

## M&A Alumni Deutschland e.V.

# M&A-Rundbrief 6/2006

Liebe M&A-ler,

Diese Ausgabe enthält einen Vorbericht über das Jahrestreffen 2006, das voraussichtlich im September bei *Linklaters* in Frankfurt stattfinden wird. Des Weiteren findet Ihr in dieser Ausgabe einen Rückblick auf den „3. M&A Spring Course“ sowie einen Rückblick auf die Absolventenfeier 2004/2005 im letzten Winter in Münster.

Ferner gilt es, einen weiteren Hauptsponsor zu begrüßen: *Roland Berger Strategy Consultants* ist dem M&A Alumni Deutschland als Förderndes Mitglied beigetreten und wird uns finanziell und inhaltlich erheblich unterstützen (mehr dazu auf S. 2).

Der M&A-Beitrag dieses Rundbriefs stammt von unserem Alumni-Mitglied und Regionalvorstand Süddeutschland Dr. Michael Munkert (der übrigens auch Jahrgangsbester der Studienjahres 2003/2004 war). Sein Beitrag lautet: „Unternehmensbewertung: Aktuelle Änderungen und deren Auswirkungen auf die Bewertungspraxis“.

Beste Grüße aus Ulm, Hamburg und New York,

Euer Vorstand

Christian Langbein  
2. Vorsitzender

Christian Storck  
2. Vorsitzender und Schatzmeister

Dr. Kai Haakon Liekefett  
1. Vorsitzender

Weiterhin möchten wir alle bitten, sich an diesem Rundbrief mit Beiträgen zu M&A, Mitteilungen und Tipps zu Vortragsveranstaltungen, Stellenangeboten/-gesuchen etc. zu beteiligen. Ein Beitrag kann auch jede Art von Vermerk sein, der bei der täglichen Arbeit anfällt. Auf die Länge des Beitrags kommt es dabei nicht an; kurze Beiträge sind nicht selten besser zu lesen als ein langer Aufsatz. Alles ist willkommen!

Als Fördernde Mitglieder unterstützen den M&A Alumni Deutschland e.V.:

ALLEN & OVERY

candover

DLA PIPER RUDNICK  
GRAYCARY

HÖLTERS & ELSING  
RECHTSANWÄLTE

KPMG

Linklaters Oppenhoff & Rädler

P+P

Roland Berger  
Strategy Consultants

SCHINDHELM®  
RECHTSANWALTSGESellschaft MBH

SHEARMAN & STERLING LLP

TCHIBO HOLDING

TROUP FISCHER DR. BERG & KOLLEGEN  
Wirtschaftsprüfer · Steuerberater · Rechtsanwälte

---

## Neues Förderndes Mitglied des M&A Alumni Deutschland e.V.

Wir freuen uns außerordentlich, die folgende Beratungsgesellschaft als Förderndes Mitglied des M&A Alumni Deutschland e.V. begrüßen zu können:

# Roland Berger

## Strategy Consultants

[www.rolandberger.com](http://www.rolandberger.com)

*Roland Berger Strategy Consultants*, 1967 in München gegründet, ist eine der weltweit führenden Strategieberatungen. Ihre Berater unterstützen die bedeutendsten Firmen und Institutionen Deutschlands.

*Roland Berger Strategy Consultants* ist weltweit mit 32 Büros in 23 Ländern vertreten und auf allen international bedeutenden Märkten aktiv. Die etwa 1.700 Mitarbeiter haben 2005 einen Honorarumsatz von 550 Mio. EUR erwirtschaftet. Sie unterstützen weltweit führende Industrie- und Dienstleistungsfirmen sowie öffentliche Institutionen. Das Beratungsangebot umfasst alle Fragen der strategischen Unternehmensführung.

An dieser Stelle möchte sich der Vorstand bei *Roland Berger Strategy Consultants* nochmals vielmals für diese Unterstützung bedanken. Dabei darf auch nicht unerwähnt bleiben, dass *Roland Berger Strategy Consultants* einen Mitgliedsbeitrag von EUR 1.000 entrichtet. Die Beratungsgesellschaft wird damit zu einem unserer wichtigsten Förderer. Außerdem stellt *Roland Berger Strategy Consultants* einen Dozenten für das Jahrestreffen 2006, Dr. Robert Simon.

Die Fördermitgliedschaft wurde durch Alumni-Vorstandsmitglied Christian Storck vermittelt (unten). Auch an Christian geht nochmals ein herzliches Dankeschön!

Euer Vorstand



## Ankündigung: 3. Jahrestreffen des M&A Alumni e.V. in Frankfurt

Excellence in any language. **Linklaters**



Frankfurt ist ein zentraler Finanzplatz in Europa. Die Deutsche Börse hat die bedeutendsten Banken und Finanzinstitute der Welt an den Main gezogen. Von hier werden täglich Kapitalmarkt-Transaktionen sowie Unternehmenskäufe und -verkäufe durchgeführt.

Aus diesem Grund dürfte Frankfurt ein würdiger Standort für unser 3. Jahrestreffen werden, das aller Voraussicht nach Ende September 2006 stattfinden wird. Das genaue Datum wird mitgeteilt, sobald es feststeht; dies dürfte in den kommenden Tagen der Fall sein.

Eingeladen hat dieses Jahr unser offizieller Schirmherr *Linklaters*. Die Kanzlei hat in Frankfurt sicherlich einen der ungewöhnlichsten Konferenzetagen Deutschlands. Die Räumlichkeiten von *Linklaters* im TRIANON-Gebäude auf der Mainzer Landstraße haben nicht nur einen wunderschönen Ausblick; das Design ist ausgesprochen futuristisch und hat bereits diverse Architekturpreise gewonnen (siehe unten).



Die Vorbereitungen für das Jahrestreffen laufen auf vollen Touren. Einbringen wollen und werden sich neben dem Vorstand unter anderem der M&A-Stammtisch Frankfurt unter Federführung von Regionalvorstand Mitteldeutschland Tina Kuhnwaldt sowie Alumni-Mitglied Stefan Hirsch von *Bertelsmann*. Vielen Dank dafür an dieser Stelle!

Einige Dozenten stehen bereits fest: Dr. Robert Simon von unserem neuen Hauptsponsor *Roland Berger Strategy Consultants* (siehe Seite 2) wird ebenso einen Vortrag halten sowie Frankfurter Rechtsanwälte unseres Gastgebers *Linklaters*. Außerdem wird aller Wahrscheinlichkeit nach unser Dozent Dr. Martin Zieger von der *KPMG* (rechts) unserer Veranstaltung treu bleiben und einen Vortrag zum Thema "Besonderheiten bei der Bewertung von Versicherungsunternehmen" oder zu "Neuerungen beim IDW S1" halten. Letztlich hat Dr. Sinewe von *Mayer, Brown, Rowe & Maw LLP* bereits einen Vortrag zugesagt.



Genauere Informationen hierzu folgen im kommenden M&A-Rundbrief.

Euer Vorstand

---

### RUCKBLICK: 3. Spring Course 2006 in Frankfurt



Vom 2.-4. März 2006 fand zum nunmehr dritten Mal der „Spring Course „Mergers & Acquisitions“ zu dem Leitthema „The M&A Process - The Role of Investment Banks and Advisors“ statt. Ziel des in den Räumlichkeiten von P+P Pöllath + Partner in Frankfurt stattfindenden Kurses war es, aus internationaler Perspektive den Teilnehmern praxisorientiert rechtliche und wirtschaftliche Zusammenhänge von Unternehmensübernahmen und Fusionen zu vermitteln. Das dreitägige Intensivseminar wurde von international tätigen Praktikern in englischer Sprache durchgeführt.

Namhafte Vertreter der unterstützenden Kanzleien und Unternehmen Ashurst, Citigroup, Clifford Chance, Hengeler Mueller, Lazard, P+P Pöllath + Partner sowie UBS Deutschland gewährten einen umfassenden Einblick in Praxis und aktuelle Trends im Topsegment der M&A-Branche. Die hochkarätigen Dozenten ihres Fachs referierten auch über ihre Erfahrungen und Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Entwicklungen in verschiedenen Bereichen des M&A-Geschäfts. Gesellige Abende im Kreis der Teilnehmer und Dozenten rundeten das Programm ab und boten Gelegenheit zum Austausch mit Berufskollegen anderer Kanzleien, Banken und Industrieunternehmen.

Weitere Informationen befinden sich auf der Internet-Präsenz [www.spring-course.de](http://www.spring-course.de).

**RÜCKBLICK: Die Absolventenfeier des Studiengangs 2004/2005 am 29.10.2005**

Am Samstag, den 29. Oktober 2005 fand in der Aula des Schlosses der Westfälischen Wilhelms-Universität die Abschlussfeier des Studiengangs "Mergers & Acquisitions" statt.

Unter anderem stellte dabei unser Vorstandsmitglied Christian Storck in einer kurzen Rede den Alumni-Verein des Studiengangs "Mergers & Acquisitions" vor (siehe unteres rechtes Bild).

Besonders hervorzuheben ist an dieser Stelle außerdem der Jahrgangsbeste des M&A-Jahres 2004/2005, unser neues Alumni-Mitglied Gerrit Stumpf (im unteren linken Bild zweiter von rechts). Gerrit hat sich bereits als Organisator zahlreicher Karnevalsveranstaltungen für Alumni-Mitglieder hervorgetan; keiner der Teilnehmer der Kölner Karnevalssitzungen mit Gerrit kann sich anschließend wirklich genau an alles erinnern (als Ursache wurde bereits die berühmt-berüchtigte „Kalte Ente“ ausgemacht – wer nicht weiß, was das ist, Gerrit fragen!), aber die ganz herrschende Meinung ist: Absolut empfehlenswert!

Nach dem offiziellen Teil bestand dann für die Absolventen und Dozenten die Möglichkeit, bei einem kleinen Empfang im Schlossfoyer das vergangene Studienjahr Revue passieren zu lassen (siehe Bilder nächste Seite).





---

**Jahrbuch: „Forum Unternehmenskauf 2005“**

## MERGERS & ACQUISITIONS

Im Nomos-Verlag ist das zweite Jahrbuch des Postgraduierten-Studiengangs „Mergers & Acquisitions“ unter dem Titel „**Forum Unternehmenskauf 2005**“ erschienen. Als Sammelband vereint es eine Auswahl der besten Masterarbeiten aus dem Jahrgang 2003/2004.

Die Herausgabe erfolgt in Zusammenarbeit mit der Kanzlei P+P Pöllath + Partner.

Prof. Dr. Dieter Birk, RA Reinhard Pöllath, LL.M. und Prof. Dr. Ingo Saenger (Herausg.)  
Forum Unternehmenskauf 2005  
Aus dem Münsteraner Studiengang „Mergers & Acquisitions“  
Nomos Verlag  
Baden-Baden 2006  
EUR 79,00  
ISBN: 3-8329-1778-0

---

**Der M&A-Beitrag** (*beginnend auf nächster Seite*)

***Unternehmensbewertung:  
Aktuelle Änderungen und deren Auswirkungen auf die Bewertungspraxis***

von Dipl.-Kfm. (Int.) Dr. Michael J. Munkert, MSc, LL.M.



# Unternehmensbewertung: Aktuelle Änderungen und deren Auswirkungen auf die Bewertungspraxis

Dipl.-Kfm. (Int.) Dr. Michael J. Munkert, MSc, LL.M.<sup>1</sup>

## Zusammenfassung

Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) hat vor kurzem gravierende Änderungen der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 n.F.) beschlossen. MUNKERT • KUGLER + Partner hat in einer umfangreichen empirischen Analyse die Auswirkungen auf die Höhe der in der Unternehmensbewertungspraxis berechneten Unternehmenswerte ermittelt. Der folgende Beitrag fasst die wichtigsten Änderungen von IDW S 1 n.F. zusammen und zeigt die Konsequenzen für die Unternehmensbewertungspraxis auf.

## 1. Anlässe einer Unternehmensbewertung

Bei zahlreichen Anlässen ist eine Unternehmensbewertung erforderlich. Dabei ist zwischen Bewertungen aufgrund gesetzlicher Vorschriften, Bewertungen auf vertraglicher Grundlage und sonstigen Bewertungsanlässen zu unterscheiden. **Gesetzliche Anlässe** sind zum Beispiel der Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, die Eingliederung von Tochtergesellschaften, der Squeeze-Out, der Formwechsel, die Verschmelzung, die Spaltung sowie Vermögensübertragungen. **Bewertungen auf vertraglicher Grundlage** erfolgen insbesondere beim Eintritt und Austritt von Gesellschaftern aus einer Personengesellschaft, bei Erbauseinandersetzungen und Erbteilungen sowie Abfindungsfällen im Familienrecht. Daneben wird vielfach eine Unternehmensbewertung vor dem **Hintergrund unternehmerischer Initiative**, wie z.B. Kauf oder Verkauf von Unternehmen, Fusionen, Zuführung von Eigen- oder Fremdkapital, Sacheinlagen, Going Public, Management Buy Out oder im Rahmen von wertorientierten Managementkonzepten vorgenommen. Darüber hinaus müssen Unternehmen häufig aus **handels- und steuerrechtlichen Gründen** bewertet werden.

---

<sup>1</sup> Dr. Michael J. Munkert, MSc, LL.M. ist Geschäftsführer der Unternehmensberatungsgesellschaft MKC CONSULTANTS GmbH und Mitglied der Geschäftsleitung von MUNKERT • KUGLER + Partner, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte. MUNKERT • KUGLER + Partner ist national mit über 400 Mitarbeitern an 40 Standorten tätig und international als Mitglied der Geneva Group International in mehr als 50 Ländern vertreten.



## 2. Relevante Unternehmensbewertungsverfahren

In der Unternehmensbewertungstheorie und -praxis existieren verschiedene Bewertungsverfahren. Grundsätzlich ist zwischen marktorientierten, vermögensorientierten und ertragsorientierten Verfahren zu unterscheiden.

Zu den **vermögensorientierten Verfahren** zählen das Substanzwert- und das Liquidationswertverfahren. Eine ausschließliche Orientierung am Wert der betrieblichen Substanz vernachlässigt die Ertragssituation des Unternehmens und scheidet daher aus. Der Liquidationswert eines Unternehmens stellt hingegen die Untergrenze des Unternehmenswerts dar.

Bei den **marktorientierten Bewertungsverfahren** ist zwischen dem Börsenwert und der Multiplikatormethode zu unterscheiden. Da mittelständische Unternehmen i.d.R. nicht börsennotiert sind, wird der Unternehmenswert anhand von Vergleichsunternehmen bzw. -transaktionen ermittelt. Da die Unternehmenswerte von Vergleichsunternehmen und -transaktionen nur bedingt verfügbar sind und der Bewerter über einen erheblichen Bewertungsspielraum verfügt, eignet sich dieses Verfahren jedoch nur für eine überschlägige Wertermittlung bzw. zur Plausibilisierung.

Die **ertragsorientierten Verfahren** stellen daher die im Rahmen einer Unternehmensbewertung maßgeblichen Bewertungsverfahren dar. Es ist zwischen dem in der deutschen Bewertungspraxis üblichen **Ertragswertverfahren** und den in der angelsächsischen Bewertungspraxis üblichen **Discounted Cashflow (DCF) Verfahren** zu unterscheiden.

Bei ersterem wird der Unternehmenswert durch die Diskontierung der Überschüsse zukünftiger Ertragsüberschüsse, bei letzteren durch Diskontierung von Einzahlungsüberschüssen ermittelt. Es sind somit einerseits die Ertrags- bzw. Einzahlungsüberschüsse zukünftiger Perioden zu prognostizieren und andererseits der jeweils adäquate Kapitalisierungszinssatz zu ermitteln. Da die zukünftigen Ertrags- bzw. Einzahlungsüberschüsse nicht unendlich prognostiziert werden können, unterscheidet man zwischen der Detailplanungs- und der Fortführungsphase. Für erstere wird eine detaillierte Unternehmensplanung (i.d.R. 3- 5 Jahre) vorgenommen, für letztere wird der nachhaltig erzielbare Ertrags- bzw. Einzahlungsüberschuss als ewige Rente ermittelt. Sofern nachhaltig ein Preis- und/oder Mengenwachstum erzielt werden kann, wird dieses über einen Abschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Auf Grund seiner Hebelwirkung stellt der Kapitalisierungszinssatz die zentrale Determinante für den Unternehmenswert dar. Bei korrekter Berechnung müssen Ertragswert- und DCF-Verfahren zu demselben Unternehmenswert führen.



### 3. Aktuelle Änderungen in der Unternehmensbewertung

Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) hat die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) grundlegend überarbeitet. Die Änderungen betreffen im Wesentlichen die **Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes** sowie die damit verbundene **Abkehr von der Vollausschüttungshypothese**.

#### 3.1 Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes

Der Kapitalisierungszinssatz stellt die Rendite einer vergleichbaren Alternativinvestition dar. Er setzt sich aus vier Komponenten zusammen:

- Basiszinssatz
- Risikozuschlag
- Persönliche Ertragsteuern
- Wachstumsabschlag

##### 3.1.1 Basiszinssatz

Als Basiszinssatz ist die Verzinsung einer risikolosen laufzeitäquivalenten Alternativanlage zu Grunde zu legen. Staatsanleihen kommen dieser risikolosen Anlage am nächsten. Bisher orientierte sich das IDW an der in der Vergangenheit erzielten durchschnittlichen Rendite öffentlicher Anleihen. Schon lange haben wir darauf hingewiesen, dass richtigerweise die **Zinsstrukturkurve am Bewertungsstichtag** zu Grunde zu legen ist, d.h. für die Diskontierung der einzelnen Ertragsüberschüsse der Planjahre der jeweils korrespondierende laufzeitäquivalente Zinssatz anzusetzen ist. Dies wird vom IDW neuerdings ebenso gesehen. Aus Vereinfachungsgründen wird vom IDW nunmehr aus der Zinsstrukturkurve ein einheitlicher Basiszinssatz ermittelt. Bei dem aktuellen Zinsniveau befürwortet das IDW unter der Annahme einer moderat wachsend abzuzinsenden Zahlungsreihe einen **Basiszinssatz in Höhe von 4,25 %**. **Dies führt im Vergleich zur bisherigen Auffassung des IDW zu einer Absenkung des Kapitalisierungszinssatzes und somit zu einer Erhöhung der Unternehmenswerte.**

##### 3.1.2 Risikozuschlag

Die künftigen finanziellen Überschüsse können aufgrund der Ungewissheit der Zukunft nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelden. Theorie und Praxis gehen übereinstimmend davon aus, dass die Wirtschaftssubjekte zukünftige Risiken



stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion). Unter Berücksichtigung dieser Risikoeinstellung kann die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse grundsätzlich durch zwei Vorgehensweisen in die Bewertung eingehen: Als **Abschlag vom Erwartungswert der finanziellen Überschüsse** (Sicherheitsäquivalenzmethode, Ergebnisabschlagsmethode) oder als **Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz** (Zinszuschlagsmethode, Risikozuschlagsmethode).

Die national und international üblicherweise angewandte Zinszuschlagsmethode hat den Vorteil, dass sie sich auf empirisch beobachtbares Verhalten stützen kann und erlaubt damit eine marktorientierte Vorgehensweise bei der Bemessung von Risikozuschlägen. Wegen der Problematik einer eindeutigen Abgrenzung sollte nicht zwischen unternehmensspeziellen und allgemeinen Risiken unterschieden und das **(gesamte) Unternehmerrisiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden**. Im Zähler der Bewertungsformeln sind dann die Erwartungswerte anzusetzen.

Die konkrete Höhe des Risikozuschlags ist in der Praxis insbesondere wegen **unterschiedlicher Grade der Risikoaversion nur mit Hilfe von Typisierungen** und vereinfachenden Annahmen festzulegen. Am Markt beobachtete Risikoprämien sind hierfür geeignete Ausgangsgrößen, die an die Besonderheiten des Bewertungsfalls anzupassen sind. Eine bloße Übernahme beobachteter Risikoprämien scheidet grundsätzlich aus, weil sich das zu bewertende Unternehmen in aller Regel hinsichtlich seiner durch externe und interne Einflüsse (z.B. Standort-, Umwelt- und Brancheneinflüsse, Kapitalstruktur, Kundenabhängigkeit, Produktprogramm) geprägten spezifischen Risikostruktur von den Unternehmen unterscheidet, für die Risikoprämien am Markt beobachtet worden sind. Darüber hinaus müssen für die Vergangenheit beobachtete Risikoprämien angepasst werden, wenn für die Zukunft andere Einflüsse erwartet werden. Dabei hat der unternehmensspezifische Risikozuschlag sowohl das **operative Risiko aus der Art der betrieblichen Tätigkeit** als auch das vom **Verschuldungsgrad beeinflusste Kapitalstrukturrisiko** abzudecken.

Wie eine marktgestützte Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes mit Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern erfolgen kann, wird im Folgenden mit Hilfe des nunmehr vom **IDW befürworteten Tax-Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM)** erläutert.



### 3.1.3 Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern

Die finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen sind mit den aus einer gleichartigen Alternativinvestition zu erzielenden finanziellen Überschüssen zu vergleichen. Hierzu ist neuerdings typisierend auf die Renditen von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) als Ausgangsgröße abzustellen. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung des Unternehmenseigners unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der Steuerbelastung zu ermitteln, die im Durchschnitt auf Renditen solcher Anlagen entfällt.

Nach IDW S 1 n.F. ist der **unterschiedlichen Besteuerung von Dividenden und Kursgewinnen als Bestandteilen von Aktienrenditen Rechnung zu tragen**. Während Dividendenzahlungen nach dem Halbeinkünfteverfahren hälftig mit Einkommensteuer belastet werden, unterliegen Kursgewinne für einen typisierten Anteilseigner regelmäßig nicht der Einkommensteuer, da unterstellt wird, dass keine Beteiligung i.S.d. § 17 Abs. 1 Satz 1 EStG vorliegt und eine Veräußerung nicht im Zeitraum gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 EStG stattfindet. Insofern unterscheiden sich Vor- und Nachsteuer-Kapitalisierungszinssatz durch die Einkommensteuerbelastung auf die Dividendenrendite.

Nach dem Tax-CAPM ermittelt sich der Kapitalisierungszinssatz (ohne Wachstumsabschlag) nach folgender Berechnungsformel:

$$r_{EK(EST)} = r_f \times (1 - s_{EST}) + \beta_i \times [k_M + d_M \times (1 - 0,5 \times s_{EST}) - r_f \times (1 - s_{EST})]$$

Der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern ( $r_{EK(EST)}$ ) setzt sich aus der risikolosen Verzinsung ( $r_f$ ) nach Abzug persönlicher Ertragsteuern ( $s_{EST}$ ) und dem Risikozuschlag zusammen. Der Risikozuschlag ermittelt sich durch Multiplikation des Betafaktors mit der Markttrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern. Die Markttrisikoprämie ergibt sich aus der Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios ( $r_M$ ) und der risikolosen Verzinsung. Die Rendite des Marktportfolios setzt sich zusammen aus der Dividendenrendite ( $d_M$ ) und der Kursgewinnrendite ( $k_M$ ). Dabei wird nach IDW S 1 n.F. unterstellt, dass die Kursgewinnrendite steuerfrei ist und die Dividendenrendite der hälftigen Besteuerung (Halbeinkünfteverfahren) unterliegt.



Empirische Untersuchungen zeigen, dass die **Marktrisikoprämie vor Steuern zwischen 4 % und 5 % und nach Steuern zwischen 5 % und 6 %** liegt. Im Folgenden wird eine Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5,5 % unterstellt. Der Betafaktor kann bei mittelständischen Unternehmen nicht direkt ermittelt werden, da diese i.d.R. nicht börsennotiert sind. Nach IDW S 1 ist bei der objektivierten Unternehmensbewertung ein **typisierter Steuersatz ( $s_{\text{Est}}$ ) in Höhe von 35 %** anzusetzen.

Nimmt man an, dass das Risiko des zu bewertenden Unternehmens mit dem durchschnittlichen Risiko des Gesamtmarkts identisch ist, ergibt sich ein Kapitalisierungszinssatz in Höhe von

$$r_{\text{EK(EST)}} = 4,25\% \times (1 - 0,35) + 1,0 \times 5,5\% = 2,7625\% + 5,5\% = 8,2625\%$$

**Im Vergleich zur bisherigen Auffassung des IDW kommt es zu einer erheblichen Erhöhung des Kapitalisierungszinssatzes und somit zu einer Absenkung der Unternehmenswerte. Diese übersteigt i.d.R. die unternehmenswertsteigernde Wirkung der Absenkung des Basiszinssatzes.**

### 3.1.4 Wachstumsabschlag

Die finanziellen Überschüsse werden auch durch Preisänderungen beeinflusst. Zu erwartende Preissteigerungen werden bei der Unternehmensbewertung im Rahmen einer Nominalrechnung berücksichtigt. Finanzielle Überschüsse und Kapitalisierungszinssatz sind in einer **Nominalrechnung einschließlich erwarteter Preissteigerungen** zu veranschlagen. Ebenso enthält der landesübliche risikofreie Zinssatz, der einen Bestandteil des Kapitalisierungszinssatzes darstellt, eine Geldentwertungsprämie und ist damit eine Nominalgröße.

Ferner können nicht nur Preissteigerungen, sondern auch **Mengen- und Strukturveränderungen** (Absatzausweitungen oder -einbrüche, Kosteneinsparungen) Ursachen für Veränderungen der nominalen finanziellen Überschüsse sein.

Für die Schätzung des künftigen (preis- und/oder mengenbedingten) nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse kann die erwartete Geldentwertungsrate daher nur ein erster Anhaltspunkt sein. Die Preissteigerungen, denen sich das Unternehmen auf den Beschaffungsmärkten gegenüberstellt, können mehr oder weniger stark von dieser Geldentwertungsrate abweichen und sind zudem meist für die jeweiligen Einsatzfaktoren unterschiedlich hoch. Darüber hinaus kann nicht ohne weiteres unterstellt werden, dass diese Preissteigerungen voll auf die Kunden überwältzt werden können. Vielmehr ist im konkreten Bewertungsfall eine Annahme dar-



über zu treffen, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen überwältzt werden können und darüber hinaus Mengen- und Strukturänderungen zu erwarten sind.

Während das Wachstum in der Detailplanungsphase nach IDW S 1 n.F. direkt in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet wird, erfordert die Ermittlung eines nachhaltigen Wachstums in der zweiten Phase (ewige Rente) zunächst eine eingehende Analyse auf der Basis langfristig zu prognostizierender Wachstumstrends.

### 3.2 Abkehr von der Vollausschüttungshypothese

Bisher wurde im Rahmen der Unternehmensbewertung fiktiv davon ausgegangen, dass sämtliche Ertragsüberschüsse ausgeschüttet werden und im Jahr der Entstehung den Anteilseignern zufließen.

Bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts ist nach IDW S 1 n.F. von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzeptes und rechtlicher Restriktionen (z.B. Bilanzgewinn, ausschüttbarer handelsrechtlicher Jahresüberschuss) zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.

Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, sind die Ausschüttungen der finanziellen Überschüsse sowie die Verwendung thesaurierter Beträge für die **Detailplanungsphase** auf **Basis des individuellen Unternehmenskonzeptes** und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen zu bestimmen.

Im Rahmen der **Fortführungsphase** ist nach IDW S 1 n.F. grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das **Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage** ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Für die Wiederanlage der thesaurierten Beträge ist dann kapitalwertneutral typisierend die Anlage zum Kapitalisierungszinssatz (vor Berücksichtigung der auf der Unternehmensebene anfallenden Steuern) anzunehmen. Die Berücksichtigung der Wiederanlageerträge aus der Thesaurierung kann entweder im Zähler oder im Nenner in Form eines zusätzlichen Wachstumsabschlags in der ewigen Rente erfolgen.

**Die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese führt tendenziell zu einer Erhöhung der Unternehmenswerte. Der Effekt ist jedoch geringer als die unternehmenswertsenkende Wirkung der veränderten Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes.**



#### 4. Empirische Analyse der Auswirkungen auf den Unternehmenswert

MUNKERT • KUGLER + Partner hat in der **bisher umfangreichsten empirischen Erhebung** die Höhe und die Methodik der in der Bewertungspraxis angesetzten Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes analysiert. Hierzu wurden sämtliche Unternehmen, die in den letzten 20 Jahren an einem Spruchverfahren beteiligt waren und sind, angeschrieben. Spruchverfahren sind spezielle gerichtliche Verfahren, in denen die Angemessenheit von Abfindungen für Minderheitsgesellschafter überprüft wird. MUNKERT • KUGLER + Partner ist selbst im Rahmen zahlreicher Spruchverfahren als Sachverständiger zur Überprüfung der Unternehmensbewertungsgutachten anderer Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, insbesondere der Big Four, tätig. Dabei handelt es sich v.a. um die Bewertung börsennotierter Konzerne, die weltweit tätig sind.

Von allen Spruchverfahren der letzten 20 Jahre konnten mehr als ein Drittel untersucht werden. Der durchschnittliche Basiszinssatz beträgt 6,23 %, der durchschnittliche Risikozuschlag 3,33 %, die durchschnittliche Ertragsteuerbelastung (sofern diese berücksichtigt wird) 35 % und der durchschnittliche Wachstumsabschlag 0,70 %. Der **durchschnittliche Kapitalisierungszinssatz beträgt in der Detailplanungsphase 6,67 % und in der Fortführungsphase 6,07. Der durchschnittliche Kapitalisierungszinssatz in der Bewertungspraxis liegt somit um 1,6 Prozentpunkte bzw. 19 % unter dem nach IDW S 1 n.F. durchschnittlich zu erwartenden Kapitalisierungszinssatz.**

Nachdem die tatsächlich in der Bewertungspraxis angesetzten Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes ermittelt wurden, konnten knapp 900 Unternehmenswerte an Hand IDW S 1 n.F. sowie selbst entwickelter Berechnungsmethoden neu berechnet werden.

Im Durchschnitt können sowohl die von Unternehmen angebotenen als auch die in Spruchverfahren festgesetzten **Abfindungen als angemessen bezeichnet werden.** In den meisten Fällen führt eine **korrekte Berechnung der Unternehmenswerte zu einer Absenkung der Abfindungen, wobei in Extremfällen eine Halbierung der Abfindung resultiert.** Die Ursache für teilweise deutlich überhöhte Abfindungen liegt bei den nach dem Halbeinkünfteverfahren bewerteten Unternehmen v.a. in der **fehlerhaften Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern** und bei den Gerichtsentscheidungen in einem **zu niedrigen Risikozuschlag.** Die durchgeführte Einzelfallanalyse zeigt jedoch, dass in 27 Fällen die von Unternehmen angebotene und in 12 Fällen die im Spruchverfahren festgesetzte Abfindung zu niedrig ist und somit gegen die Eigentumsgewährleistung gem. Art. 14 Abs. 1 GG verstoßen wird. Eine vergleichende **Bewertung nach IDW S 1 n.F.** und den selbst entwickelten Berechnungsmethoden führt im Halbeinkünfteverfahren zu nahezu identischen Unternehmenswerten. Diese liegen **um durchschnittlich 17 % unter den in der Gutachtenpraxis ermittelten Werten.** Die selbst entwickelten Bewertungsmethoden sind jedoch im Vergleich zu IDW S 1 n.F. leichter anwendbar und berücksichtigen auch die Besonderheiten mittelständischer Unternehmen.



## 5. Zusammenfassung

Die kürzlich erfolgten Änderungen der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) betreffen im Wesentlichen die **Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes** sowie die damit verbundene **Abkehr von der Vollausschüttungshypothese**. Sie führen zu einer Erhöhung des Kapitalisierungszinssatzes und somit einer Absenkung der Unternehmenswerte. Die von MUNKERT • KUGLER + Partner durchgeführte umfangreiche empirische Analyse zeigt, dass mit den Änderungen ein **Absinken der Unternehmenswerte um durchschnittlich 17 %** verbunden ist. Da Unternehmensbewertungen bei zahlreichen Anlässen zu erstellen sind, sind die Änderungen mit **gravierenden Auswirkungen** verbunden. Dies gilt insbesondere, wenn die von Wirtschaftsprüfern erstellten Unternehmensbewertungsgutachten auf Grund gesetzlicher oder vertraglicher Regelungen die **Grundlage für die Bemessung von Abfindungen** darstellen. Dies gilt umso mehr, als die Änderungen von IDW S 1 auch auf Bewertungsstichtage in der Vergangenheit anwendbar sind, für die Unternehmensbewertungsgutachten zu erstellen sind.

### Veröffentlichungshinweis:

Die prämierte Untersuchung zur Angemessenheit der Abfindungen für Minderheitsgesellschafter und den Methoden zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist unter dem Titel **„Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung. Theorie, Gutachtenpraxis und Rechtsprechung in Spruchverfahren“** im Gabler/DUV Verlag erschienen.

# ÜBERNAHMEANGEBOT

Close Brothers GmbH ist Teil der Close Brothers Gruppe, die mit einer Marktkapitalisierung von über € 1,5 Mrd. zu den führenden unabhängigen Investmentbanken Europas gehört. Close Brothers ist Spezialist für maßgeschneiderte Corporate Finance Dienstleistungen, insbesondere M&A, Restrukturierungsberatung, Debt Advisory und Capital Raising. Unsere Mandanten sind erfolgreiche, internationale Konzerne, Familienunternehmen und junge Wachstumsunternehmen.

Aufgrund unseres starken Wachstums, suchen wir für unser Büro in Frankfurt

Drei Analysten (m/w)

## MERGERS & ACQUISITIONS

Sie arbeiten eigenverantwortlich in **dynamischen, internationalen Teams** an einem breiten Spektrum von Corporate Finance Beratungsprojekten.

Sie sind hochmotiviert und besitzen fundierte Kenntnisse der **Finanzanalyse**. Ihre fachlichen Stärken ergänzen Sie durch ausgeprägtes analytisches und konzeptionelles Denkvermögen, Präzision im Detail, Kooperationsfähigkeit sowie Kommunikationsstärke auf allen Ebenen. Ihr Englisch ist verhandlungssicher in Wort und Schrift.

Wir bieten eine anspruchsvolle und überdurchschnittlich dotierte Position mit **exzellenten Entwicklungsmöglichkeiten**. Unsere Philosophie ist es, dass unsere Mitarbeiter Partner und somit Gesellschafter des Unternehmens werden.

Überzeugen Sie uns. Senden Sie Ihre aussagefähige Kurzbewerbung an:  
Frau Katrin Kleinemeier, Personalmanager, Rahmhofstrasse 2-4, 60313 Frankfurt oder per email: [katrin.kleinemeier@closebrothers.de](mailto:katrin.kleinemeier@closebrothers.de)

