternehmensanteile. Dies gelte unabhängig von der Rechtsform des zu bewertenden Unternehmens, da diese Form der Alternativanlage grundsätzlich allen Anteilseignern zur Verfügung steht.

¹⁴⁵ Nach Tz. 116 ist zu dessen Bestimmung der landesübliche Zinssatz für eine (quasi-)risikofreie Kapitalmarktanlage zu verwenden, so dass für den Basiszinssatz prinzipiell langfristig erzielbare Renditen öffentlicher Anleihen herangezogen werden.

¹⁴⁶ Deren Höhe wird auch durch Effekte aus der persönlichen Besteuerung beeinflusst.

¹⁴⁷ Vgl. Abschnitt 4.3.

¹⁴⁸ Die hier erforderlichen Netto-Cashflows werden um die periodenspezifischen Zahlungen an die Fremdkapitalgeber gekürzt und anschließend mit einem Kapitalkostensatz abgezinst, „der sowohl das operative Risiko des Unternehmens als auch das durch die Kapitalstruktur des Unternehmens entstehende Finanzierungsrisiko widerspiegelt“ (Tz. 138). Weiterhin sind zur Bestimmung der relevanten Nettoeinnahmen, die anfallenden persönlichen Steuern zu berücksichtigen (Tz. 139).

subjektiven Entscheidungswert „nach den individuellen Verhältnissen des jeweiligen Investors“ zu ermitteln, so findet er auch hierzu „Hilfestellungen“ zur Auswahl des Kapitalisierungszinsfußes (Tz. 123), der z. B. aus der individuellen Renditeerwartung des Investors bei einer Alternativinvestition, oder aus dem Zinssatz zur Ablösung vorgesehener Kredite oder aus einem Zinssatz, der sich aus einer subjektiven Einschätzung der Komponenten (Basiszinssatz, Risikozuschlag) ableiten lässt.

Ein solches Verständnis der Alternativinvestition liegt dem Konzept des oben dargestellten Standard-Ertragswertverfahrens zugrunde, das durch folgende Merkmale charakterisiert werden kann:

1. Subjektive („individualistische“) Ausrichtung sowohl bei der Erfolgsprognose als auch der Vergleichsinvestition¹⁴⁹
2. Eigentümer-orientierte Ausschüttungsplanung unter Berücksichtigung der Besteuerung auf der Anteilseignerebene¹⁵⁰
3. Mehrwertigkeit der Erfolgsprognose und Sicherheitsäquivalentmethode zur Berücksichtigung des Risikos.

Es wird deutlich, dass die beiden Bewertungsmethoden keineswegs als „Synonyme“ verstanden werden dürfen, da die Unterschiede in den zentralen Bewertungsprämissen divergierende Bewertungsergebnisse generieren.¹⁵¹ Allerdings erfolgt im Kontext des IDW S 1 eine Modifikation der dogmatischen DCF-Variante dahingehend, dass im Endergebnis keine Bewertungsunterschiede mehr auftreten (dürfen). Daher kann bei gesetzlichen Bewertungsanlässen die Bewertung direkt anhand des „Ertragswertverfahrens“ erfolgen und die Bewertung anhand der DCF-Verfahren vernachlässigt werden.¹⁵² Im Folgenden wird, um Missverständnisse zu vermeiden, im Rahmen einer Bewertung nach IDW S 1 nicht mehr von „dem“ Ertragswertverfahren oder (den Varianten) „der“ DCF-Methodik gesprochen.

Zu fragen ist weiterhin, ob eine Vorgehensweise gemäß IDW S 1 auch für die Bewertung von KMU als geeignet anzusehen ist. Diesem Typus des Bewertungsobjekts widmet der Standard einen eigenen Abschnitt,¹⁵³ so dass dem Wirtschaftsprüfer ein „Leitfaden“ zur Beachtung der „Besonderheiten“ dieser Unternehmen an

¹⁴⁹ Hierzu bemerkt Wollny, dass der „Kalkulationszinssatz [...] im Ertragswertverfahren entscheidungstheoretisch korrekt anhand der Risikonutzenfunktion des Bewertenden bestimmt“ wird, was im Regelfall in einer Heranziehung der besten verdrängten Alternative mündet; vgl. Wollny (2008), S. 68.

¹⁵⁰ Demgegenüber ist den DCF-Verfahren in der „dogmatischen Variante“¹⁵⁰ (Wollny (2008), S. 72) eine Eigentümerebene grundsätzlich fremd, da sie sich bezüglich der Risikoadjustierung am Gedankengut des CAPM (in seiner Grundform) orientieren, welches die Berücksichtigung der Besteuerung auf der Anteilseigner-Ebene vernachlässigt.

¹⁵¹ Vgl. Wollny (2008), S. 77.

¹⁵² Eine Bewertung anhand der DCF-Verfahren ist nicht zusätzlich erforderlich, vgl. Wollny (2008), S. 76f. Wollny hält in diesem Kontext sogar ein Plädoyer für das „Ertragswertverfahren“. Allerdings erweist man sich nahezu der vorsätzlichen Täuschung schuldig, wenn man im Zusammenhang mit der objektivierten Unternehmensbewertung nach IDW S 1 von „dem“ Ertragswertverfahren spricht.

¹⁵³ Vgl. Abschnitt 8.3, Tz. 145 ff.

die Hand gegeben wird, wobei die Wertermittlung auch hier ausschließlich auf Basis finanzieller Ziele zu erfolgen hat (Tz. 145ff.).

Wie oben bereits dargestellt, bestehen zwischen der DCF-Logik in ihrer dogmatischen Variante und dem Standard-Ertragswertverfahren diametrale Unterschiede bezüglich der Risikoberücksichtigung, da bei Letzterem der Einbezug der Mehrwertigkeit z. B. über Szenario-Strukturen erfolgt.¹⁵⁴ Solche werden bei „eingeschränkten Informationsquellen“,¹⁵⁵ d.h. bei fehlenden Planungsrechnungen gemäß Tz. 163 vom IDW „empfohlen“. Diese - laut Wollny - bis dato „zaghafte“¹⁵⁶ Empfehlung des IDW steht allerdings in einem deutlichen Kontrast zur einschlägigen Bewertungsliteratur, die ein solches Vorgehen seit Langem für erforderlich erachtet.¹⁵⁷

Um die Eignung der Konzepte der objektivierten Unternehmensbewertung gemäß IDW S 1 für steuerrechtliche Zwecke untersuchen zu können, ist im Folgenden zunächst auf die Typisierungen bezüglich der Gewinnverwendung und Besteuerung (unter 4.2) einzugehen. Anschließend ist die „kapitalmarkt-objektivierte Risiko-berücksichtigung gemäß (Tax)-CAPM“ (siehe 4.3) zu analysieren.

4.2 Typisierung der Gewinnverwendung und Besteuerung

Der IDW S 1 enthält im Abschnitt 4.4.2 zur „Bestimmung finanzieller Überschüsse bei Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts“ Aussagen zur „Ausschüttungsannahme“ (Tz. 35-37). Gemäß Tz. 35 ist „von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des [...] Unternehmenskonzepts und rechtlichen Restriktionen [...] zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.“ Zudem unterscheiden sich gemäß Tz. 36 die Typisierungen zur Ausschüttungspolitik in der Detailprognosephase¹⁵⁸ von denen der Fortführungsphase.¹⁵⁹ In der Detailprognosephase ist die Ausschüttungsplanung primär „auf Basis des individuellen Unternehmenskonzepts“¹⁶⁰ zu bestimmen.¹⁶¹ Was konkret unter einem solchen zu verstehen sein soll, ist allerdings reichlich vage und mehrdeutig.¹⁶²

Ein Unternehmenskonzept muss grundsätzlich detaillierte Annahmen zur Investitions- und Finanzierungspolitik enthalten. Die in Tz. 36 angesprochene „Investitionsplanung“ beinhaltet Annahmen zur zeitlichen Entwicklung des Inves-

¹⁵⁴ Vgl. dazu Kapitel 3.

¹⁵⁵ Vgl. IDW (2008), Tz. 161 ff.

¹⁵⁶ Wollny (2008), S. 247. Nach Wollny ist die erforderliche Datenbasis zur Berücksichtigung der Mehrwertigkeit über Szenarien auch bei KMU als existent anzusehen; vgl. dazu Wollny (2008), S. 246 f.

¹⁵⁷ Vgl. z. B. bereits Moxter (1983), S. 116.

¹⁵⁸ Vgl. dazu Wollny (2008), S. 192 ff.

¹⁵⁹ Vgl. Wollny (2008), S. 195 ff.

¹⁶⁰ IDW (2008), Tz. 36.

¹⁶¹ Vgl. dazu auch Wollny (2008), S. 192.

¹⁶² Vgl. Wollny (2008), S. 142 f.

titionsvolumens, wobei zwischen Realinvestitionen (Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen) und Finanzinvestitionen unterschieden werden kann. Die dazu in einem engen Zusammenhang stehende Finanzierungspolitik schlägt sich in den Annahmen zur Entwicklung der Kapitalstruktur nieder.¹⁶³ Da für die Investitionsauszahlungen Annahmen hinsichtlich der Finanzierung notwendig sind, bestehen zwischen Investitions- und Finanzierungspolitik Interdependenzen, die bei der Festlegung der Bewertungsprämissen zu beachten sind.

Von besonderer Brisanz sind die Typisierungen für die II. Phase der Erfolgsprognose, die in Tz. 37 des IDW S 1 geregelt sind, wonach zur Herstellung einer „Ausschüttungsäquivalenz“¹⁶⁴ die Ausschüttungsquote der Alternativinvestition auf das Bewertungsobjekt selbst übertragen wird.¹⁶⁵ Etwaige Besonderheiten hinsichtlich der „Kapitalstruktur“ stellen in diesem Zusammenhang einen Ausnahmestandard dar, wonach in der Phase II das Ausschüttungsverhalten nicht äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage sein könnte. Dennoch muss es verwundern, dass entgegen der prinzipiellen Bewertungs-Logik, nach einem Alternativobjekt zu suchen, welches im Vergleich zum Bewertungsobjekt äquivalente Eigenschaften aufweist, nun eine umgekehrte „Maßgeblichkeit“ postuliert wird.¹⁶⁶ Zudem ist in der Literatur bereits gezeigt worden, dass eine identische Ausschüttungsquote von Bewertungs- und Alternativobjekt noch „keine Ausschüttungsäquivalenz in dem vom IDW intendierten Sinn“¹⁶⁷ impliziert.

Der Berücksichtigung der Besteuerung auf der Anteilseignerebene kommt bei der objektivierten Unternehmensbewertung im Allgemeinen, sowie bei der Typisierung der Gewinnverwendung im Speziellen, eine große Bedeutung zu. Dies ist zum einen dadurch begründet, dass Steuern den bewertungsrelevanten Zahlungsstrom mindern und zum anderen dadurch, dass die Besteuerung einen zentralen Einflussfaktor zur Gestaltung einer optimalen Ausschüttungspolitik darstellen könnte.

Das individuelle Entscheidungsfeld des Bewertungsobjekts ist mit situationspezifischen Einflussfaktoren bezüglich der Ausschüttungspolitik verbunden, die ein dynamisches Modell der Steuerplanung erforderlich machen. Zunächst ist in diesem Zusammenhang darauf hinzuweisen, dass die steuer-orientierte Gewinnverwendungspolitik seit jeher ein wichtiges Forschungsgebiet der betriebswirtschaftlichen Steuerplanung darstellt.¹⁶⁸ In einem solchen Rahmen kann eine gesellschaftlicher-individualisierte Planung vorgenommen werden, die als Einflussfaktoren die Höhe der (übrigen) Einkünfte, die Besteuerungskonstellation (Betriebs- oder Privatvermögen) und die Profitabilitätsannahmen auf Unternehmens- und

¹⁶³ Die Kapitalstruktur als Element der Finanzierungspolitik wird in IDW (2008), Tz. 37 genannt.

¹⁶⁴ Vgl. dazu Wollny (2008), S. 94-105.

¹⁶⁵ Vgl. IDW (2008), Tz. 37.

¹⁶⁶ Vgl. ausführlich dazu auch Wollny (2008), S. 94-104.

¹⁶⁷ Gröger (2008), S. 673.

¹⁶⁸ Vgl. Hundsdoerfer/Kiesewetter/Sureth (2008), S. 93 ff.

Anteilseignerebene¹⁶⁹ beinhaltet. Vergleichbare Überlegungen gelten für die Entnahmepolitik im Kontext der sog. Thesaurierungsbegünstigung gemäß § 34a EStG, wobei eine Abwägung zwischen Bemessungsgrundlagen-, Zeit- und Tarifeffekten vorzunehmen ist.¹⁷⁰

Im Rahmen der Gewinnverwendungsplanung ist eine Annahme darüber zu treffen, auf welchem Wege eine Thesaurierung zu einem zukünftigen Nutzenzufluss führt, wobei entweder spätere Ausschüttungen mit einem „thesaurierungsbedingten Wachstum“¹⁷¹ oder ein sog. „Gewinnverkauf“ in Frage kommen. Eine Thesaurierung erhöht das Vermögen des Unternehmens, so dass es bei einem Eigentumswechsel u.U. zu einem höheren Verkaufspreis kommt. Zusammenfassend lassen sich folgende Ansatzpunkte für Typisierungen im Kontext der Gewinnverwendungspolitik und Besteuerung systematisieren:

1. Persönlicher Einkommensteuersatz
2. Ausschüttungsquote
3. Zeitdauer der Thesaurierung
4. Profitabilität interner oder externer Investitionen
5. Auswirkungen der Thesaurierung auf den Veräußerungserlös unter Berücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung.

Die Typisierungen des IDW S 1 hinsichtlich der Ausschüttungspolitik¹⁷² gemäß Tz. 36 bzw. des Ausschüttungsverhaltens gemäß Tz. 37 stehen in einem engen Zusammenhang mit der Besteuerung.¹⁷³ Vergleicht man die verschiedenen Versionen des Standards IDW S 1 hinsichtlich der Typisierungen zur Ausschüttungspolitik, so kann als Muster beobachtet werden, dass diese jeweils eng mit der Entwicklung der steuerlichen Rahmenbedingungen verbunden waren.

Unter der Geltung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens wurde die „Vollausschüttungshypothese“¹⁷⁴ postuliert und als Alternativobjekt eine Anlage in festverzinsliche Wertpapiere unterstellt. Mit der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens im Jahre 2001 wurde die Vollausschüttungshypothese aufgegeben.¹⁷⁵ Dies kann darauf zurückgeführt werden, dass nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens mit einer Gewinnausschüttung eine „Strafsteuer“ verbunden war.

¹⁶⁹ Vgl. Dirrigl/Wagner (1993), S. 261 ff.

¹⁷⁰ Vgl. Knirsch/Schanz (2008), S. 1234 ff.

¹⁷¹ Die Auswirkungen von Wachstum bei der Unternehmensbewertung werden in der Literatur intensiv diskutiert. Vgl. dazu etwa Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel (2006), S. 1011 ff.; Wollny (2008), S. 191 ff.; Gröger (2008), S. 672-679; Beyer (2008), S. 256-267; Schwetzler (2005), S. 601-617; Wiese (2005), S. 617-623.

¹⁷² Zur „Ausschüttungspolitik“ vgl. Wollny (2008), S. 191-223.

¹⁷³ Zur Berücksichtigung der Besteuerung vgl. Wollny (2008), S. 222-237.

¹⁷⁴ Vgl. zur „Vollausschüttungshypothese“ Wollny (2008), S. 94 ff.

¹⁷⁵ Vgl. IDW S1 i. d. F. 2005; Wollny (2008), S. 99 und dazu Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel (2006), S. 1008 ff. Zur Berücksichtigung des Halbeinkünfteverfahrens bei der Unternehmensbewertung vgl. Hundsdoerfer/Kiesewetter/Sureth (2008), S. 96 und die dort angegebene Literatur.

Eine solche bleibt auch nach der Neuregelung der Unternehmensbesteuerung durch das Unternehmensteuerreformgesetz 2008 erhalten. Diese brachte folgende, für die Unternehmensbewertung relevante Änderungen mit sich:

1. Einführung einer Abgeltungsteuer in Höhe von 25% gemäß § 32d EStG
2. Übergang des Halbeinkünfteverfahrens zum Teileinkünfteverfahren
3. Einführung einer Thesaurierungsbegünstigung für die Mitunternehmerschafts-Besteuerung gemäß § 34a EStG
4. Besteuerung von Veräußerungsgewinnen auch für unwesentlich beteiligte Anteilseigner.

Ob die Berücksichtigung der Besteuerung auf Anteilseignerebene für eine Unternehmensbewertung überhaupt relevant ist, wird im IDW S 1 i.d.F. 2008 erstmals vom Bewertungsanlass abhängig gemacht, wobei zwischen mittelbarer und unmittelbarer Typisierung unterschieden wird.¹⁷⁶ Bei der mittelbaren Typisierung, die bei der objektivierten Unternehmensbewertung aufgrund unternehmerischer Initiativen (z.B. Kauf oder Verkauf eines Unternehmens) gelten soll, wird angenommen, dass die „Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativinvestition einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen“.¹⁷⁷ Da sich unter dieser Prämisse die persönliche Besteuerung nicht auf den Unternehmenswert auswirke, könne auf deren Berücksichtigung verzichtet werden.¹⁷⁸ Bei gesellschaftsrechtlichen oder vertraglich vereinbarten Bewertungsanlässen ist grundsätzlich eine unmittelbare Typisierung vorzunehmen, wobei auf die steuerlichen Verhältnisse eines bestimmten Typus von Anteilseigner abzustellen ist und die Konsequenzen der persönlichen Besteuerung grundsätzlich zu erfassen sind.¹⁷⁹ Die im Rahmen der mittelbaren Typisierung des IDW S 1 unterstellte Steueräquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage ist bei der Bewertung von Personengesellschaften grundsätzlich nicht erfüllt.¹⁸⁰

Während vor der Unternehmensteuerreform 2008 die Entnahmepolitik bei Personengesellschaften nicht thematisiert wurde, ist in der Literatur inzwischen erkannt worden, dass die Thesaurierungsbegünstigung gemäß § 34a Abs. 1 EStG¹⁸¹ zu einer wichtigen Variable der Steuerplanung geworden ist.¹⁸² Zur Typisierung der

¹⁷⁶ Vgl. Wagner/Saur/Willershausen (2008), S. 733; Kohl/Schilling (2008), S. 911 sowie auch Jonas (2008b).

¹⁷⁷ IDW (2008), Tz. 30.

¹⁷⁸ Vgl. IDW (2008), Tz. 30.

¹⁷⁹ Vgl. Wagner/Saur/Willershausen (2008), S. 734.

¹⁸⁰ Vgl. Wagner/Saur/Willershausen (2008), S. 734. Zur Berücksichtigung der Einkommensteuer bei der Bewertung von Personengesellschaften vgl. Popp (2008), S. 936 f.

¹⁸¹ Für nicht entnommene Gewinne kann auf der Ebene der Mitunternehmer eine begünstigte Besteuerung einbehaltener Gewinne beantragt werden, bei der zunächst eine persönliche Besteuerung gemäß § 34a Abs. 1 in Höhe von 28,25% zzgl. Solidaritätszuschlag erfolgt. Bei einer späteren Ausschüttung vormals nicht entnommener Beträge erfolgt gemäß §34a Abs. 4 eine Nachversteuerung mit 25% zuzüglich des Solidaritätszuschlags.

¹⁸² Vgl. dazu Patek (2007), S. 449 sowie Knirsch/Schanz (2008), S. 1234 f.

Entnahmepolitik bei der objektivierten Unternehmensbewertung von Personengesellschaften wird in der Literatur vorgeschlagen, einen steuerlich bedingten Mindestentnahmebetrag zugrunde zu legen, der für die Zahlung der Gewerbe- und Einkommensteuer benötigt wird.¹⁸³ Allerdings ist stark zu bezweifeln, ob die Prämisse einer steuer-bezogenen Mindestentnahme eine sachgerechte Typisierung bei der Bewertung von Personengesellschaften darstellt, da diese einen Null-Netto-Zufluss (NNZ) beim Eigentümer zur Folge hätte. Als alternativer Ansatzpunkt für die Entnahmepolitik könnte auch eine Orientierung an Optimalitätsüberlegungen der Eigentümer in Betracht kommen. Die Ausschüttungsquote und die Thesaurierungsdauer wären demnach unter Berücksichtigung des persönlichen Einkommensteuersatzes und der mit thesaurierten Beträgen erzielbaren Rendite auf Unternehmens- oder Eigentümerenebene zu bestimmen. Bei einem solchen Ansatz sind Typisierungen hinsichtlich der Ausschüttungsquote bzw. einer Mindestentnahme oder der Thesaurierungsdauer kritisch zu sehen, da sie die Optimalitätsbedingungen der Anteilseigner verletzen könnten. Wie in der Literatur gezeigt wurde, ist die Inanspruchnahme der Thesaurierungsbegünstigung bspw. in Abhängigkeit von der Höhe des persönlichen Einkommensteuersatzes,¹⁸⁴ der Thesaurierungsdauer und der Rendite des thesaurierten Betrags sehr differenziert zu beurteilen.¹⁸⁵

4.3 Kapitalmarkt-orientierte Risikoadjustierung

Im Rahmen der Risikoberücksichtigung anhand des (Tax-)CAPM bestehen zwei gravierende Problemkomplexe: Zum einen resultieren aus der Heranziehung des CAPM als Basismodell erhebliche Inkonsistenzen und Anwendungsprobleme. Zum anderen wirft die Verwendung des Tax-CAPM, d.h. die Erweiterung des CAPM-Konzeptes um den zusätzlichen Aspekt der Anteilseignerbesteuerung weitere, schwerwiegende Probleme auf. Die bestehenden Problemfelder lassen sich wie folgt systematisieren:

	Datengewinnung („Objektivierung“)	Normierung („Typisierung“)
Risiko-Parameter (CAPM)	(1)	(2)
Steuer-Parameter (Tax)	(3)	(4)

Tab. 11: Problemfelder im Kontext der Anwendung des (Tax-)CAPM zur Risikoberücksichtigung bei steuerrechtlich-geprägten Unternehmensbewertungen

Die Problemfelder (1) und (2) resultieren aus der Kapitalmarkt-Orientierung des CAPM und der für den Bewertungszweck erforderlichen typisierten Bestimmung der Risiko-Parameter.¹⁸⁶ Die beiden anderen Problemfelder (3) und (4) haben ihren Ursprung in der zusätzlichen, für den Bewertungszweck erforderlichen Berück-

¹⁸³ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2008), S. 449; Popp (2008), S. 936 f.

¹⁸⁴ Vgl. Ortman-Babel/Zipfel (2007).

¹⁸⁵ Vgl. dazu Knirsch/Schanz (2008), S. 1237 ff.

¹⁸⁶ Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel (2005), S. 290.

sichtigung der Anteilseigner-Besteuerung (einschließlich einer eventuell vorzunehmenden Typisierung) durch Heranziehung des Tax-CAPM.

4.3.1 Das (Standard-)CAPM als Basismodell kapitalmarkt-orientierter Risikoberücksichtigung

In der Grundform werden die risikoadjustierten Eigenkapitalkosten einer Unternehmung i gemäß CAPM wie folgt ermittelt:

$$\mu(r_i) = r_f + \beta_i \times (\mu(r_M) - r_f) \quad \text{mit} \quad \beta_i = \frac{\text{COV}(r_i; r_M)}{\sigma_M^2}, \quad (15)$$

wobei gilt: $\mu(r_i)$ = erwartete Rendite der Aktien der Unternehmung i , $\mu(r_M)$ = erwartete Rendite des Marktportfolios M , r_f = risikofreier Zins, $\text{cov}(r_i; r_M)$ = Kovarianz der Rendite der Aktien der Unternehmung i mit der Rendite des Marktportfolios M und σ_M^2 = Varianz der Rendite des Marktportfolios M .

Solchen auf Basis des CAPM abgeleiteten Kapitalkosten wird per se eine gewisse Objektivierung oder zumindest Willkürfreiheit unterstellt.¹⁸⁷ Allerdings ist fast in der gesamten betriebswirtschaftlichen und teilweise auch juristischen Literatur bereits erkannt worden, dass die meisten Annahmen des CAPM¹⁸⁸ als nicht realitätskonform einzustufen sind.¹⁸⁹ Dennoch erfreut sich dieses Modell in der Praxis der Unternehmensbewertung großer Beliebtheit und - wie bereits erläutert - wird seine Anwendung zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte gemäß IDW S 1 verlangt,¹⁹⁰ was sicherlich auch auf seine einfache Anwendbarkeit zurückzuführen ist.¹⁹¹

„Schlüsselgröße“¹⁹² des CAPM ist der unternehmensspezifische Betafaktor, interpretierbar als das „relative systematische Risiko“¹⁹³ der Unternehmung i , dessen Ermittlung mit immensen Ermessensspielräumen behaftet ist.¹⁹⁴ Soll ein unter Rückgriff auf die am Kapitalmarkt beobachtbaren Renditen börsennotierter Unternehmen

¹⁸⁷ Vgl. ausführlich zu dieser Problematik Böcking/Nowak (1998), S. 685 ff. und Baetge/Niemeyer/Kümmel (2005), S. 293 m.w.N.

¹⁸⁸ Vgl. zu den Annahmen Kruschwitz (2009), S. 369.

¹⁸⁹ Vgl. Böcking/Nowak (1998), S. 689 f. und Ballwieser (2008a), S. S105. Auch auf Basis empirischer Tests gilt das CAPM als nicht bestätigt; vgl. Ballwieser (2008a), S. S105 und Spremann (2007), S. 455 ff.

¹⁹⁰ Vgl. IDW (2008), Tz. 114 ff.

¹⁹¹ Vgl. Ballwieser (2008a), S. S105. Das Modell lässt sich leicht für eine Regressionsanalyse auf Basis von Vergangenheitsdaten zur Bestimmung von Risikoprämien und Kapitalkosten heranziehen, die anschließend im Rahmen einer prospektiv-ausgerichteten Unternehmensbewertung verwendet werden. Vgl. zur empirischen Anwendung Spremann (2007), S. 221 ff.

¹⁹² Spremann (2007), S. 185.

¹⁹³ Spremann (2007), S. 219.

¹⁹⁴ Vgl. ausführlich Dörschell/Franken/Schulte/Brütting (2008), S. 1153 ff. sowie Baetge/Niemeyer/Kümmel (2005), S. 294 f.; Ballwieser (2008a), S. S105 ff.; Böcking/Nowak (1998), S. 688f. und Wollny (2008), S. 320 f.

bestimmter Beta-Faktor auch für die Bewertung von KMU, d.h. insbesondere nicht-börsennotierter Unternehmen, verwendet werden,¹⁹⁵ wird auf ein in Bezug auf das Risiko vergleichbares Unternehmen (bzw. Gruppe von vergleichbaren Unternehmen, sog. Peer Group¹⁹⁶) am Kapitalmarkt rekurriert und ein unternehmensspezifischer Beta-Faktor mittels der sog. Analogie- oder Analyseansätze¹⁹⁷ hergeleitet.

Auch bei der Bestimmung der weiteren Modellparameter des CAPM eröffnen sich vielerlei Ermessensspielräume.¹⁹⁸ Diese erfordern Typisierungen, um die Bandbreite der möglichen Ausprägungen der Risiko-Parameter einzugrenzen. Zum einen müsste festgelegt werden, welcher risikofreie Basiszins unter Berücksichtigung der Empfehlungen des IDW¹⁹⁹ heranzuziehen ist. Für diesen werden derzeit Werte von 4,5% - 5% angenommen.²⁰⁰ Zum anderen müssten Typisierungen im Rahmen der Ermittlung der Markttrendite (als Proxy für das effiziente Marktportfolio), vorgenommen werden. Diese Problematik hat das IDW erkannt und die Freiheitsgrade dadurch „wegdefiniert“, dass die Verwendung einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5,0% vor Steuern solange empfohlen wird „bis neue empirische Erkenntnisse über die tatsächliche Höhe dieser Größe bekannt sind“²⁰¹, die mit Hilfe des unternehmensindividuellen Beta-Faktors anschließend in eine Unternehmens-Risikoprämie transformiert werden kann.²⁰² Da eine allgemeingültige Typisierung des unternehmensindividuellen Bestandteils des CAPM, des Beta-Faktors, per definitionem ausscheidet, kann diesbezüglich nur eine Empfehlung zu dessen Bestimmung oder Herleitung gegeben werden, durch die ein gewisser Standardisierungsgrad erreicht werden soll.²⁰³

Insgesamt wird deutlich, dass mit Hilfe des CAPM ermittelte Risikoprämien aufgrund der vielfältigen Ermessensspielräume nicht als „wirklich“ objektiviert oder typisiert bezeichnet werden können,²⁰⁴ es erfolgt lediglich eine „Scheintypisierung“.²⁰⁵

¹⁹⁵ Sofern nicht auf Alternativkonzepte wie z. B. die Kapitalmarktlinie zurückgegriffen wird; vgl. hierzu Abschnitt 4.3.2.

¹⁹⁶ Vgl. Dinstuhl (2003), S. 236 und Wollny (2008), S. 321 ff.

¹⁹⁷ Vgl. Dinstuhl (2003), S. 235 ff., wobei sich die Erläuterungen auf die Bewertung von Segmenten beziehen, die den Bewerter allerdings vor ähnliche Probleme in Bezug auf die Herleitung der Betafaktoren stellt. Prinzipiell können einzelne Unternehmen, Gruppen von Unternehmen oder alle Unternehmen einer Branche als Proxy für ein vergleichbares Unternehmen in Frage kommen. Allerdings ist generell in diesem Kontext fraglich, welches Unternehmen überhaupt als vergleichbar angesehen werden kann. Hierzu kann man Differenzierungsparameter, durch die bereits ein gewisser Objektivierungsgrad erreicht wird, wie die zugehörige Branche (Bestimmung von Branchen-Betas) oder die Unternehmensgröße (Bestimmung von Size-Betas) heranziehen.

¹⁹⁸ Vgl. zum risikofreien Zinssatz IDW (2008), Tz. 116 f. sowie Dörschell/Franken/Schulte (2008), S. 446 und Hachmeister/Wiese (2009), S. 54 ff. Zur Bestimmung der Marktrisikoprämie vgl. z. B. Baetge/Niemeyer/Kümmel (2005), S. 294 f.; Ballwieser (2008), S. S106. und Dörschell/Franken/Schulte/Brütting (2008), S. 1156 ff.

¹⁹⁹ Vgl. IDW (2008), Tz. 116 f.

²⁰⁰ Vgl. Kohl/Schilling (2008), S. 912 und Wagner/Saur/Willershausen (2008), S. 746.

²⁰¹ Kohl/Schilling (2008), S. 912. Vgl. hierzu Wagner/Saur/Willershausen (2008), S. 741.

²⁰² Vgl. IDW (2008), Tz. 120 f.

²⁰³ Vgl. IDW (2008), Tz. 121.

²⁰⁴ Vgl. auch Böcking/Nowak (1998), S. 690.

²⁰⁵ Böcking/Nowak (1998), S. 690.

Als Alternativkonzept zur Überwindung der Mängel, die mit der Anwendung des CAPM bei Unternehmensbewertungen verbunden sind, erfreut sich die Bestimmung von ex-ante Eigenkapitalkosten in der Literatur einer immer größeren Beliebtheit, wobei Aktienkursdaten und Prognosen von Finanzanalysten modellgestützt verwendet werden, um für börsennotierte Unternehmen die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber auf Basis zukunfts-bezogener Risikoprämien zu ermitteln.²⁰⁶

4.3.2 Einbezug der Anteilseignerbesteuerung: Das Tax-CAPM

Sollen die Risikoparameter unter Einbezug der Effekte aus der Anteilseigner-Besteuerung ermittelt werden, so ist das Tax-CAPM anzuwenden,²⁰⁷ welches im Jahr 2005 gleichzeitig mit der Kodifizierung des veränderten Konzeptes zur Bestimmung der Alternativinvestition, d.h. weg von festverzinslichen Wertpapieren, hin zu einem Aktienportfolio, im Standard IDW S 1 etabliert wurde.²⁰⁸

Die erwartete Rendite einer Unternehmung i unter Berücksichtigung der Unternehmensteuerreform 2008 ergibt sich wie folgt:

$$\mu(r_{i,s}) = r_f(1-s_{AS}) + \beta_i \times (\mu(r_M) - r_f(1-s_{AS}) - d_M \times s_{AS} - k_M \times s_{eff}),^{209} \quad (16)$$

wobei gilt: $\mu(r_{i,s})$ = erwartete Rendite der Aktie der Unternehmung i unter Berücksichtigung der persönlichen Besteuerung, s_{AS} = Abgeltungsteuersatz in Höhe von 25% bzw. 26,25% inkl. Solidaritätszuschlag, d_M = Dividendenrendite des Marktportfolios M , k_M = Kursgewinnrendite des Marktportfolios M , und s_{eff} = effektiver Steuersatz auf Veräußerungsgewinne bei Anteilsverkäufen unter Beachtung von potenziellen Steuerstundungseffekten.²¹⁰

Auch im Kontext der Anwendung des Tax-CAPM muss die empirische Beobachtbarkeit der notwendigen Daten problematisiert werden. Bereits das Halbeinkünfteverfahren machte eine Aufteilung der Wertpapierrendite in die Komponenten Dividende und Kursgewinn erforderlich. Fraglich ist allerdings, welche empirischen Anhaltspunkte für eine konkrete Aufteilung bestehen. Die Notwendigkeit einer Aufteilung existiert auch weiterhin im Rahmen der Unternehmensteuerreform 2008, da die effektiv unterschiedlichen Konsequenzen der Besteuerung von Dividenden und der Besteuerung von Kursgewinnen beachtet werden müssen. Zur Lösung dieses Aufteilungsproblems schlägt das IDW die Bestimmung der Rendite-Komponenten Dividendenrendite und Kursgewinnrendite vor.

²⁰⁶ Vgl. Ballwieser (2008a), S. S107 m.w.N. sowie Dirrigl (2008), S. 86 f. im Rahmen des Value Reporting.

²⁰⁷ Vgl. IDW (2008), S. 119 ff. und z. B. Wollny (2008), S. 311 ff.

²⁰⁸ Vgl. IDW (2005), Tz. 100 ff.

²⁰⁹ In Anlehnung an Wiese (2007), S. 369 und Wollny, S. 316. Zur Problematik der Übertragung des Einperioden-Tax-CAPM auf ein mehrperiodiges Modell vgl. Wiese (2007), S. 370 ff.

²¹⁰ Zur Herleitung und Bestimmung vgl. Wiese (2007), S. 370 f.

Die Dividendenrendite ist definiert als $\frac{\text{Dividende}_t}{\text{Aktienkurs}_t}$ ²¹¹ und wird in den einschlägigen Veröffentlichungen zu Börsendaten²¹² routinemäßig ausgewiesen. Als zweite Komponente wird die Kursgewinnrendite definiert als $\frac{\text{Aktienkurs}_t - \text{Aktienkurs}_{t-1}}{\text{Aktienkurs}_{t-1}}$.

An eine konkrete Aufteilung auf Dividendenrendite und Kursgewinnrendite anknüpfend, kann eine Typisierung der Steuerparameter erfolgen, d.h. es ist festzulegen, mit welchem Steuersatz die Dividendenrendite und mit welchem die Kursgewinnrendite zu belegen ist.

Bezüglich der Dividendenrendite galt im Halbeinkünfteverfahren ein typisierter Einkommensteuersatz von 35%.²¹³ Im Kontext der Unternehmensteuerreform besteht dieses Typisierungsproblem für Anteile an Kapitalgesellschaften nicht mehr, hier ist der Abgeltungsteuersatz in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag heranzuziehen. Insoweit hat also eine Problemreduktion stattgefunden, wohingegen sich bezüglich der Kursgewinnrendite ein neues Problemfeld eröffnet: Etwaige Kursgewinne sind zwar zu 100% steuerpflichtig, jedoch ergeben sich, je nachdem, in welchen zeitlichen Abständen die Realisierung solcher Gewinne stattfindet, Steuerstundungseffekte, so dass nicht der nominale Steuersatz auf Kursgewinne (in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag), sondern ein effektiver, reduzierter anzusetzen ist.²¹⁴

Daher sind typisierende Annahmen über die Haltedauer von Anteilen an Unternehmen zu treffen.²¹⁵ Hierzu wird in der Literatur - in Anlehnung an US-amerikanische Studien - vorgeschlagen, den hälftigen nominalen Steuersatz heranzuziehen, was eine Haltedauer von ungefähr 30 Jahren, abhängig von der angenommenen Kurswachstumsrate,²¹⁶ impliziert.²¹⁷

²¹¹ In praxi erfolgt die Ermittlung solcher Dividendenrenditen i.d.R. auf Basis zum Zeitpunkt t geschätzter Dividendenrenditen, die in Beziehung zum Aktienkurs desselben Zeitpunkts gesetzt werden; vgl. z. B. Börse Online, Heft 12/2009, ab S. 65.

²¹² Vgl. z.B. die Datenbank in der Zeitschrift Börse Online, Heft 12/2009, S. 65 f.

²¹³ Die Problematik einer solchen Typisierung im Zusammenhang mit der objektivierten Bewertung von Personengesellschaften wurde bereits in der Literatur thematisiert, vgl. dazu Dörschell/Franken/Schulte (2008), S. 449 und Popp (2008), S. 937 f. Zu den resultierenden Problemen bei einer Festsetzung des Steuersatzes auf 35 % vgl. auch Maiterth/Müller/Broekelschen (2008), S. 241 ff. und Heintzen/Kruschwitz/Löffler/Maiterth (2008), S. 275 ff.

²¹⁴ Vgl. Wiese (2007), S. 370 f.

²¹⁵ Im Normalfall ist somit davon auszugehen, dass die Marktrisiko-Prämien durch die Unternehmensteuerreform sinken werden; vgl. Jonas (2008a), S. S122 und Wollny (2008), S. 323.

²¹⁶ Vgl. Wiese (2007), S. 371.

²¹⁷ Vgl. Jonas (2008a), S. S121; Jonas (2008b), S. 830 f.; Dörschell/Franken/Schulte (2008), S. 449.

4.3.3 Problematik der Unterdiversifizierung im Rahmen (steuer)rechtlicher Bewertungsanlässe

Aufgrund der beschriebenen Ermessensspielräume, die bei der Festlegung der relevanten Parameter des (Tax-)CAPM bestehen, wird die oftmals per se angenommene „Objektivierung“ der Risikoprämie und vielleicht sogar die Verwendung des Modells überhaupt, insbesondere bei rechtlich-geprägten Bewertungsanlässen, in Frage gestellt.²¹⁸ Wird (dennoch) die Anwendung eines Konzeptes für steuerliche Bewertungsanlässe empfohlen, so müssen die folgenden Voraussetzungen erfüllt sein:

1. Das Modell muss adäquat, d.h. für den vorliegenden Verwendungszweck passend sein.
2. Die im Modell vorgesehenen (kapitalmarkt-bezogenen) Parameter müssen quantifizierbar sein.

Bezüglich der ersten Voraussetzung, d.h. der Angemessenheit des Konzeptes, ist zu fordern, dass das propagierte Modell des CAPM zum einen für börsennotierte Unternehmen, aber auch für nicht-börsennotierte Unternehmen, insb. KMU, die häufig in der Literatur als „Besonderheit“ bezeichnet werden, adäquat sein müsste.

In Bezug auf börsennotierte Unternehmen scheint eine grundsätzliche Anwendungsmöglichkeit gegeben zu sein, da zum einen die Annahme der vollständigen Risikodiversifizierung des Anteilseigners theoretisch möglich ist und zum anderen unternehmensspezifische Daten am Kapitalmarkt beobachtet werden können. Bei nicht-börsennotierten Unternehmen ist - wie im Folgenden verdeutlicht wird - eine Adäquatheit des Modells bereits grundsätzlich in Zweifel zu ziehen. Dieses Problem ist umso gravierender, als es sich bei den KMU de facto nicht um eine „Besonderheit“, sondern um die Mehrheit der deutschen Unternehmen handelt.²¹⁹ Das Hauptproblem der KMU in Bezug auf eine Anwendbarkeit des CAPM ist darin zu sehen, dass solche Unternehmen meist nicht an der Börse notiert sind (SDAX ausgenommen), was eine Beobachtbarkeit der Unternehmensrenditen, die zur Bestimmung spezifischer Risiko-Parameter benötigt werden, ausschließt.²²⁰ Weiterhin unterstellt das CAPM stets einen vollständig diversifizierten Investor und sieht daher über die Risikoprämie nur eine Vergütung für das übernommene systematische Risiko vor.²²¹ Die damit implizit unterstellte, perfekte Diversifikations-

²¹⁸ Vgl. hierzu die treffende Feststellung von Brück/Sinewe (2008), S. 55: „Allerdings darf dabei [bei der Ableitung des Risikozuschlags aus Aktienportfolios mit mathematischer Exaktheit, Anm. des Verfassers] nicht übersehen werden, dass die Ungenauigkeit dieser Vorgehensweise darin besteht, ein entsprechendes Referenzportfolio zu definieren. Die Methode des Risikozuschlags führt in der Praxis somit in vielen Fällen zu einer Scheingenauigkeit.“

²¹⁹ Vgl. Kapitel 2.

²²⁰ Vgl. Jonas (2008a), S. S117.

²²¹ Vgl. Wollny (2008), S. 295 ff. Dadurch sind die nach dem CAPM ermittelten Eigenkapitalkosten im Bezug auf KMU zu niedrig. Diese Tatsache lässt sich auch anhand des GEX belegen, für den in der Vergangenheit vielfach positivere Entwicklungen als für den DAX zu verzeichnen waren; vgl. Kaserer et al. (2006), S. 12.

möglichkeit bietet sich dem „typischen“ Eigentümer eines KMU, aus verschiedenen Ursachen resultierend, jedoch nicht, er ist i.d.R. unterdiversifiziert.²²²

In der jüngeren Literatur wird, dieses Problem zu Kenntnis nehmend, vorgeschlagen, die „Anwendungsprobleme“ des CAPM im Kontext von Bewertungen von KMU unter Rückgriff auf das Konzept der Kapitalmarktlinie zu überwinden,²²³ so dass sich die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber von KMU wie folgt ergibt:

$$\mu(r_{i,KML}) = r_f + \frac{\sigma_i}{\sigma_M} \times (\mu(r_M) - r_f),^{224} \quad (17)$$

wobei gilt: $\mu(r_{i,KML})$ = erwartete Rendite der Anteile am Unternehmen i im Konzept der Kapitalmarktlinie, σ_i = Standardabweichung der Rendite der Anteile am Unternehmen i und σ_M = Standardabweichung der Renditen des Marktportfolios M.

In dieser modifizierten Variante wird die Renditeforderung des Anteilseigners eines KMU i demnach so festgelegt, dass der Beta-Faktor gemäß CAPM durch das Verhältnis von Standardabweichung der Rendite des KMU i und Standardabweichung der Rendite des Marktportfolios ersetzt wird. Dieser Ansatz führt im Normalfall zu wesentlich höheren Risikozuschlägen, um die Unterdiversifizierung abzugelten.²²⁵ Auf Basis der folgenden Beispielsrechnung sollen die Veränderungen der Kapitalkosten aufgrund angepasster Risikozuschläge und deren Implikationen für den Unternehmenswert illustriert werden. Dies erfolgt anhand der Daten von vier DAX-Unternehmen, wobei in einem ersten Schritt der DAX selbst und in einem zweiten Schritt der SDAX als relevantes Marktportfolio herangezogen wird. Sofern für die Marktrisikoprämie ein Wert von 5% angenommen wird, ergeben sich die in der folgenden Tabelle dargestellten Risikozuschläge:²²⁶

²²² Vgl. Balz/Bordemann (2007), S. 737; Brück/Sinewe (2008), S. 55 und Kratz/Wangler (2005), S. 169 ff.

²²³ Vgl. zur Kapitalmarktlinie allgemein z. B. Spremann (2007), S. 250 ff.; Balz/Bordemann gehen davon aus, dass ein rationaler Investor in der Modellwelt des CAPM immer ein effizientes Portfolio aus den Bestandteilen Marktportfolio und risikofreie Anlage bilden wird, so dass alle möglichen Kombinationen genau über die Kapitalmarktlinie erfasst werden; vgl. Balz/Bordemann (2007), S. 741 und Kratz/Wangler (2005), S. 169 ff.; Streng genommen erfolgt an dieser Stelle somit ein Konzeptwechsel.

²²⁴ Vgl. Kratz/Wangler (2005), S. 169 ff. und Balz/Bordemann (2007), S. 741 zur detaillierten Herleitung. Vgl. auch Jonas (2008a), S. S120 mit weiteren Erläuterungen. In der Literatur finden sich bereits Weiterentwicklungen und Verfeinerungen dieses Ansatzes; vgl. Gleißner/Wolfrum (2008), S. 602 ff.

²²⁵ Vgl. Balz/Bordemann (2007), S. 741 f. und Gleißner/Wolfrum (2008), S. 605.

²²⁶ Für die Berechnung wurden für die vier Unternehmen die in der Zeitschrift Börse Online, Heft 12/2009, S.65 f. veröffentlichten Daten verwendet.

I. σ_M (DAX) = 47,55%				II. σ_M (SDAX) = 31,02%			
i	σ_i	σ_i/σ_M	Risikozuschlag	i	σ_i	σ_i/σ_M	Risikozuschlag
Adidas	57,44%	1,21	6,04%	Adidas	57,44%	1,85	9,26%
BASF	74,38%	1,56	7,82%	BASF	74,38%	2,40	11,99%
Bayer	52,41%	1,10	5,51%	Bayer	52,41%	1,69	8,45%
Merck	43,24%	0,91	4,55%	Merck	43,24%	1,39	6,97%

Tab.12: Risikozuschläge ausgewählter DAX-Unternehmen bei Anwendung des KML-Konzepts, Referenzportfolio DAX bzw. SDAX

Die auf dieser modifizierten Basis für variierende Standardabweichungen der Unternehmen (σ_i) ermittelten Risikozuschläge, die je nach herangezogenem Marktportfolio erhebliche Diskrepanzen aufweisen, werden im Folgenden mit denen verglichen, die sich gemäß dem Standard-CAPM auf Basis variierender Beta-Faktoren (β) ergeben würden. Gemäß den beiden Konzepten werden die folgenden Eigenkapitalkostensätze berechnet:²²⁷

I. CAPM				II. KML			
β	0,50	1,00	1,50	σ_i	25,00%	50,00%	75,00%
Risikozuschlag	2,50%	5,00%	7,50%	Risikozuschlag	6,25%	12,50%	18,75%
r_{EK}	6,50%	9,00%	11,50%	r_{EK}	10,25%	16,50%	22,75%

Tab. 13: Eigenkapitalkosten bei Anwendung des CAPM bzw. des KML-Konzepts

Die relativen Differenzen der Eigenkapitalkosten auf Basis der KML bzw. des CAPM weisen folgende Höhen auf:

$\beta \backslash \sigma_i$		25,00%	50,00%	75,00%
0,50	0,50	3,75%	10,00%	16,25%
	1,00	1,25%	7,50%	13,75%
	1,50	-1,25%	5,00%	11,25%

Tab. 14: Veränderungen der Eigenkapitalkosten im Konzept der KML im Vergleich zum Standard-CAPM

Aus den relativen Differenzen resultieren die folgenden Wertabschläge:²²⁸

$\beta \backslash \sigma_i$		25,00%	50,00%	75,00%
0,50	0,50	58,54%	96,97%	114,29%
	1,00	9,76%	36,36%	48,35%
	1,50	-6,50%	16,16%	26,37%

Tab. 15: Veränderung des Wertabschlages im Konzept der KML im Vergleich zum Standard-CAPM

²²⁷ Bei diesen Berechnungen wird ein risikofreier Zinssatz in Höhe von 4 % und eine Standardabweichung des Marktportfolios von 20 % angenommen.

²²⁸ Zu beachten ist, dass die Veränderung des Wertabschlages in zwei Richtungen erfolgen kann. Ist die Veränderung positiv, so nimmt der Wertabschlag zu und vice versa.

Die Berechnung eines solchen zusätzlichen Wertabschlages ergibt sich z. B. in der Konstellation $\beta = 1,00$ und $\sigma_i = 50\%$ gemäß der folgenden Formel:

$$\frac{\frac{1}{\mu(r_{i;KML})} - \frac{1}{\mu(r_i)}}{\frac{1}{\mu(r_i)} - r_f} = \frac{\frac{1}{16,50\%} - \frac{1}{9,00\%}}{\frac{1}{9,00\%} - \frac{1}{4,00\%}} = 36,36\% . \quad (18)$$

Der Ausdruck im Zähler stellt den zusätzlichen, auf Basis der Kapitalmarktlinie vorgenommenen Wertabschlag, resultierend aus dem veränderten Risikozuschlag dar. Dieser wird ins Verhältnis gesetzt zu dem „Standard-Risikozuschlag“ bei Anwendung des CAPM.

Die hier analysierten Problemkomplexe im Zusammenhang mit einer Heranziehung des Standard-CAPM im Rahmen rechtsgeprägter Unternehmensbewertungen sind auch bereits in der juristischen Literatur erkannt worden.²²⁹ Um an dieser Stelle mit den Worten Großfelds zu sprechen, ist der „vermeintliche“ Nutzen des CAPM wie folgt in Frage zu stellen: „Was bringt der Vergleich einer Insidersicht beim zu bewertenden Unternehmen mit einer Außensicht bei Vergleichsobjekten, wenn die verbindende Grundannahme (vollkommener Kapitalmarkt) ‚wirklichkeitsfremd‘ ist?“²³⁰

Wird dieses Modell dennoch bei rechtlich-geprägten Bewertungsanlässen herangezogen, so besteht auch in juristischen Beiträgen zu diesem Aspekt Einigkeit darüber, dass eine sachgerechte Anwendung Typisierungen erfordert.²³¹ Die Festlegung von Typisierungen befindet sich jedoch in einem Spannungsfeld zwischen Einzelfallgerechtigkeit und Rechtssicherheit.²³² Bildlich gesprochen, ist bei Auswahl einer Typisierung anlassspezifisch genau auszutarieren, wie viel Gewicht in die Waagschale der Einzelfallgerechtigkeit und wie viel in die Waagschale der Rechtssicherheit gelegt werden muss/darf. Ohne diesen Aspekt an dieser Stelle im Detail ausführen zu können, ist anzunehmen, dass der Einzelfallgerechtigkeit im steuerrechtlichen Kontext eine größere Bedeutung als der Rechtssicherheit zukommen müsste. Auch wenn das Bundesverfassungsgericht in steuerlichen Massenverfahren Typisierungen für erforderlich hält, so dürfen sie nicht zu Lasten des Steuerpflichtigen gehen.²³³ Das Bundesverfassungsgericht fordert im Rahmen der Bewertung lediglich, einen „Annäherungswert an den gemeinen Wert“²³⁴ des Vermögens zu ermitteln.²³⁵

²²⁹ Vgl. Hüttemann (2007), S. 812 ff. und Paulsen (2008), S. S109 ff.

²³⁰ Großfeld (2009), S. 198.

²³¹ Vgl. z. B. Paulsen (2008), S. S113.

²³² Vgl. Paulsen (2008), S. S110.

²³³ Vgl. BVerfG vom 07.01.2006, 1BvL 10/02, Tz. 96.

²³⁴ Vgl. BVerfG vom 07.01.2006, 1BvL 10/02, Tz. 110.

²³⁵ Das Prinzip der „Annäherung“ wird auch in der Literatur in mehreren Beiträgen insofern berücksichtigt, als gefordert wird, dass im Zuge der Anwendung eines Bewertungsmodells zur Ermittlung des Vermögenswertes Risikoabschläge zu berücksichtigen sind; vgl. Raupach (2007), S. 2040 und Seer (2009), S. 228.

Solche Forderungen können mit dem CAPM kaum zufriedenstellend erreicht werden. Aufgrund der Unterstellung einer Risikodiversifizierung des Investors werden (ggf.) zu niedrige Risikoprämien errechnet, aus denen zu geringe Wertabschläge resultieren (können), so dass - quasi im Umkehrschluss - ggf. zu hohe steuerliche Bemessungsgrundlagen ermittelt werden. Als weiterer werterhöhender Einflussfaktor kommt hinzu, dass in kapitalmarkttheoretischen (Gleichgewichts-)Modellen für die Berücksichtigung von „Überrenditen“ der Alternativinvestition bereits konzeptionell kein Ansatzpunkt gegeben ist, weshalb die als Kapitalisierungszinssatz fungierenden Kapitalkosten zu niedrig angesetzt werden.

Über die beschriebene Nicht-Eignung des CAPM für rechtlich-normierte Anlässe der Unternehmensbewertung könnte man „großzügig“ hinwegsehen, sofern es keinerlei Alternativen zur Berücksichtigung des Risikos gemäß CAPM geben würde. Obwohl dies in der Literatur oft behauptet wurde, ist solchen Feststellungen hier vehement zu widersprechen. Wie oben gezeigt wurde, steht mit der Bestimmung von Sicherheitsäquivalenten auf Basis des μ, σ -Prinzips eine adäquate Vorgehensweise zur Berücksichtigung des Risikos bei solchen Anlässen zur Verfügung, die zudem den Vorteil der Transparenz aufweist.

Nachdem bereits das Denken in Wahrscheinlichkeitsverteilungen und Szenario-Strukturen für die Prognose von Zahlungsüberschüssen in die Literatur zur objektivierten Unternehmensbewertung Einzug gehalten hat,²³⁶ erscheint es konsequent, auch den letzten erforderlichen Schritt zu tun, und die Sicherheitsäquivalentmethode bei solchen Bewertungsanlässen anzuwenden.

4.4 Eignung der objektivierten Bewertungskonzeption (IDW S 1) für (erbschaft)steuerliche Zwecke

Abschließend ist zu untersuchen, inwiefern die oftmals in der Literatur empfohlene Heranziehung des IDW S 1 für steuerliche Bewertungszwecke als zweckadäquat zu beurteilen ist.

4.4.1 IDW S 1 als Rahmenkonzept zur Unternehmensbewertung

Im Rahmen einer solchen Würdigung dieses Standards ist zunächst festzustellen, dass der IDW S 1 (lediglich) einen Standard-Rahmen für Wirtschaftsprüfer zur Ermittlung von Unternehmenswerten, die als „objektiviert“ bezeichnet werden, darstellt. Zentrale Merkmale dieses Rahmenkonzeptes für Unternehmensbewertungen sind die folgenden:

²³⁶ Vgl. Wollny (2008), S. 243 ff.

1. Der typische Anwendungsfall einer Bewertung anhand des IDW S 1 stellt eine gesellschaftsrechtlich geprägte Bewertung eines Minderheitenanteils an einer Aktiengesellschaft bei einem Eigentumswechsel dar.
2. Bezüglich der Risikosituation des Eigentümers wird eine vollständige Risikodiversifikation unterstellt.
3. Es sind die steuerlichen Rahmenbedingungen einer deutschen Kapitalgesellschaft gegeben.

Daher wird bereits an dieser Stelle deutlich, dass ein solcher Rahmen nicht bei jedem Bewertungsanlass ins Bild passen kann. Seine Adäquanz ist bei jedem Bewertungsanlass mit rechtlichem Hintergrund individuell und differenziert zu überprüfen. Wird eine grundsätzliche Eignung bejaht, so ist zu konkretisieren, welche Elemente des Standards als anwendbar einzustufen sind. Dem IDW selbst ist dieses „Manko“ einer fehlenden Universalität bereits bekannt, womit sich die Existenz von „Ergänzungs-Standards“ wie dem IDW RS HFA 10 oder dem IDW RS HFA 16 erklären lässt.

Der IDW RS HFA 16 ist als „Spezial-Bewertungsrahmen“, der entsprechende Konkretisierungen beinhaltet, für Bewertungen im Rahmen von (konzern) bilanzrechtlichen Anlässen heranzuziehen, bei denen die Überprüfung der Werthaltigkeit bestimmter Bilanzpositionen, insbesondere des Goodwills, erfolgt.²³⁷

Ist hingegen eine Bewertung von Beteiligungen im Kontext des handelsbilanziellen Einzelabschlusses vorzunehmen, so stellt der IDW RS HFA 10 den ergänzenden Bewertungsrahmen dar, dessen Eignung situationsspezifisch untersucht werden muss.²³⁸ Wie bereits in mehreren Literaturbeiträgen zu diesem Bewertungsanlass erkannt wurde, ist eine solche Bewertung subjektiv-orientiert²³⁹ und weist eine große Ähnlichkeit zu steuerrechtlichen Bewertungsanlässen auf. Zudem sind bei einer solchen Grundausrichtung Parallelen zu dem oben dargestellten Standard-Ertragswertverfahren gegeben. Somit ist aus dieser subjektiven Perspektive erneut zu analysieren, ob für den Einbezug der Alternativinvestition die Verwendung des CAPM als zweckmäßig zu erachten ist, oder ob nicht eher der Rekurs auf eine andere Beteiligung als Alternative als zweckadäquat zu qualifizieren ist.

Zudem ist zu prüfen, ob die spezielle Bewertungskonzeption des IDW RS HFA 10 für Beteiligungen auch Ausstrahlungswirkungen auf andere, rechtlich-geprägte Bewertungsanlässe haben könnte,²⁴⁰ was eine Differenzierung dieser Kategorie von Anlässen erfordert.

²³⁷ Vgl. zu dieser Thematik Schumann (2008) und Dirrigl (2008), S. 90 ff.

²³⁸ Eine solche Eignungsanalyse wurde bereits umfassend von Eppinger (2008) vorgenommen.

²³⁹ Vgl. z. B. Franken/Schulte (2003), S. 2676.

²⁴⁰ Vgl. detailliert Franken/Schulte (2003), S. 2676 f.

4.4.2 Eignung des IDW S 1 im Kontext rechtlich-geprägter Bewertungsanlässe

4.4.2.1 Bewertungsanlässe mit gesellschaftsrechtlichem Hintergrund

Bei gesellschaftsrechtlich-geprägten Bewertungsanlässen, z.B. Bewertungen aufgrund von § 305 AktG, handelt es sich im Regelfall um Bewertungen im Kontext eines Eigentumswechsels von Anteilen an einer Aktiengesellschaft. Es ist eine angemessene Abfindung zu bestimmen, wobei, insbesondere im Falle eines zwangsweisen Ausscheidens von Gesellschaftern²⁴¹, eine deutliche Divergenz der Interessen der beteiligten Parteien, des Mehrheits- und der Minderheitsgesellschafter, zu konstatieren ist.²⁴² Daher sind diese Bewertungen stets von dem Schutzgedanken für den Minderheitsgesellschafter geleitet und zielen in Übereinstimmung mit den Urteilen des Bundesverfassungsgerichts²⁴³ auf die Festlegung eines „nach unten“²⁴⁴ begrenzten Unternehmenswerts ab. Für den üblichen Fall, dass der Abfindungsanspruch quotial vom Unternehmenswert abgeleitet wird, korrespondiert ein hoher Unternehmenswert mit einer hohen Abfindung. Tendenziell wird somit eher ein hoher Unternehmenswert zu ermitteln sein, um der Restriktion des Minderheitenschutzes zu genügen.

Auf der Ebene der Erfolgsprognose einer Unternehmensbewertung kann ein solches Ziel erreicht werden, indem die Minderheitsgesellschafter z. B. an den Synergieeffekten partizipieren.²⁴⁵ Der Kapitalisierungszinsfuß hat eine konträre Wirkung: Je höher dieser gewählt wird, desto niedriger ist der Unternehmenswert. Daher ist es in dieser Situation vorteilhaft, sich für die Festlegung der Alternativinvestition an einem Konzept zu orientieren, das einen möglichst niedrigen Kalkulationszinsfuß „generiert“. Hierfür erscheint das CAPM mit all seinen oben dargestellten Mängeln, vielleicht sogar gerade deswegen, als geeignet.²⁴⁶

Es lässt sich damit resümieren, dass eine Wertbestimmung gemäß IDW S 1 zum typischen Anwendungsfall gesellschaftsrechtlicher Bewertungsanlässe und dessen wesentlichen Eigenschaften kompatibel erscheint.

Allerdings sind bei Anlässen mit gesellschaftsrechtlichem Hintergrund Bewertungsobjekte nicht ausschließlich Anteile an Kapitalgesellschaften, es können auch objektivierte Bewertungen von Personengesellschaften zur Ermittlung von Abfindungs- und Ausgleichsansprüchen vorzunehmen sein.²⁴⁷

²⁴¹ Ein solcher Anwendungsfall ist z. B. im Rahmen eines Squeeze-Out gemäß §§ 327a-f AktG gegeben.

²⁴² Vgl. Franken/Schulte (2003), S. 2677.

²⁴³ Vgl. hierzu BVerfG vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = DB 1999, 1693 = ZIP 1999, 1436 = NZG 1999, 931 = DStR 1999, 1408 = EWiR Art. 14 GG 2/99, 751 (Neye).

²⁴⁴ Franken/Schulte (2003), S. 2677.

²⁴⁵ Vgl. Dirrigl (1990), S. 185 ff.

²⁴⁶ Vgl. Kuhner (2007), S. 827 f.

²⁴⁷ Vgl. Wagner (2007), S. 929 ff.

In Literaturbeiträgen zu diesem Thema²⁴⁸ werden oftmals Mischungen bewertungsrelevanter Elemente von Personen- und Kapitalgesellschaften vorgenommen, aus denen sich Inkonsistenzen für die Bewertung ergeben: So wird der Kapitalisierungszinssatz in Anlehnung an IDW S 1 wie für Anteile an Kapitalgesellschaften unter Heranziehung eines Aktienportfolios als Alternativanlage in Kombination mit Überlegungen zur typisierten Haltedauer dieser Anteile hergeleitet. Dieser Zinssatz wird anschließend mit dem für Personengesellschaften geltenden Steuerregime und z. B. einer „Mindestentnahme-Prämisse“ aufgrund der Einführung der Thesaurierungsbegünstigung gem. § 34a EStG²⁴⁹ verbunden, was bedeutet, dass eine Analogie zu den Erfolgskomponenten von börsennotierten Aktien, mit einer Aufspaltung in Dividendenrendite und Kursgewinnrendite, erfolgt.²⁵⁰

4.4.2.2 Bewertungsanlässe mit steuerrechtlichem Hintergrund

Die Bewertungssituation von (erbschaft)steuerlichen Anlässen unterscheidet sich wesentlich von denen mit gesellschaftsrechtlichem Hintergrund. So liegt kein zwingender, tatsächlicher Eigentumswechsel von Gesellschaftsanteilen vor, es geht hier ausschließlich um die Bestimmung der steuerlichen Bemessungsgrundlage (für den Erbanfall). Außerdem ist nur im seltensten Fall das Bewertungsobjekt ein Minderheitenanteil, sondern eher ein Objekt mit Paketcharakter. Weiterhin ist eine Situation der vollständigen Risikodiversifikation des Eigentümers bei den steuerrechtlichen Anlässen eher unwahrscheinlich, da im Regelfall Bewertungen von KMU vorzunehmen sind, deren Eigentümer i.d.R. unterdiversifiziert sind. Meist sind Personengesellschaften zu bewerten, deren steuerliche Rahmenbedingungen Unterschiede gegenüber Kapitalgesellschaften aufweisen. Steuerrechtliche Bewertungsanlässe sind somit in Abhängigkeit der Merkmale des zu bewertenden Unternehmens situationsspezifisch zu differenzieren.

Aus der Unterschiedlichkeit der zugrunde liegenden Bewertungssituation folgt auch ein anderes Bewertungsziel steuerrechtlicher Anlässe im Vergleich zu gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen. Dem Fiskus kann unzweifelhaft keine schutzbedürftige Minderheits-Position zugestanden werden, so dass die Ermittlung möglichst hoher Unternehmenswerte nicht angebracht erscheint. Ganz im Gegenteil: Hier geht es darum, den Steuerpflichtigen vor der Festsetzung einer zu hohen Steuerbemessungsgrundlage zu schützen und ein Korrektiv zur Bewertung aus Sicht der Finanzverwaltung vorzusehen. Der relevante Schutzgedanke bezieht sich also

²⁴⁸ Vgl. z. B. Popp (2008).

²⁴⁹ Vgl. hierzu Abschnitt 4.2 dieses Beitrags.

²⁵⁰ Allerdings impliziert die Annahme einer Dividendenrendite bei einer Kapitalgesellschaft, dass ein positiver Netto-Zufluss beim Aktionär vorliegt, wohingegen die „Mindestentnahme-Prämisse“ bei Personengesellschaften unterstellt, dass eine Ausschüttung lediglich zur „Bedienung“ der verschiedenen Steuerlasten erfolgt. Diese Situation führt zu einem „Null-Nettozufluss“ (NNZ) und stellt daher eine „steuerorientierte Übertypisierung“ dar. Zu Übertypisierungen bei Kapitalgesellschaften vgl. Schwetzler (2005), S. 613 f.

auf den Schutz vor der Übermacht des Staates.²⁵¹ An dieser Stelle ist die Frage aufzuwerfen, ob das vereinfachte Ertragswertverfahren gemäß § 199ff. BewG nicht eventuell zum „Selbstschutz“ des Fiskus, d.h. zur Abwehr von durch den Steuerpflichtigen zu niedrig ermittelten Bemessungsgrundlagen, im Gesetz kodifiziert wurde. Wie bereits in mehreren Beiträgen in der Literatur erkannt wurde, führt der in § 203 BewG normierte, als niedrig zu beurteilende Risikozuschlag in Höhe von 4,5% zu überhöhten Unternehmenswerten. Eine Beweislastumkehr ist insofern gegeben, als der Steuerpflichtige nachzuweisen hat, dass ein - im Vergleich zu dem nach § 200 BewG - niedrigerer Unternehmenswert zutreffender ist. Um ein solches Ziel erreichen zu können, sollte dem Steuerpflichtigen transparent gemacht werden, welche methoden-bezogenen „Stellschrauben“ ihm zur Adjustierung der Höhe des Unternehmenswertes an die Hand gegeben sind.²⁵² Dieser kann vor allem über die Auswahl der relevanten Alternativinvestition und über die Methodik zur Berücksichtigung des Risikos beeinflusst werden.

Bezüglich der „Fixierung“ des IDW S 1-Bewertungskonzeptes primär auf Steuerelemente und deren Typisierungen ist zu klären, welche Art der Typisierung, sei es unmittelbar oder mittelbar, in solchen Situationen angemessen ist. Zieht man zur Beantwortung dieser Fragen das Bewertungsgesetz heran, so ließe sich auf Basis des dort geregelten, vereinfachten Ertragswertverfahrens²⁵³ argumentieren, dass die Vorschrift des § 202 Abs. 3 BewG, den Ertragsteueraufwand pauschal, d.h. rechtsformunabhängig, mit einem Satz von 30% zu berücksichtigen, am ehesten mit dem Fall der mittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 verglichen werden kann. Ein Ertragsteueraufwand in Höhe von 30% ist zur Abgeltung von Gewerbesteuer und einem persönlichen Steuersatz in Höhe von z. B. 45% bei Personengesellschaften oder von Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer und Abgeltungsteuer bei Kapitalgesellschaften zu niedrig veranschlagt, so dass sich hieraus das Gebot zu einer Nicht-Berücksichtigung der persönlichen Besteuerungsebene folgern ließe.²⁵⁴

Ob steuerliche Einflüsse auf der Eigentümerebene tatsächlich für die Bewertung irrelevant sind, ist allerdings davon abhängig, wie sich die steuerlichen Einflüsse des Bewertungsobjekts relativ zum Alternativobjekt auswirken.²⁵⁵

²⁵¹ Eine solche Sichtweise wird auch durch die juristischen Fachbeiträge zu diesem Thema gestützt: Eine jede Bewertung hat vorsichtig und unter Berücksichtigung von Risikoabschlägen zu erfolgen; vgl. z. B. Raupach (2007), S. 2040 und Seer (2009), S. 228.

²⁵² Zu welchen fundamentalen Wertunterschieden eine Bewertung auf Basis der DCF-Methodik einerseits und eines EBIT-Multiples andererseits führen kann, wird aus der Beispielsrechnung von Rose/Watrin (2009), S. 134-139 ersichtlich: Während gemäß Flow-to-Equity-Methode der Wert des Eigenkapitals 3.374.793 beträgt, resultiert bei einem EBIT-Multiple von 11,89 ein Eigenkapitalwert von 4.875.472. Schon der auf Basis des DCF-Verfahrens bestimmte Wert, bei dem ein Basiszinssatz von 4,5% und ein Risikozuschlag von 4,5% unterstellt wurden, führt zu einem extrem hohen Bewertungsergebnis.

²⁵³ Vgl. § 199 ff. BewG.

²⁵⁴ Anzumerken ist, dass eine mittelbare Typisierung, d.h. Nicht-Relevanz der persönlichen Steuern, eine theoretisch mögliche Konstellation darstellt; vgl. dazu Dirrigl (2004a), S. 12.

²⁵⁵ Vgl. ausführlich Dirrigl (2004a), S. 11 ff.

4.4.3 Folgerungen

Als Fazit ist festzuhalten, dass das Bewertungskonzept der vom IDW editierten Standards nicht pauschal für alle rechtlich-geprägten Bewertungsanlässe als angemessen beurteilt werden kann, da eine unreflektierte Übertragung eventuell die Erreichung des spezifischen Bewertungsziels verhindern würde.

Die in der Literatur vorzufindende Empfehlung zur Verwendung des IDW S 1 im steuerlichen Kontext ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass dieser Bewertungsstandard mit dem Attribut „objektiviert“ versehen wird und ein solches Merkmal auch bei steuerlichen Bewertungen einen wichtigen Aspekt darstellen kann. Außerdem existiert bislang für die normgeprägte Bewertung von Personengesellschaften kein geschlossenes und überzeugendes Konzept in der Literatur,²⁵⁶ so dass die „Verlockung“ nahe liegt, sich ein bekanntes Rahmenkonzept zu eigen zu machen und mittels Analogieschlüssen eine (vermeintlich) sachgerechte Bewertung personen-bezogener Unternehmen vorzunehmen.

Die obigen Ausführungen verdeutlichen jedoch, dass gravierende Unterschiede bei Bewertungen von Kapitalgesellschaften und Personengesellschaften bestehen. Die Überlegungen zur Besteuerung im Kontext der typisierten Haltedauer von Anteilen an Kapitalgesellschaften²⁵⁷ dürfen nicht unbedacht auf die Thesaurierungsdauer von Gewinnen bei Personengesellschaften übertragen werden.

Wird außerdem bedacht, welche enormen Ermessensspielräume und damit Werteeinflüsse die Art der Risikoberücksichtigung bei der Bewertung eröffnet,²⁵⁸ so liegt der Schluss nahe, dass die steuerlichen Werteeinflüsse fast zu einer „quantité négligable“²⁵⁹ degradiert werden könnten, da sie gegenüber den Risikoeinflüssen nahezu unbedeutend erscheinen.

Zudem ist festzuhalten, dass die Mischung verschiedener Elemente bei der Bewertung im steuerlichen Kontext als problematisch einzustufen ist, was die Forderung nach einem in sich konsistenten Bewertungskonzept entstehen lässt. Eine solche Konzeption hätte folgenden Anforderungen zu genügen:

Bezüglich der perioden-bezogenen Erfolgsprognosen muss eine integrierte, dreidimensionale Planung vorgenommen werden, die rechtliche und finanzielle Restriktionen beachtet. Weiterhin sind die Folgewirkungen von etwaigen Thesaurierungen in den zukünftigen Perioden, d.h. die Dynamisierungsaspekte und deren Interdependenzen, in die Erfolgsprognose einzubeziehen.

Auch die Zusammenhänge zwischen Bewertungsobjekt und Alternativinvestition sind in konsistenter Weise zu berücksichtigen. So ist ggf. die CAPM-orientierte Risikokonzeption nicht angemessen, da die implizierte vollständige Risikodiversifikation

²⁵⁶ Solche Bewertungsobjekte wurden diesbezüglich bisher „stiefkindlich“ behandelt.

²⁵⁷ Vgl. Wiese (2007), S. 371 und z.B. Gröger (2008), S. 672 m.w.N.

²⁵⁸ Vgl. dazu Abschnitt 3.4 sowie 4.3.

²⁵⁹ Wagner (1981), S. 47.

nicht vorliegt. Weiterhin können für das Bewertungsobjekt und die Alternativanlage nicht vergleichbare steuerliche Konsequenzen bestehen.

Somit lässt sich folgern, dass im Kontext von Bewertungen zu Erbschaftsteuerzwecken der Anwendung eines Konzeptes wie des oben vorgestellten Standard-Ertragswertmodells der Vorzug zu gewähren ist, da es aufgrund der folgenden Aspekte als prinzipiell geeignet einzustufen ist:

1. Der Bewertung liegt eine integrierte Erfolgsprognose unter Beachtung sämtlicher Interdependenzen zu Grunde, sowohl innerhalb einer Periode, als auch im Rahmen der zeitlichen Dynamisierung.
2. Es erfolgt eine explizite und transparente Risikoberücksichtigung.
3. Die Bestimmung der Steuerwirkungen erfolgt für jeden Zustand individuell und „niveau-angepasst“. Hierbei ist zu beachten, dass bei Personengesellschaften auf der Ebene der Mitunternehmer-Besteuerung der Einkommensteuertarif progressiv ausgestaltet ist. Im Rahmen der stochastifizierten Erfolgsprognose des Standard-Ertragswertmodells ist somit die Einkommensteuerbelastung zustandsabhängig zu bestimmen.

Über die Anwendung des Standard-Ertragswertverfahrens ist gewährleistet, dass eine dem erbschaftsteuerlichen Zweck angemessene individuelle Bewertungslösung gefunden wird, weshalb die Eignung dieses Verfahrens nicht in Frage zu stellen, sondern mit Nachdruck hervorzuheben ist.

Literaturverzeichnis:

- Baetge, Jörg / Niemeyer, Kai / Kümmel, Jens (2005): Teil B: Darstellung der Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel, in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin 2005, S. 265-362.
- Ballwieser, Wolfgang (2007): Unternehmensbewertung – Prozeß, Methoden und Probleme, 2. Auflage, Stuttgart 2007.
- Ballwieser, Wolfgang (2008a): Betriebswirtschaftliche (kapitalmarkttheoretische) Anforderungen an die Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung 2008, Sonderheft, S. S102-S108.
- Ballwieser, Wolfgang (2008b): IDW S 1 und objektivierter Unternehmenswert, in: Essler, Wolfgang / Lobe, Sebastian / Röder, Klaus (Hrsg.): Fairness Opinion – Grundlagen und Anwendung, Stuttgart 2008, S. 139-150.
- Balz, Ulrich / Bordemann, Heinz-Gerd (2007): Ermittlung von Eigenkapitalkosten zur Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen mithilfe des CAPM, in: Finanz Betrieb 2007, S. 737-743.
- Barthel, Carl W. (2008): Unternehmenswert: Entwurf einer Anteils- und Betriebsvermögensbewertungsverordnung, in: Finanz Betrieb 2008, S. 520-527.
- Behringer, Stefan (2009): Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe - Betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen, 4. Auflage, Berlin 2009.
- Beyer, Sven (2008): Unternehmensbewertung, Wachstum und Abgeltungsteuer, in: Finanz Betrieb 2008, S. 256-267.
- Böcking, Hans-Joachim / Nowak, Karsten (1998): Der Beitrag der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Lösung der Typisierungsproblematik bei Unternehmensbewertungen, in: Der Betrieb 1998, S. 685-690.
- Brück, Michael / Sinewe, Patrick (2008): Steueroptimierter Unternehmenskauf, Wiesbaden 2008.
- Creutzmann, Andreas (2008): Unternehmensbewertung im Steuerrecht – Neuregelungen des Bewertungsgesetzes ab 1.1.2009, in: Der Betrieb 2008, S. 2784-2791.
- Crezelius, Georg (2009): Das neue Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht im Rechtssystem, in: Zeitschrift für Erbrecht und Vermögensnachfolge 2009, S. 1-6.
- Dinstuhl, Volkmar (2003): Konzernbezogene Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2003.
- Dirrigl, Hans (1988): Die Bewertung von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften, Hamburg 1988.
- Dirrigl, Hans (1990): Synergieeffekte beim Unternehmenszusammenschluss und Bestimmung des Umtauschverhältnisses, in: Der Betrieb 1990, S. 185-192.
- Dirrigl, Hans (2004a): Die Besteuerung in Kalkülen zur Unternehmensbewertung bei Wachstum und Risiko, in: Dirrigl, Hans / Wellisch, Dietmar / Wenger, Ekkehard (Hrsg.): Steuern, Rechnungslegung und Kapitalmarkt; Festschrift für Franz W. Wagner zum 60. Geburtstag, Wiesbaden 2004, S. 1-26.
- Dirrigl, Hans (2004b): Entwicklungsperspektiven unternehmenswertorientierter Steuerungssysteme, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 2004, Sonderheft 51, S. 93-135.
- Dirrigl, Hans (2008): Unternehmenswert-Orientierung in Rechnungslegung, Value Reporting und Controlling, in: Wagner, Franz W. / Schildbach, Thomas / Schneider, Dieter (Hrsg.): Private und öffentliche Rechnungslegung, Festschrift für Hannes Streim zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 2008, S. 75-107.

- Dirrigl, Hans / Wagner, Franz W. (1993): Ausschüttungspolitik unter Berücksichtigung der Besteuerung, in: Gebhardt, Günther / Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred: Handbuch des Finanzmanagements: Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 261-286.
- Dörschell, Andreas / Franken, Lars / Schulte, Jörn (2008): Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes für Personengesellschaften nach der Unternehmensteuerreform 2008, in: Die Wirtschaftsprüfung 2008, S. 444-454.
- Dörschell, Andreas / Franken, Lars / Schulte, Jörn / Brütting, Christian (2008): Ableitung CAPM-basierter Risikozuschläge bei der Unternehmensbewertung - eine kritische Analyse ausgewählter Problemkreise im Rahmen von IDW S 1 i. d. F. 2008, in: Die Wirtschaftsprüfung 2008, S. 1152-1162.
- Drukarczyk, Jochen / Schüler, Andreas (2007): Unternehmensbewertung, 5. Auflage, München 2007.
- Eisele, Dirk (2009): Erbschaftsteuerreform 2009, Herne 2009.
- Eppinger, Christoph T. G. (2008): Die Bewertung von Beteiligungen in der Handelsbilanz – Konzeption informationsorientierter Bewertungsgrundsätze de lege lata und de lege ferenda, Hamburg 2008.
- Franken, Lars / Schulte, Jörn (2003): Auswirkungen des IDW RS HFA 10 auf andere Bewertungsanlässe, in: Betriebs-Berater 2003, S. 2675-2678.
- Gleißner, Werner / Wolfrum, Marco (2008): Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß, in: Finanz Betrieb 2008, S. 602-614.
- Gratz, Kurt (1981): Unternehmensbewertung bei progressiver Einkommensbesteuerung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1981, S. 981-991.
- Gröger, Hans-Christian (2008): Zusammenhänge zwischen Ausschüttungsquote und Unternehmensrendite - Zugleich Anmerkung zu den Beiträgen von Wiese, WPg, Heft 11/2005, S. 617-623 und Beyer, FB, Heft 4/2008, S. 256-267, in: Finanz-Betrieb 2008, S. 672-679.
- Großfeld, Bernhard (2009): Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Köln 2009.
- Hachmeister, Dirk / Wiese, Jörg (2009): Der Zinsfuß in der Unternehmensbewertung: Aktuelle Probleme und Rechtsprechung, in: Die Wirtschaftsprüfung 2009, S. 54-65.
- Halaczinsky, Raymond (2009): Bewertung des Betriebsvermögens für erb- und schenkungsteuerliche Zwecke – Darstellung und Arbeitshilfe zur Neuregelung, in: Erbschaft-Steuer-Berater 2009, S. 79-88.
- Heintzen, Markus / Kruschwitz, Lutz / Löffler, Andreas / Maiterth, Ralf (2008): Die typisierende Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung des Anteilseigners beim squeeze-out, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 2008, S. 275-288.
- Henselmann, Klaus (2006): Gründe und Formen typisierender Unternehmensbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2006, S. 144-157.
- Henselmann, Klaus (2007), Neue Aufgaben für Unternehmensbewerter durch Reform der Erbschaftsteuer, in: Bewertungs-Praktiker 4/2007, S. 14-15.
- Henselmann, Klaus / Kniest, Wolfgang (2002): Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen, 3. Auflage, Herne/Berlin 2002.
- Herrmann, Volker (2002): Marktpreisschätzung mit kontrollierten Multiplikatoren, Lohmar/Köln 2002.
- Hommel, Michael / Pauly, Denise / Nagelschmitt, Sabine (2007): IDW ES 1 - Neuregelungen beim objektivierten Unternehmenswert, in: Betriebsberater 2007, S. 2728-2732.

- Hübner, Heinrich (2009): Erbschaftsteuerreform 2009 – Gesetze – Materialien – Erläuterungen, München 2009.
- Hundsdoerfer, Jochen / Kiesewetter, Dirk / Sureth, Caren (2008): Forschungsergebnisse in der Betriebswirtschaftlichen Steuerlehre - eine Bestandsaufnahme, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 2008, S. 61-139.
- Hüttemann, Rainer (2007): Rechtliche Vorgaben für ein Bewertungskonzept, in: Die Wirtschaftsprüfung 2007, S. 812-822.
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) (1998): Stellungnahme HFA 6/1997: Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen, in: Die Wirtschaftsprüfung 1998, S. 26-29.
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) (2005): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), in: Die Wirtschaftsprüfung 2005, S. 1303-1321.
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) (2008): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008), in: IDW Fachnachrichten 2008, S. 271-292.
- Jonas, Martin (2008a): Besonderheiten der Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen, in: Die Wirtschaftsprüfung 2008, Sonderheft, S. S117-S122.
- Jonas, Martin (2008b): Relevanz persönlicher Steuern? - Mittelbare und unmittelbare Typisierung der Einkommensteuer in der Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung 2008, S. 826-833.
- Kaserer, Christoph / Achleitner, Ann-Kristin / Moldenhauer, Benjamin / Ampenberger, Markus (2006): Ein Jahr „German Entrepreneurial Index (GEX®)“ – Bestandsaufnahme und Analyse, in: Finanz Betrieb 2006, S. 10-17.
- Knirsch, Deborah / Schanz, Sebastian (2008): Steuerreformen durch Tarif- oder Zeiteffekte? Eine Analyse am Beispiel der Thesaurierungsbegünstigung für Personenunternehmen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 2008, S. 1231-1250.
- Kohl, Torsten / Schilling, Dirk (2008): Die Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts im Lichte des IDW S 1 i. d. F. 2008, in: Steuern und Bilanzen 2008, S. 909-917.
- Kornblum, Udo (2009): Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Stand 1.1.2008, in: GmbHRundschau 2009, S. 25-32.
- Kratz, Norbert / Wangler, Clemens (2005): Unternehmensbewertung bei nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen: Das Problem der Ermittlung entscheidungsrelevanter Kapitalkosten, in: Finanz Betrieb 2005, S. 169-176.
- Kruschwitz, Lutz (2009): Investitionsrechnung, 12. Auflage, München 2009.
- Kuhner, Christoph (2007): Unternehmensbewertung: Tatsachenfrage oder Rechtsfrage?, in: Die Wirtschaftsprüfung 2007, S. 825-834.
- Kuhner, Christoph / Maltry, Helmut (2006): Unternehmensbewertung, Berlin/Heidelberg/New York 2006.
- Kussmaul, Heinz / Pfirmann, Armin / Hell, Christoph / Meyering, Stephan (2008): Die Bewertung von Unternehmensvermögen nach dem ErbStRG und Unternehmensbewertung – Eine erste Analyse des Gesetzentwurfs aus der Sicht der Beratungspraxis –, in: Betriebs-Berater 2008, S. 472-478.
- Lang, Joachim (2008): Das verfassungsrechtliche Scheitern der Erbschaft- und Schenkungsteuer, in: Steuer und Wirtschaft 2008, S. 189-205.

- Maiterth, Ralf / Müller, Heiko / Broekelschen, Wiebke (2008): Anmerkungen zum typisierten Ertragsteuersatz des IDW in der objektivierten Unternehmensbewertung, in: Die Betriebswirtschaft 2008, S. 239-254.
- Mannek, Wilfried (2008): Diskussionsentwurf für eine Anteils- und Betriebsvermögensbewertungsverordnung – AntBVBewV, in: Der Betrieb 2008, S. 423-430.
- Matschke, Manfred Jürgen / Brösel, Gerrit (2007): Unternehmensbewertung – Funktionen – Methoden – Grundsätze, 3. Auflage, Wiesbaden 2007.
- Metz, Volker (2007): Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2007.
- Moxter, Adolf (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, 1983.
- Nonnenmacher, Rolf (1981): Anteilsbewertung bei Personengesellschaften, Königstein 1981.
- Oberfinanzdirektionen Münster und Rheinland (2007): Leitfaden zur Bewertung von (Anteilen an) Kapitalgesellschaften für ertragsteuerliche Zwecke, Münster 2007, <http://www.ofd-muenster.de>.
- Oestreicher, Andreas / Hundeshagen, Christian (2008): Bewertung von Transferpaketen bei Funktionsverlagerungen, in: Der Betrieb 2008, Teil 1 S. 1637-1643; Teil 2 S. 1693-1643.
- Ortmann-Babel, Martina / Zipfel, Lars (2007): Unternehmensteuerreform 2008 Teil II: Besteuerung von Personengesellschaften insbesondere nach der Einführung der Thesaurierungsbegünstigung, in: Betriebs-Berater 2007, S. 2205-2217.
- Patek, Guido (2007): Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf ausgewählte Entscheidungsfelder der betrieblichen Steuerpolitik, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2007, S. 443-463.
- Paulsen, Anne-José (2008): Unternehmensbewertung und Rechtsprechung, in: Die Wirtschaftsprüfung 2008, Sonderheft, S. S109-S113.
- Piltz, Detlev J. (2008): Unternehmensbewertung im neuen Erbschaftsteuerrecht, in Deutsches Steuerrecht 2008, S. 745-796.
- Popp, Matthias (2008): Ausgewählte Aspekte der objektivierten Bewertung von Personengesellschaften, in: Die Wirtschaftsprüfung 2008, S. 935-944.
- Raupach, Arndt (2007): Der Verkehrswert als alleiniger Bewertungsmaßstab für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer – Der Ertragswert ist tot, es lebe der Ertragswert, in: Deutsches Steuerrecht 2007, S. 2037–2042.
- Rose, Gerd / Watrin, Christoph (2009): Erbschaftsteuer, 19. Auflage, Wiesbaden 2009.
- Schoberth, Joerg / Ihlau, Susann (2008): Besonderheiten und Handlungsempfehlungen bei der Bewertung von Familienunternehmen, in: Betriebs-Berater 2008, S. 2114-2118.
- Schreiber, Rolf (2008): Funktionsverlagerungen im Konzern – Neue Rechtsgrundlagen durch die Unternehmensteuerreform 2008, in: Die Unternehmensbesteuerung 2008, S. 433-443.
- Schulte, Wilfried / Birnbaum, Mathias / Hinkers, Josef (2009): Unternehmensvermögen im neuen Erbschaftsteuer- und Bewertungsrecht – Zweifelsfragen und Gestaltungsansätze, in: Betriebs-Berater 2009, S. 300-306.
- Schumann, Jörg (2008): Unternehmenswertorientierung in Konzernrechnungslegung und Controlling – Impairment of Assets (IAS 36) im Kontext bereichsbezogener Unternehmensbewertung und Performancemessung, Wiesbaden 2008.

- Schwetzler, Bernhard (2005): Halbeinkünfteverfahren und Ausschüttungsäquivalenz - die "Übertypisierung" der Ertragswertbestimmung, in: Die Wirtschaftsprüfung 2005, S. 601-617.
- Seer, Roman (2007): Der Beschluss des BVerG zur Erbschaftsteuer vom 07.11.2006 – Analyse und Ausblick, in: Zeitschrift für Erbrecht und Vermögensnachfolge 2007, S. 101-107.
- Seer, Roman (2009): Die Erbschaft- und Schenkungsteuer im System der Besteuerung nach wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit – Zugleich eine kritische Würdigung des Erbschaftsteuerreformgesetzes v. 24.12.2008, in: GmbHRundschau 2009, S. 225-232.
- Spremann, Klaus (2007): Finance, 3. Auflage, München 2007.
- Wagner, Franz W. (1981): Der Steuereinfluss in die Investitionsplanung – Eine Quantité négligeable?, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1981, S. 47-52.
- Wagner, Franz W. (2007): Der Einfluss der Besteuerung auf zivilrechtliche Abfindungs- und Ausgleichsansprüche bei Personengesellschaften, in: Die Wirtschaftsprüfung 2007, S. 929-937.
- Wagner, Franz W. (2008a): Der Einfluss der Besteuerung auf die rechtsgeprägte Unternehmensbewertung - ein vernachlässigtes Problem, in: Laitenberger, Jörg / Löffler, Andreas (Hrsg.): Finanzierungstheorie auf vollkommenen und unvollkommenen Kapitalmärkten, Festschrift für Lutz Kruschwitz, München 2008, S. 79-103.
- Wagner, Franz W. (2008b): Unterschiedliche Wirkungen bewertungsbedingter und transaktionsbedingter latenter Ertragsteuern auf Abfindungs- und Ausgleichsansprüche?, in: Die Wirtschaftsprüfung 2008, S. 834-840.
- Wagner, Franz W. / Dirrigl, Hans (1980): Die Steuerplanung der Unternehmung, Stuttgart u.a. 1980.
- Wagner, Franz W. / Dirrigl, Hans (1981): Der Einfluß der Körperschaftsteuer auf den Unternehmenswert, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1981, S. 130-145.
- Wagner, Franz W. / Rümmele, Peter (1995): Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung: Zum Einfluß von Steuerrechtsänderungen, in: Die Wirtschaftsprüfung 1995, S. 433-441.
- Wagner, Wolfgang / Jonas, Martin / Ballwieser, Wolfgang / Tschöpel, Andreas (2006): Unternehmensbewertung in der Praxis - Empfehlungen und Hinweise zur Anwendung des IDW S 1, in: Die Wirtschaftsprüfung 2006, S. 1005-1028.
- Wagner, Wolfgang / Saur, Gerhard / Willershausen, Timo (2008): Zur Anwendung der Neuerungen der Unternehmensbewertungsgrundsätze des IDW S 1 i. d. F. 2008 in der Praxis, in: Die Wirtschaftsprüfung, 2008, S. 731-747.
- Wiese, Jörg (2005): Wachstum und Ausschüttungsannahmen im Halbeinkünfteverfahren, in: Die Wirtschaftsprüfung 2005, S. 617-623.
- Wiese, Jörg (2007): Unternehmensbewertung und Abgeltungsteuer, in: Die Wirtschaftsprüfung 2007, S. 368-375.
- Wollny, Christoph (2008): Der objektivierte Unternehmenswert – Unternehmensbewertung bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen, Herne 2008.
- Zeidler, Gernot W. / Schöniger, Stefan / Tschöpel, Andreas (2008): Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf Unternehmensbewertungskalküle, in: Finanz Betrieb 2008, S. 276-288.
- Zieger, Martin / Schütte-Biastoch, Sonja (2008): Gelöste und ungelöste Fragen bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), in: Finanz Betrieb 2008, S. 590-601.

Bislang erschienene **arqus** Diskussionsbeiträge zur Quantitativen Steuerlehre

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 1

Rainer Niemann / Corinna Treisch: Grenzüberschreitende Investitionen nach der Steuerreform 2005 – Stärkt die Gruppenbesteuerung den Holdingstandort Österreich? –
März 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 2

Caren Sureth / Armin Voß: Investitionsbereitschaft und zeitliche Indifferenz bei Realinvestitionen unter Unsicherheit und Steuern
März 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 3

Caren Sureth / Ralf Maiterth: Wealth Tax as Alternative Minimum Tax ? The Impact of a Wealth Tax on Business Structure and Strategy
April 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 4

Rainer Niemann: Entscheidungswirkungen der Abschnittsbesteuerung in der internationalen Steuerplanung – Vermeidung der Doppelbesteuerung, Repatriierungspolitik, Tarifprogression –
Mai 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 5

Deborah Knirsch: Reform der steuerlichen Gewinnermittlung durch Übergang zur Einnahmen-Überschuss-Rechnung – Wer gewinnt, wer verliert? –
August 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 6

Caren Sureth / Dirk Langeleh: Capital Gains Taxation under Different Tax Regimes
September 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 7

Ralf Maiterth: Familienpolitik und deutsches Einkommensteuerrecht – Empirische Ergebnisse und familienpolitische Schlussfolgerungen –
September 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 8

Deborah Knirsch: Lohnt sich eine detaillierte Steuerplanung für Unternehmen? – Zur Ressourcenallokation bei der Investitionsplanung –
September 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 9

Michael Thaut: Die Umstellung der Anlage der Heubeck-Richttafeln von Perioden- auf Generationentafeln – Wirkungen auf den Steuervorteil, auf Prognoserechnungen und auf die Kosten des Arbeitgebers einer Pensionszusage –
September 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 10

Ralf Maiterth / Heiko Müller: Beurteilung der Verteilungswirkungen der "rot-grünen" Einkommensteuernpolitik – Eine Frage des Maßstabs –
Oktober 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 11

Deborah Knirsch / Rainer Niemann: Die Abschaffung der österreichischen Gewerbesteuer als Vorbild für eine Reform der kommunalen Steuern in Deutschland?

November 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 12

Heiko Müller: Eine ökonomische Analyse der Besteuerung von Beteiligungen nach dem Kirchhof'schen EStGB

Dezember 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 13

Dirk Kiesewetter: Gewinnausweispolitik internationaler Konzerne bei Besteuerung nach dem Trennungs- und nach dem Einheitsprinzip

Dezember 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 14

Kay Blaufus / Sebastian Eichfelder: Steuerliche Optimierung der betrieblichen Altersvorsorge: Zuwendungsstrategien für pauschaldotierte Unterstützungskassen

Januar 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 15

Ralf Maiterth / Caren Sureth: Unternehmensfinanzierung, Unternehmensrechtsform und Besteuerung

Januar 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 16

André Bauer / Deborah Knirsch / Sebastian Schanz: Besteuerung von Kapitaleinkünften – Zur relativen Vorteilhaftigkeit der Standorte Österreich, Deutschland und Schweiz –

März 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 17

Heiko Müller: Ausmaß der steuerlichen Verlustverrechnung - Eine empirische Analyse der Aufkommens- und Verteilungswirkungen

März 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 18

Caren Sureth / Alexander Halberstadt: Steuerliche und finanzwirtschaftliche Aspekte bei der Gestaltung von Genussrechten und stillen Beteiligungen als Mitarbeiterkapitalbeteiligungen

Juni 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 19

André Bauer / Deborah Knirsch / Sebastian Schanz: Zur Vorteilhaftigkeit der schweizerischen Besteuerung nach dem Aufwand bei Wegzug aus Deutschland

August 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 20

Sebastian Schanz: Interpolationsverfahren am Beispiel der Interpolation der deutschen Einkommensteuertariffunktion 2006

September 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 21

Rainer Niemann: The Impact of Tax Uncertainty on Irreversible Investment
Oktober 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 22

Jochen Hundsdoerfer / Lutz Kruschwitz / Daniela Lorenz: Investitionsbewertung bei steuerlicher Optimierung der Unterlassensalternative und der Finanzierung
Januar 2007, überarbeitet November 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 23

Sebastian Schanz: Optimale Repatriierungspolitik. Auswirkungen von Tarifänderungen auf Repatriierungsentscheidungen bei Direktinvestitionen in Deutschland und Österreich
Januar 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 24

Heiko Müller / Caren Sureth: Group Simulation and Income Tax Statistics - How Big is the Error?
Januar 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 25

Jens Müller: Die Fehlbewertung durch das Stuttgarter Verfahren – eine Sensitivitätsanalyse der Werttreiber von Steuer- und Marktwerten
Februar 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 26

Thomas Gries / Ulrich Prior / Caren Sureth: Taxation of Risky Investment and Paradoxical Investor Behavior
April 2007, überarbeitet Dezember 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 27

Jan Thomas Martini / Rainer Niemann / Dirk Simons: Transfer pricing or formula apportionment? Taxinduced distortions of multinationals' investment and production decisions
April 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 28

Rainer Niemann: Risikoübernahme, Arbeitsanreiz und differenzierende Besteuerung
April 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 29

Maik Dietrich: Investitionsentscheidungen unter Berücksichtigung der Finanzierungsbeziehungen bei Besteuerung einer multinationalen Unternehmung nach dem Einheitsprinzip
Mai 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 30

Wiebke Broekelschen / Ralf Maiterth: Zur Forderung einer am Verkehrswert orientierten Grundstücksbewertung – Eine empirische Analyse
Mai 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 31

Martin Weiss: How Well Does a Cash-Flow Tax on Wages Approximate an Economic Income Tax on Labor Income?

Juli 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 32

Sebastian Schanz: Repatriierungspolitik unter Unsicherheit. Lohnt sich die Optimierung?

Oktober 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 33

Dominik Rumpf / Dirk Kiesewetter / Maik Dietrich: Investitionsentscheidungen und die Begünstigung nicht entnommener Gewinne nach § 34a EStG

November 2007, überarbeitet März 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 34

Deborah Knirsch / Rainer Niemann: Allowance for Shareholder Equity – Implementing a Neutral Corporate Income Tax in the European Union

Dezember 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 35

Ralf Maiterth/ Heiko Müller / Wiebke Broekelschen: Anmerkungen zum typisierten Ertragsteuersatz des IDW in der objektivierten Unternehmensbewertung

Dezember 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 36

Timm Bönke / Sebastian Eichfelder: Horizontale Gleichheit im Abgaben-Transfersystem: eine Analyse äquivalenter Einkommen von Arbeitnehmern in Deutschland

Januar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 37

Deborah Knirsch / Sebastian Schanz: Steuerreformen durch Tarif- oder Zeiteffekte? Eine Analyse am Beispiel der Thesaurierungsbegünstigung für Personengesellschaften

Januar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 38

Frank Hechtner / Jochen Hundsdoerfer: Die missverständliche Änderung der Gewerbesteueranrechnung nach § 35 EStG durch das Jahressteuergesetz 2008 – Auswirkungen für die Steuerpflichtigen und für das Steueraufkommen

Februar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 39

Alexandra Maßbaum / Caren Sureth: The Impact of Thin Capitalization Rules on Shareholder Financing

Februar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 40

Rainer Niemann / Christoph Kastner: Wie streitanfällig ist das österreichische Steuerrecht? Eine empirische Untersuchung der Urteile des österreichischen Verwaltungsgerichtshofs nach Bemessungsgrundlagen-, Zeit- und Tarifeffekten

Februar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 41

Robert Kainz / Deborah Knirsch / Sebastian Schanz: Schafft die deutsche oder österreichische Begünstigung für thesaurierte Gewinne höhere Investitionsanreize?
März 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 42

Henriette Houben / Ralf Maiterth: Zur Diskussion der Thesaurierungsbegünstigung nach § 34a EStG
März 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 43

Maik Dietrich / Kristin Schönemann: Steueroptimierte Vermögensbildung mit Riester-Rente und Zwischenentnahmemodell unter Berücksichtigung der Steuerreform 2008/2009
März 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 44

Nadja Dwenger: Tax loss offset restrictions – Last resort for the treasury? An empirical evaluation of tax loss offset restrictions based on micro data.
Mai 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 45

Kristin Schönemann / Maik Dietrich: Eigenheimrentenmodell oder Zwischenentnahmemodell – Welche Rechtslage integriert die eigengenutzte Immobilie besser in die Altersvorsorge?
Juni 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 46

Christoph Sommer: Theorie der Besteuerung nach Formula Apportionment – Untersuchung auftretender ökonomischer Effekte anhand eines Allgemeinen Gleichgewichtsmodells
Juli 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 47

André Bauer / Deborah Knirsch / Rainer Niemann / Sebastian Schanz: Auswirkungen der deutschen Unternehmensteuerreform 2008 und der österreichischen Gruppenbesteuerung auf den grenzüberschreitenden Unternehmenserwerb
Juli 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 48

Dominik Rumpf: Zinsbereinigung des Eigenkapitals im internationalen Steuerwettbewerb – Eine kostengünstige Alternative zu „Thin Capitalization Rules“? –
August 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 49

Martin Jacob: Welche privaten Veräußerungsgewinne sollten besteuert werden?
August 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 50

Rebekka Kager/ Deborah Knirsch/ Rainer Niemann: Steuerliche Wertansätze als zusätzliche Information für unternehmerische Entscheidungen? – Eine Auswertung von IFRS-Abschlüssen der deutschen DAX-30- und der österreichischen ATX-Unternehmen –
August 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 51

Rainer Niemann / Caren Sureth: Steuern und Risiko als substitutionale oder komplementäre Determinanten unternehmerischer Investitionspolitik? – Are taxes and risk substitutional or complementary determinants of entrepreneurial investment policy?

August 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 52

Frank Hechtner / Jochen Hundsdoerfer: Steuerbelastung privater Kapitaleinkünfte nach Einführung der Abgeltungsteuer unter besonderer Berücksichtigung der Günstigerprüfung: Unsystematische Grenzbelastungen und neue Gestaltungsmöglichkeiten

August 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 53

Tobias Pick / Deborah Knirsch / Rainer Niemann: Substitutions- oder Komplementenhypothese im Rahmen der Ausschüttungspolitik schweizerischer Kapitalgesellschaften – eine empirische Studie –

August 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 54

Caren Sureth / Michaela Üffing: Proposals for a European Corporate Taxation and their Influence on Multinationals' Tax Planning

September 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 55

Claudia Dahle / Caren Sureth: Income-related minimum taxation concepts and their impact on corporate investment decisions

Oktober 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 56

Dennis Bischoff / Alexander Halberstadt / Caren Sureth: Internationalisierung, Unternehmensgröße und Konzernsteuerquote

Oktober 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 57

Nadja Dwenger / Viktor Steiner: Effective profit taxation and the elasticity of the corporate income tax base – Evidence from German corporate tax return data

November 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 58

Martin Jacob / Rainer Niemann / Martin Weiß: The Rich Demystified – A Reply to Bach, Corneo, and Steiner (2008)

November 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 59

Martin Fochmann / Dominik Rumpf: – Modellierung von Aktienanlagen bei laufenden Umschichtungen und einer Besteuerung von Veräußerungsgewinnen

Dezember 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 60

Corinna Treisch / Silvia Jordan: Eine Frage der Perspektive? – Die Wahrnehmung von Steuern bei Anlageentscheidungen zur privaten Altersvorsorge
Dezember 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 61

Nadja Dwenger / Viktor Steiner: Financial leverage and corporate taxation
Evidence from German corporate tax return data
Februar 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 62

Ute Beckmann / Sebastian Schanz: Investitions- und Finanzierungsentscheidungen
in Personenunternehmen nach der Unternehmensteuerreform 2008
Februar 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 63

Sebastian Schanz/ Deborah Schanz: Die erbschaftsteuerliche Behandlung wiederkehrender
Nutzungen und Leistungen – Zur Vorteilhaftigkeit des § 23 ErbStG
März 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 64

Maik Dietrich: Wie beeinflussen Steuern und Kosten die Entscheidungen zwischen
direkter Aktienanlage und Aktienfondsinvestment?
März 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 65

Maik Dietrich / Kristin Schönemann: Unternehmensnachfolgeplanung innerhalb der
Familie: Schenkung oder Kauf eines Einzelunternehmens nach der Erbschaftsteuerreform?
März 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 66

Claudia Dahle / Michaela Bäumer: Cross-Border Group-Taxation and Loss-Offset in the
EU - An Analysis for CCCTB (Common Consolidated Corporate Tax Base) and ETAS
(European Tax Allocation System) -
April 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 67

Kay Blaufus / Jochen Hundsdoerfer / Renate Ortlieb: Non scholae, sed fisco discimus? Ein
Experiment zum Einfluss der Steuervereinfachung auf die Nachfrage nach Steuerberatung
Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 68

Hans Dirrigl: Unternehmensbewertung für Zwecke der Steuerbemessung im Spannungsfeld
von Individualisierung und Kapitalmarkttheorie – Ein aktuelles Problem vor dem
Hintergrund der Erbschaftsteuerreform
Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 69

Henriette Houben / Ralf Maiterth: Zurück zum Zehnten: Modelle für die nächste
Erbschaftsteuerreform
Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 70

Christoph Kaserer / Leonhard Knoll: Objektivierete Unternehmensbewertung und
Anteilseignersteuern

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 71

Dirk Kiesewetter / Dominik Rumpf: Was kostet eine finanzierungsneutrale Besteuerung von
Kapitalgesellschaften?

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 72

Rolf König: Eine mikroökonomische Analyse der Effizienzwirkungen der Pendlerpauschale

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 73

Lutz Kruschwitz / Andreas Löffler: Do Taxes Matter in the CAPM?

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 74

Hans-Ulrich Küpper: Hochschulen im Umbruch

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 75

Branka Lončarević / Rainer Niemann / Peter Schmidt: Die kroatische Mehrwertsteuer –
ursprüngliche Intention, legislative und administrative Fehlentwicklungen

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 76

Heiko Müller / Sebastian Wiese: Ökonomische Wirkungen der Missbrauchsbesteuerung bei
Anteilsveräußerung nach Sacheinlage in eine Kapitalgesellschaft

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 77

Rainer Niemann / Caren Sureth: Investment effects of capital gains taxation under
simultaneous investment and abandonment flexibility

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 78

Deborah Schanz / Sebastian Schanz: Zur Unmaßgeblichkeit der Maßgeblichkeit
– Divergieren oder konvergieren Handels- und Steuerbilanz?

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 79

Jochen Sigloch: Ertragsteuerparadoxa – Ursachen und Erklärungsansätze

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 80

Hannes Streim / Marcus Bieker: Verschärfte Anforderungen für eine Aktivierung von
Kaufpreisdifferenzen – Vorschlag zur Weiterentwicklung der Rechnungslegung vor dem
Hintergrund jüngerer Erkenntnisse der normativen und empirischen Accounting-Forschung

Mai 2009

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 81

Ekkehard Wenger: Muss der Finanzsektor stärker reguliert werden?

Mai 2009

Impressum:

Arbeitskreis Quantitative Steuerlehre, arqus, e.V.

Vorstand: Prof. Dr. Jochen Hundsdoerfer,

Prof. Dr. Dirk Kiesewetter, Prof. Dr. Caren Sureth

Sitz des Vereins: Berlin

Herausgeber: Kay Blaufus, Jochen Hundsdoerfer, Dirk
Kiesewetter, Deborah Knirsch, Rolf J. König, Lutz
Kruschwitz, Andreas Löffler, Ralf Maiterth, Heiko Müller,
Rainer Niemann, Caren Sureth, Corinna Treisch

Kontaktadresse:

Prof. Dr. Caren Sureth, Universität Paderborn, Fakultät für
Wirtschaftswissenschaften,

Warburger Str. 100, 33098 Paderborn,

www.arqus.info, Email: info@arqus.info

ISSN 1861-8944