

---

DIE BERÜCKSICHTIGUNG VON STEUERN BEI  
DER BEWERTUNG VON UNTERNEHMEN

- EINE QUANTITATIVE UNTERSUCHUNG UNTER BESONDERER  
BERÜCKSICHTIGUNG DER UNTERNEHMENSTEUERREFORM 2008 -

---

INAUGURALDISSERTATION  
ZUR ERLANGUNG DES DOKTORGRADES  
DER  
WIRTSCHAFTS- UND SOZIALWISSENSCHAFTLICHEN FAKULTÄT  
DER  
**UNIVERSITÄT ZU KÖLN**  
2008

VORGELEGT VON  
DIPL.-KFM. ANDREAS BLUM  
WIEHL

REFERENT: UNIV.-PROF. DR. NORBERT HERZIG  
KORREFERENT: UNIV.-PROF. DR. CHRISTOPH KUHNER  
  
EINGEREICHT AM: 13.10.2008  
  
TAG DER PROMOTION: 06.02.2009

## I. Inhaltsverzeichnis

I.	Inhaltsverzeichnis.....	II
II.	Abkürzungsverzeichnis .....	XI
III.	Symbolverzeichnis .....	XV
IV.	Tabellenverzeichnis .....	XXIV
V.	Abbildungsverzeichnis .....	XXXIV
1	Einleitung .....	1
1.1	Unternehmensbewertung und Steuern in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer.....	1
1.2	Zielsetzung der Untersuchung .....	6
1.3	Sachliche Grenzen der Untersuchung .....	8
1.4	Gang der Untersuchung.....	10
2	Unternehmensteuerreform 2008 .....	12
2.1	Einleitung zu Kapitel 2.....	12
2.2	Entstehung und zentrale Reformansätze .....	12
2.3	Übergreifende Änderungen.....	18
2.3.1	Änderungen im Zusammenhang mit der Gewerbesteuer .....	18
2.3.2	Zinsschranke .....	21
2.4	Änderungen in der Besteuerung von Kapitalgesellschaften und deren Anteilseignern .....	29
2.4.1	Reduzierung des Körperschaftsteuersatzes .....	29
2.4.2	Änderungen in der Besteuerung von Dividenden und Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften .....	30
2.4.2.1	Vorbemerkung.....	30
2.4.2.2	Besteuerung von Gewinnanteilen (Dividenden).....	31
2.4.2.3	Besteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an einer Körperschaft .....	33

2.5	Änderungen in der Besteuerung von gewerblichen Personenunternehmen.....	34
2.5.1	Änderung der Anrechnung der GewSt auf die ESt.....	34
2.5.2	Steuerliche Gesamtbelastung in Abhängigkeit von der Entnahmepolitik.....	34
2.5.2.1	Besteuerung zum persönlichen Einkommensteuersatz (Besteuerungsvariante I).....	36
2.5.2.2	Inanspruchnahme der Thesaurierungsbegünstigung für nicht entnommene Gewinne mit späterer Entnahme und Nachversteuerung (Besteuerungsvariante II).....	38
2.5.2.2.1	Thesaurierungsbegünstigung nicht entnommener Gewinne ...	38
2.5.2.2.2	Nachversteuerung bei Entnahme zuvor begünstigt beststeuerter Gewinne .....	40
2.5.2.3	Vergleich der Besteuerungsvarianten I und II und Vorteilhaftigkeitskalkül.....	44
2.6	Anwendungsvorschriften .....	49
2.7	Zusammenfassung der tendenziellen Auswirkungen der Steuerrechtsänderungen auf die Unternehmenswerte.....	50
2.8	Anhang zu Kapitel 2 .....	52
2.8.1	Ableitung der optimalen Besteuerungsvariante.....	52
2.8.2	Berechnungsnachweis zur Ermittlung der Einkommensteuer auf Steuerentnahmen.....	57
3	Eigenkapitalkosten – Konzeption und künftige Entwicklung .....	59
3.1	Vorgehensweise zur Ableitung von Eigenkapitalkosten.....	59
3.2	Steuerliche Annahmen .....	60
3.3	Ableitung von Eigenkapitalkosten .....	61
3.3.1	Eigenkapitalkosten bei Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens .....	61
3.3.2	Eigenkapitalkosten bei Anwendung des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	66
3.3.2.1	Eigenkapitalkosten und Kursgewinnbesteuerung .....	66
3.3.2.1.1	Vorbemerkung .....	66
3.3.2.1.2	Einbeziehung einer effektiven Kursgewinnbesteuerung .....	67
3.3.2.1.3	Haltedauer für Zwecke einer objektivierten Unternehmensbewertung .....	68
3.3.2.2	Formale Ableitung der Eigenkapitalkosten.....	72

3.4	Eigenkapitalkosten für Zwecke quantitativer Untersuchungen.....	75
4	Ausgewählte Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung als Beurteilungsmaßstab für Verfahren der Unternehmensbewertung .....	81
4.1	Systematisierung von Grundsätzen und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung .....	81
4.2	Ausgewählte Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung .....	83
4.2.1	Zuflussprinzip .....	83
4.2.2	Vergleichsprinzip .....	84
4.3	Ausgewählte Äquivalenzgrundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung .....	86
4.3.1	Ausschüttungsäquivalenz.....	86
4.3.2	Steueräquivalenz.....	87
4.4	Grundlegende Annahmen und Fiktionen.....	89
4.4.1	Annahme einer teilweisen Gewinnthesaurierung .....	89
4.4.2	Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts und Annahme einer (un-)endlichen Haltedauer .....	89
4.5	Sonstige bewertungsrelevante Aspekte .....	95
4.5.1	Objektivierbarkeit des Bewertungsansatzes .....	95
4.5.2	Kommunizierbarkeit des Bewertungsansatzes .....	96
5	Grundlegende Arbitrageüberlegungen und die objektivierte Bewertung von Kapitalgesellschaften im einfachen Rentenmodell (Bewertungsfallgruppe 1)...	97
5.1	Annahmen und grundlegende Prämissen .....	97
5.2	Grundlegende Überlegungen und Darstellung der Vorgehensweise .....	99
5.3	Ermittlung des Werts eines unverschuldeten Unternehmens .....	101
5.3.1	Ermittlung des Free Cash-flow ( $FCF_U$ ) .....	101
5.3.2	Ermittlung der Eigenkapitalkosten eines fiktiv unverschuldeten Unternehmens ( $i_{U,EK}$ ) .....	103
5.4	Wertbeitrag der Fremdfinanzierung $WB^F$ und Risikoniveau I und II nach <i>Drukarczyk/Schüler</i> .....	104
5.5	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren .....	105
5.5.1	Bewertungskalkül bei Annahme des Risikoniveaus I .....	105
5.5.1.1	Grundlegende Überlegungen zur Abbildung einer Investition in ein vollständig eigenfinanziertes Unternehmen.....	106
5.5.1.1.1	Schritt 1: Verkauf des vollständig eigenfinanzierten Unternehmens .....	106

5.5.1.1.2	Schritt 2: Kauf des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens .....	107
5.5.1.1.3	Schritt 3: Anlage privater Finanzmittel zum Ausgleich der Fremdfinanzierung auf Ebene des Unternehmens .....	109
5.5.1.2	Ableitung des Tax Shields für den APV-Ansatz .....	111
5.5.1.3	Berechnung des Unternehmenswerts nach dem APV-Verfahren bei Annahme von Risikoniveau I und Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens .....	113
5.5.2	Bewertungskalkül bei Annahme des Risikoniveaus II .....	114
5.5.2.1	Grundlegende Überlegungen zur Abbildung einer Investition in ein anteilig fremdfinanziertes Unternehmen .....	114
5.5.2.1.1	Schritt 1: Verkauf des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens .....	114
5.5.2.1.2	Schritt 2: Kauf des vollständig eigenfinanzierten Unternehmens .....	115
5.5.2.1.3	Schritt 3: Private Kreditaufnahme zur Finanzierung des Anteilserwerbs an dem rein eigenfinanzierten Unternehmen .....	115
5.5.2.2	Ableitung des Tax Shields für den APV-Ansatz .....	117
5.5.2.3	Berechnung des Unternehmenswerts nach dem APV-Verfahren bei Annahme von Risikoniveau II und Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.....	119
5.6	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des neuen Unternehmensteuerrechts ...	120
5.6.1	Bewertungskalkül bei Annahme des Risikoniveaus I .....	120
5.6.1.1	Grundlegende Überlegungen zu Abbildung einer Investition in ein vollständig eigenfinanziertes Unternehmen.....	120
5.6.1.2	Ableitung des Tax Shields für den APV-Ansatz .....	124
5.6.1.3	Berechnung des Unternehmenswerts nach dem APV-Verfahren bei Annahme von Risikoniveau I und Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 .....	125
5.6.2	Bewertungskalkül bei Annahme des Risikoniveaus II .....	126
5.6.2.1	Grundlegende Überlegungen zur Abbildung einer Investition in ein anteilig fremdfinanziertes Unternehmen .....	126
5.6.2.2	Ableitung des Tax Shields für den APV-Ansatz .....	128

5.6.2.3	Berechnung des Unternehmenswerts nach dem APV-Verfahren bei Annahme von Risikoniveau II und Gültigkeit des neuen Unternehmensteuerrechts.....	130
5.7	Quantitatives Beispiel zur Bewertung von Kapitalgesellschaften mittels APV-Verfahren.....	131
5.7.1	Parameter des Beispielunternehmens .....	131
5.7.2	Ermittlung der Unternehmensgesamtwerte für ein ausschließlich eigenfinanziertes Unternehmen.....	133
5.7.3	Ermittlung der Wertbeiträge der Fremdfinanzierung .....	134
5.7.4	Ermittlung der Unternehmenswerte.....	135
5.8	Beurteilung des APV-Ansatzes zur Bewertung von Kapitalgesellschaften im einfachen Rentenmodell anhand ausgewählter Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung .....	137
5.9	Zusammenfassung der Ergebnisse dieses Kapitels .....	140
5.10	Anhang zu Kapitel 4 .....	142
5.10.1	Berechnungsnachweis zu Formel 5–4 .....	142
5.10.2	Berechnungsnachweis zu Formel 5–7 .....	143
5.10.3	Berechnungsnachweis zu Formel 5–12 .....	144
5.10.4	Berechnungsnachweis zu Formel 5–21 .....	145
5.10.5	Berechnungsnachweis zu Formel 5–26 .....	146
5.10.6	Berechnungsnachweis zu Formel 5–35 .....	147
6	Objektivierte Bewertung von Kapitalgesellschaften im Phasenmodell unter Berücksichtigung thesaurierungsbedingten Wachstums (Bewertungsfallgruppe 2).....	148
6.1	Annahmen und Prämissen.....	148
6.2	Unternehmensbewertung unter Annahme reiner Eigenfinanzierung (Fall 2.1 / U2.1).....	152
6.2.1	Grundsätzliche Vorgehensweise im Ertragswertverfahren .....	152
6.2.1.1	Phasenmodell.....	152
6.2.1.2	Eigenkapitalkosten .....	153
6.2.2	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens... ..	154
6.2.2.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls .....	154
6.2.2.2	Thesaurierungsbedingtes Wachstum und Unendlichkeitsphänomene .....	158
6.2.2.3	Quantitatives Beispiel.....	160

6.2.3	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	162
6.2.3.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls .....	162
6.2.3.2	Quantitatives Beispiel .....	166
6.2.3.3	Ableitung alternativer Bewertungskalküle .....	173
6.2.3.3.1	Alternativer Bewertungskalkül I .....	173
6.2.3.3.2	Alternativer Bewertungskalkül II .....	176
6.2.3.3.3	Alternativer Bewertungskalkül III .....	178
6.2.3.3.4	Beurteilung der alternativen Bewertungskalküle.....	184
6.3	Unternehmensbewertung unter Annahme einer anteiligen Fremdfinanzierung .....	196
6.3.1	Grundlegende Überlegungen zu den Auswirkungen einer anteiligen Fremdfinanzierung auf die Bewertung von Kapitalgesellschaften .....	196
6.3.2	Grundsätzliche Vorgehensweise im Ertragswertverfahren .....	198
6.3.2.1	Modifiziertes Phasenmodell .....	198
6.3.2.2	Eigenkapitalkosten und Finanzierungsstrategie .....	198
6.3.3	Bewertungskalkül bei uneingeschränktem Abzug von Fremdkapitalentgelten (Fall 2.2.1 / U2.2.1) .....	202
6.3.3.1	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens...	203
6.3.3.1.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls.....	203
6.3.3.1.2	Quantitatives Beispiel .....	205
6.3.3.2	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	207
6.3.3.2.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls.....	207
6.3.3.2.2	Quantitatives Beispiel .....	208
6.3.4	Bewertungskalkül bei eingeschränktem Abzug von Fremdkapitalentgelten (Fall 2.2.2 / U2.2.2) .....	210
6.3.4.1	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens...	210
6.3.4.1.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls.....	210
6.3.4.1.2	Quantitatives Beispiel .....	211



6.3.4.2	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	213
6.3.4.2.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls .....	213
6.3.4.2.2	Quantitatives Beispiel .....	217
6.4	Zusammenfassung der Ergebnisse dieses Kapitels .....	221
6.5	Anhang zu Kapitel 6 .....	224
6.5.1	Ergänzende Erläuterung zu Formel 6–2 .....	224
6.5.2	Ergänzende Erläuterung zu Formel 6–8 .....	225
6.5.3	Berechnungsnachweis zur Überleitung von Formel 6–11 zu Formel 6–13 (Seite 164 f.) .....	226
6.5.4	Berechnungsnachweis zur Herleitung des Grenzwertes $q$ .....	227
7	Objektivierte Bewertung von gewerblichen Personengesellschaften im Phasenmodell (Bewertungsfallgruppe 3) .....	228
7.1	Vorgehensweise und unterstellte Eigenkapitalkosten .....	228
7.1.1	Untersuchte Fallgestaltungen sowie allgemeine und steuerliche Annahmen .....	228
7.1.2	Eigenkapitalkosten .....	234
7.2	Bewertung von Personengesellschaften unter Annahme reiner Eigenfinanzierung (Fall 3.1 / U3.1) .....	235
7.2.1	Objektivierte Bewertung bei vollständiger periodischer Entnahme des Gewinns (Fall 3.1.1 / U3.1.1) .....	235
7.2.1.1	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuerrechts vor der Unternehmensteuerreform 2008 .....	235
7.2.1.1.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls .....	235
7.2.1.1.1.1	Phase I .....	236
7.2.1.1.1.2	Phase II .....	237
7.2.1.1.2	Quantitatives Beispiel .....	237
7.2.1.2	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	238
7.2.1.2.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls .....	238
7.2.1.2.1.1	Phase I .....	238
7.2.1.2.1.2	Phase II .....	238
7.2.1.2.2	Quantitatives Beispiel .....	239

7.2.2	Objektivierte Bewertung unter Berücksichtigung thesaurierungsbedingten Wachstums (Fall 3.1.2 / U3.1.2) .....	240
7.2.2.1	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems vor der Unternehmensteuerreform 2008 .....	240
7.2.2.1.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls .....	240
7.2.2.1.1.1	Phase I .....	241
7.2.2.1.1.2	Phase II .....	244
7.2.2.1.1.2.1	Alternative I .....	244
7.2.2.1.1.2.2	Alternative II .....	245
7.2.2.1.1.2.3	Alternative III .....	246
7.2.2.1.2	Quantitatives Beispiel .....	246
7.2.2.2	Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	249
7.2.2.2.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls .....	249
7.2.2.2.1.1	Phase I .....	251
7.2.2.2.1.2	Phase II .....	254
7.2.2.2.2	Quantitatives Beispiel .....	255
7.2.2.3	Thesaurierungsbedingtes Wachstum und Unendlichkeitsphänomene bei der Bewertung von Personengesellschaften .....	259
7.3	Bewertung von Personengesellschaften unter Annahme anteiliger Fremdfinanzierung (Fall 3.2 / U3.2) .....	266
7.3.1	Vorgehensweise und Ableitung der Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung .....	266
7.3.2	Bewertungskalkül bei uneingeschränktem Abzug von Fremdkapitalzinsen (Fall 3.2.1 / U3.2.1) .....	268
7.3.2.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls und quantitatives Beispiel für das Steuersystem vor der Unternehmensteuerreform 2008 .....	268
7.3.2.2	Formale Ableitung des Bewertungskalküls und quantitatives Beispiel für das Steuersystem nach der Unternehm- steuerreform 2008 .....	271

7.3.3	Bewertungskalkül bei eingeschränktem Abzug von Fremdkapitalzinsen (Fall 3.2.2 / U3.2.2) .....	275
7.3.3.1	Formale Ableitung des Bewertungskalküls und quantitatives Beispiel für das Steuersystem vor der Unternehmenssteuerreform 2008 .....	275
7.3.3.2	Formale Ableitung des Bewertungskalküls und quantitatives Beispiel für das Steuersystem nach der Unternehmenssteuerreform 2008 .....	280
7.4	Beurteilung des dargestellten Bewertungskalküls für Personengesellschaften anhand ausgewählter Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung .....	285
7.5	Zusammenfassung der Ergebnisse dieses Kapitels .....	288
7.6	Anhang zu Kapitel 7 .....	291
7.6.1	Tabellen zu der Untersuchung der Sensitivität des Bewertungskalküls in Abschnitt 7.2.2.3 (Seite 259 ff.) .....	291
7.6.2	Berechnungsnachweis zu Formel 7–12 .....	293
7.6.3	Berechnungsnachweis zur Herleitung von $q_{\text{eff}}$ .....	295
7.6.4	Formale Einbeziehung von Hinzurechnungsbeträgen nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F. in die formale Darstellung von Fall U3.2.2 .....	296
8	Zusammenfassung.....	298
VI.	Literaturverzeichnis .....	XXXV
VII.	Rechtsquellenverzeichnis .....	LXXII
a)	Gesetze .....	LXXII
b)	Gesetzesmaterialien.....	LXXIII
c)	Sonstige rechtsquellenähnliche Dokumente .....	LXXIV
VIII.	Verzeichnis der Verwaltungsanweisungen .....	LXXV
a)	Bundesfinanzministerium .....	LXXV
b)	Oberste Finanzbehörden der Länder .....	LXXV

## II. Abkürzungsverzeichnis

a.F.	alte Fassung
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz/Absätze
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW
APV-Ansatz	Adjusted Present Value-Ansatz
Art.	Artikel
AStG	Gesetz über die Besteuerung bei Auslandsbeziehungen – Außensteuergesetz –
Aufl.	Auflage
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BBK	Zeitschrift für Buchführung, Bilanzierung, Kostenrechnung (Zeitschrift)
BewP	Bewertungspraktiker (Zeitschrift)
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMG	Bemessungsgrundlage
bpb	Bundeszentrale für politische Bildung
bspw.	beispielsweise
Buchst.	Buchstabe
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
CAPM	Capital Asset Pricing Model
d.h.	das heißt
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
DCF	Discounted Cash Flow
div.	diverse

DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DVFA/SG	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung e.V. / Schmalenbach-Gesellschaft
EBIT	Jahresergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Jahresergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern
EBT	Jahresergebnis vor Steuern
EE	Einkommen und Ertrag
EK	Eigenkapital
ESt/EStG	Einkommensteuer/-gesetz
et al.	und weitere
etc.	et cetera
EUR	Euro (€)
f.	folgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FB	Finanz-Betrieb (Zeitschrift)
ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
GE	Geldeinheit(en)
GewSt/GewStG	Gewerbsteuer/-gesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
GmbH-StB	Der GmbH-Steuerberater (Zeitschrift)
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HFA	Hauptfachausschuss des IDW
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HV	Halbeinkünfteverfahren
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit

IASB	International Accounting Standards Board
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW ES	Entwurf eines Standards des IDW
IDW RS HFA	Stellungnahme zur Rechnungslegung des Hauptfach- ausschusses des IDW
IDW S	Standard des IDW
IDW-FN	IDW-Fachnachrichten (Zeitschrift)
IFRS	International Financial Reporting Standards des IASB
inkl.	inklusive
Jg.	Jahrgang
JStG	Jahressteuergesetz
JÜ	Jahresüberschuss
KapG	Kapitalgesellschaft
KMU	Kleinere und mittelgroße Unternehmen
KoR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (Zeitschrift)
KSt/KStG	Körperschaftsteuer/-gesetz
m.E.	meines Erachtens
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Mio.	Million(en)
MoRaKG	Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen
Mrd.	Milliarde(n)
n.a.	nicht anwendbar
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
Nr.	Nummer
Nrn.	Nummern
NWB	Neue Wirtschafts-Briefe (Zeitschrift)
o.V.	ohne Verfasser
PersG	Personengesellschaft
restl.	restliches
RN	Risikoniveau
Rz.	Randziffer

S.	Seite
s.o.	siehe oben
sbr	Schmalenbach Business Review (Zeitschrift)
SolZ/SolZG	Solidaritätszuschlag/-gesetz
Sp.	Spalte
ST	Der Schweizer Treuhänder (Zeitschrift)
St/HFA	Stellungnahme des Hauptfachausschusses des IDW
Stbg	Die Steuerberatung (Zeitschrift)
StSenkG	Steuersenkungsgesetz
StuB	Steuern und Bilanzen (Zeitschrift)
StuW	Steuer und Wirtschaft (Zeitschrift)
T€	Tausend Euro
Tab.	Tabelle
u.a.m.	und andere mehr
u.v.m.	und viele mehr
Ubg	Die Unternehmensbesteuerung (Zeitschrift)
UM	Unternehmensbewertung & Management (Zeitschrift)
UntStRef	Unternehmensteuerreform 2008
UntStRefG	Unternehmensteuerreformgesetz 2008
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
v.H.	vom Hundert
Vgl./vgl.	Vergleiche/vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WFE	World Federation of Exchanges
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
z.B.	zum Beispiel
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Zeitschrift)
ZfHF	Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung (Zeitschrift)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
zvE	zu versteuerndes Einkommen
zzgl.	zuzüglich

### III. Symbolverzeichnis

- $\Delta AV$  : Änderung des Anlagevermögens aufgrund der Differenz zwischen Investitionen und Abschreibungen  
(= Nettoinvestitionen)
- $\overline{\Delta n}$  : Grenzthesaurierungsdauer für einen Vorteilhaftigkeitskalkül der Besteuerung zum persönlichen Einkommensteuersatz im Vergleich zur Besteuerung nach § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F.
- $\Delta BMG^{GewSt}$  : Abweichung der gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage von dem nach handelsrechtlichen Vorgaben ermittelten *EBT*.  $\Delta BMG^{GewSt}$  umfasst auch jene Anpassungen der gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage, die durch andere Steuergesetze als das GewStG vorgegeben werden (zum Beispiel Einkommensermittlungsvorschriften und steuerliche Bilanzierungsvorschriften nach dem EStG und dem KStG)
- $\Delta BMG^{KSt}$  : Abweichung der körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage von dem nach handelsrechtlichen Vorgaben ermittelten *EBT*.  $\Delta BMG^{KSt}$  umfasst auch jene Anpassungen der körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage, die durch andere Steuergesetze als das KStG vorgegeben werden (zum Beispiel Einkommensermittlungsvorschriften und steuerliche Bilanzierungsvorschriften nach dem EStG)
- $\infty$  : Periodenindex für die Phase der unendlichen Rente
- $a_{ESt}^{GewSt}$  : Anrechnungsfaktor gemäß § 35 Abs.1 EStG a.F. / n.F.
- $\beta_j$  : Unternehmensindividueller Betafaktor für Zwecke des Capital Asset Pricing Model
- $\beta^v$  : Betafaktor eines verschuldeten Unternehmens
- $\beta^u$  : Betafaktor eines unverschuldeten Unternehmens



- $CF_I^{E,HV}$  : Cash-flow pro Periode aus dem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren und Risikoniveau I
- $CF_I^{F,HV}$  : Cash-flow pro Periode aus dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren und Risikoniveau I
- $CF_I^{GA,HV}$  : Cash-flow pro Periode aus der privaten Geldanlage bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren und Risikoniveau I
- $CF_{II}^{F,HV}$  : Cash-flow pro Periode aus dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren und Risikoniveau II
- $CF_{II}^{E,HV}$  : Cash-flow pro Periode aus dem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren und Risikoniveau II
- $CF_{II}^{KA,HV}$  : Cash-flow pro Periode aus der Kreditaufnahme bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren und Risikoniveau II
- $CF_I^{E,2008}$  : Cash-flow pro Periode aus dem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG und Risikoniveau I
- $CF_I^{F,2008}$  : Cash-flow pro Periode aus dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG und Risikoniveau I
- $CF_I^{GA,2008}$  : Cash-flow pro Periode aus der privaten Geldanlage bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG und Risikoniveau I
- $CF_{II}^{F,2008}$  : Cash-flow pro Periode aus dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG und Risikoniveau II
- $CF_{II}^{E,2008}$  : Cash-flow pro Periode aus dem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG und Risikoniveau II

$CF_{II}^{KA,2008}$	: Cash-flow pro Periode aus der Kreditaufnahme bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG und Risikoniveau II
$d_M$	: Dividendenrendite des Marktportfolios vor Einkommensteuer
$d_j$	: Dividendenrendite der Alternativanlage vor Einkommensteuer
$\varepsilon$	: Periodenindex
$EBT_t^{op}$	: Operative Earnings before tax der Periode t
$E^F$	: Wert des Eigenkapitals eines verschuldeten Unternehmens
$EK^M$	: Wert des Eigenkapitals zu Marktwerten
$EST_t^{ps_{Est}}$	: Einkommensteuer bei Wahl der Besteuerung zum persönlichen Einkommensteuersatz $s_{Est}$
$EST_t^{th}$	: Einkommensteuer zum einheitlichen Sondersteuersatz $s_{Est}^{th}$ auf thesaurierte Gewinne nach § 34 Abs. 1 Satz 1 EStG n.F.
$EST_t^{StE}$	: Einkommensteuer zum persönlichen Einkommensteuersatz $s_{Est}$ auf die nicht abziehbare GewSt sowie die Entnahme der Einkommensteuer und des darauf entfallenden Solidaritätszuschlags im Falle der Besteuerung nach § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F.
F bzw. FK	: Wert des (verzinslichen) Fremdkapitals zu Marktwerten
$\overline{F^{DS}}$	: Bestand an Fremdkapital, das als Dauerschulden im Sinne von § 8 Nr. 1 GewStG a.F. zu qualifizieren ist
$FCF_U$	: Free Cash-flows nach Steuern des Unternehmens und der Anteilseigner ohne Berücksichtigung der Fremdkapitalkosten für Zwecke des APV-Verfahrens
G	: Wert des Eigenkapital zzgl. des Werts des verzinslichen Fremdkapitals (Unternehmensgesamtwert)

- $G^E$  : Wert des Eigenkapital bei reiner (hypothetischer) Eigenfinanzierung (Gesamtwert bei reiner Eigenfinanzierung)
- $G_{V,I}^{E;HV}$  : Marktwert des Eigenkapitals eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Annahme von Risikoniveau I
- $G_{V,II}^{E;HV}$  : Marktwert des Eigenkapitals eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Annahme von Risikoniveau II
- $G_{V,I}^{E;2008}$  : Marktwert des Eigenkapitals eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG und Annahme von Risikoniveau I
- $G_{V,II}^{E;2008}$  : Marktwert des Eigenkapitals eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG und Annahme von Risikoniveau II
- $G_U^{E;HV}$  : Marktwert des Eigenkapitals eines unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens
- $G_U^{E;2008}$  : Marktwert des Eigenkapitals eines unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG
- $GA$  : Geldanlage zum einheitlichen Zinssatz  $i$
- $i$  : Einheitlicher Zinssatz für Geldanlage und Geldaufnahme und alle Marktteilnehmer (Unternehmen, Privatleute) in einem Kapitalmarkt nach Modigliani/Miller
- $i_f^{CAPM}$  : Risikoloser Basiszinssatz in einem vollkommenen Kapitalmarkt für Zwecke des Capital Asset Pricing Model
- $i_f$  : Risikoloser Basiszinssatz in einem Kapitalmarkt mit Steuern
- $i_{FK}$  : Marktüblicher Zinssatz für die Aufnahme von Fremdkapital
- $i_t^{VEST}$  : Periodenspezifischer Kapitalisierungszinssatz vor Einkommensteuer gemäß Tax-CAPM

$i_t^{nESt}$	: Periodenspezifischer Kapitalisierungszinssatz nach Einkommensteuer gemäß Tax-CAPM
$i_{j,EK}$	: Rendite des Eigenkapitals des Unternehmens j in einem vollkommenen Kapitalmarkt
$i_{U;EK}$	: Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens
$i_{U;EK}^{HV}$	: Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens
$i_{U;EK}^{2008}$	: Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG
$i_{j,EK,HV}^{nESt}$	: Nettorendite des Eigenkapitals des Unternehmens j bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens
$i_{j,EK,HV}^{vESt}$	: Bruttorendite des Eigenkapitals des Unternehmens j bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens
$i_{j,EK,2008}^{nESt}$	: Nettorendite des Eigenkapitals des Unternehmens j bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG
$i_{j,EK,2008}^{vESt}$	: Bruttorendite des Eigenkapitals des Unternehmens j bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG
$i^U$	: Wiederanlagerendite für thesaurierte Gewinne
$i_{FK;GewSt}$	: Für Zwecke der Gewerbesteuer hinzuzurechnende Fremdkapitalzinsen nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F.
$i_{FK;GewSt}^{2008}$	: Für Zwecke der Gewerbesteuer hinzuzurechnende Fremdkapitalzinsen nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F.
JÜ	: Jahresüberschuss aus der operativen Tätigkeit des Unternehmens mit $J\ddot{U}_t = EBT_t^{op} - EBT_t^{op} \cdot s_{eff}^{GewSt}$
k	: Kursrendite
$k_j$	: Kursrendite der Alternativanlage vor Einkommensteuer

KA	: Kreditaufnahme zur Finanzierung des Erwerbs eines Anteils an einem rein eigenfinanzierten Unternehmen
$ms_{\text{GewSt}}$	: Gewerbesteuermesszahl gemäß § 11 Abs. 2 GewStG (in der jeweils gültigen Fassung)
m	: Anzahl der betrachteten Perioden / Periodenindex
n	: Anzahl der betrachteten Perioden / Periodenindex
$\eta$	: Periodenindex
$NB_{\text{max}}$	: Nachversteuerungsbetrag gemäß § 34a Abs. 4 EStG n.F.
$q_t$	: Ausschüttungs-/Entnahmequote in Bezug auf den handelsrechtlichen Jahresüberschuss
$q_{\text{eff}}$	: Anteil des Jahresergebnisses nach Gewerbesteuer, der effektiv zur Deckung aller privater Einkommensteuerzahlungen (inkl. Solidaritätszuschlag) und des privaten Konsums entnommen wird (bezogen auf die Bewertung von Personengesellschaften nach dem UntStRefG)
$r_M$	: Marktrendite in einem vollkommenen Kapitalmarkt
$r_M^{\text{vEst}}$	: Marktrendite vor persönlicher Einkommensteuer in einem Kapitalmarkt mit Steuern
$s_A$	: Einheitlicher Abgeltungsteuersatz für Kapitaleinkünfte nach § 32d Abs. 1 Satz 1 EStG n.F. (Bewertungsfallgruppe 1)
$s_{\text{Est}}^A$	: Einheitlicher Abgeltungsteuersatz für Kapitaleinkünfte nach § 32d Abs. 1 Satz 1 EStG n.F. sofern eine Kapitalgesellschaft zu bewerten ist (Bewertungsfallgruppe 2)
$s_{\text{Est}}^A$	: Einheitlicher Sondersteuersatz für Zwecke der Nachversteuerung gemäß § 34a Abs. 4 Sätze 1 und 2 EStG n.F. sofern eine Personengesellschaft zu bewerten ist (Bewertungsfallgruppe 3)
$s_K^{\text{Est}}$	: Effektiver Kursgewinnsteuersatz

$s_{\text{eff}}^{\text{GewSt}}$	: Effektiver Gewerbesteuersatz bei Gültigkeit des Unternehmensteuerrechts vor dem UntStRefG
$s_{2008}^{\text{GewSt}}$	: Gewerbesteuersatz bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG
$s_{\text{HV}}^{\text{KSt}}$	: Körperschaftsteuersatz bei Gültigkeit des Steuerregimes vor dem UntStRefG
$s_{2008}^{\text{KSt}}$	: Körperschaftsteuersatz bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG
$s^{\text{ESt}}$ (tlw. auch $s_{\text{ESt}}$ )	: Persönlicher Einkommensteuersatz des Investors
$s_{\text{ESt, SolZ}}^{\text{eff; 2008}}$	: Effektiver Einkommensteuersatz (inkl. Solidaritätszuschlag) bei Gültigkeit des Unternehmensteuerrechts nach dem UntStRefG
$s_{t, \text{effSt}}$	: Effektiver Gesamtsteuersatz (inkl. effektiver Gewerbesteuer und effektiver Einkommensteuer sowie Solidaritätszuschlag unter Beachtung der Anrechnung nach § 35 EStG) bei Mitunternehmern
$s_{\text{U}}^{\text{HV}}$	: Einheitlicher Unternehmensteuersatz bei Gültigkeit des Steuerregimes vor dem UntStRefG
$s_{t, \text{effU}}^{\text{HV}}$	: Effektiver Unternehmensteuersatz bei Gültigkeit des Steuerregimes vor dem UntStRefG
$s_{\text{ESt}}^{\text{th}}$	: Einheitlicher Sondersteuersatz für nicht entnommene Gewinne gemäß § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F.
$\text{SolZ}_t^{\text{pSEst}}$	: Solidaritätszuschlag auf die Einkommensteuer zum persönlichen Einkommensteuersatz
$\text{SolZ}_t^{\text{th+StE}}$	: Solidaritätszuschlag auf $\text{ESt}_t^{\text{th}}$ und $\text{ESt}_t^{\text{StE}}$
$s_{\text{SolZ}}$	: Zuschlagsatz gemäß § 4 Satz 1 SolZG
$t$	: Periodenindex
$\text{TG}^{\text{HV, vSt}}$	: Erfolg aus der Gewinnthesaurierung (vor Steuern) bei Gültigkeit des Steuerregimes vor dem UntStRefG

- $TG^{2008,vSt}$  : Erfolg aus der Gewinnthesaurierung (vor Steuern) bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG
- $UNW_{t=0}$  : Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens zum Bewertungsstichtag  $t = 0$  (*Unternehmenswert*)
- $UNW_{Phase I}$  : Unternehmensteilwert, der dem Barwert der kapitalisierten Zahlungsmittelüberschüsse an die Anteilseigner aus der *Detailplanungsphase* des Zweiphasenmodells entspricht
- $UNW_{Phase II}$  : Unternehmensteilwert, der dem Barwert der kapitalisierten Zahlungsmittelüberschüsse an die Anteilseigner aus der Phase der *ewigen Rente* des Zweiphasenmodells entspricht
- $WB^F$  : Wertbeitrag der Fremdfinanzierung am Unternehmensgesamt看
- $WB_I^{F,HV}$  : Wertbeitrag der Fremdfinanzierung am Unternehmensgesamt看 bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und unter Annahme von Risikoniveau I
- $WB_{II}^{F,HV}$  : Wertbeitrag der Fremdfinanzierung am Unternehmensgesamt看 bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und unter Annahme von Risikoniveau II
- $WB_I^{F,2008}$  : Wertbeitrag der Fremdfinanzierung am Unternehmensgesamt看 bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG (ohne Zinsschranke) und unter Annahme von Risikoniveau I
- $WB_{II}^{F,2008}$  : Wertbeitrag der Fremdfinanzierung am Unternehmensgesamt看 bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG (ohne Zinsschranke) und unter Annahme von Risikoniveau II
- $WB_{I,\zeta}^{F,2008}$  : Wertbeitrag der Fremdfinanzierung am Unternehmensgesamt看 bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem UntStRefG (mit Zinsschranke) und unter Annahme von Risikoniveau I

- $WB_{II;\zeta}^{F,2008}$  : Wertbeitrag der Fremdfinanzierung am Unternehmensgesamt-  
wert bei Gültigkeit des Steuerregimes nach dem  
UntStRefG (mit Zinsschranke) und unter Annahme von  
Risikoniveau II
- $W_{th}$  : Thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag in der ewigen  
Rente
- $ZV_{t-1}$  : Vortrag am Ende der Periode  $t-1$  von nicht abziehbaren  
Zinsaufwendungen (§ 4h Abs. 1 S. 2 EStG)
- $\zeta$  : Anteil der nicht abziehbaren Zinsaufwendungen aufgrund der  
Zinsschranke
- $\zeta_t^{ZV}$  : Anteil der in Periode  $t$  nicht abziehbaren Zinsaufwendungen  
aus dem Zinsvortrag  $ZV_{t-1}$



## IV. Tabellenverzeichnis

Tabelle 2-1: Gewerbesteuerliche Hinzurechnungstatbestände nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F.....	20
Tabelle 2-2: Quantitatives Beispiel zu § 8 Nr. 1 GewStG n.F.....	21
Tabelle 2-3: Quantitatives Beispiel zu §§ 4h EStG, 8a KStG n.F. (Zinsschranke ohne Zinsvortrag).....	25
Tabelle 2-4: Quantitatives Beispiel zu §§ 4h EStG, 8a KStG n.F. (Zinsschranke mit Zinsvortrag).....	26
Tabelle 2-5: Vergleich der Belastung der Kapitalgesellschaften durch Körperschaft- und Gewerbesteuer vor und nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	29
Tabelle 2-6: Vergleich der Gesamtsteuerbelastung einer Gewinnausschüttung einer Kapitalgesellschaft an die Anteilseigner vor und nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	31
Tabelle 2-7: Steuerliche Gesamtbelastung von Gewinnen aus Mitunternehmerschaften bei Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Mitunternehmers (Besteuerungsvariante I) .....	36
Tabelle 2-8: Vergleich der Gesamtsteuerbelastung von nicht entnommenen Gewinnen einer Personengesellschaft vor und nach der Unternehmensteuerreform 2008 (ohne Entnahme der ESt / des SolZ) .....	39
Tabelle 2-9: Vergleich der Gesamtsteuerbelastung von nicht entnommenen Gewinnen einer Personengesellschaft vor und nach der Unternehmensteuerreform 2008 (inkl. Nachversteuerung; Besteuerungsvariante II) .....	40
Tabelle 2-10: Gesamtsteuerbelastung von nicht entnommenen Gewinnen einer Personengesellschaft nach der Unternehmensteuerreform 2008 (mit Entnahme der ESt / SolZ).....	42

Tabelle 2-11: ESt (inkl. SolZ) in t=1 bei <i>Besteuerungsvariante II</i> .....	43
Tabelle 2-12: Nachversteuerung im Falle der vorher gehenden Entnahme der ESt / SolZ und der begünstigten Besteuerung für nicht entnommene Gewinne .....	43
Tabelle 2-13: Ermittlung von $\overline{\Delta n}$ [Jahre] in Abhängig von $s_{ESt}$ und $i$ .....	46
Tabelle 2-14: Vergleich der Besteuerungsvarianten für $i = 8\%$ und $s_{ESt} = 42\%$ .....	47
Tabelle 2-15: Zusammenfassung der tendenziellen Auswirkungen der betrachteten Steuerrechtsänderungen auf die Bewertung von Kapital- und Personengesellschaften .....	50
Tabelle 3-1: Effektive Kursgewinnsteuersätze in Abhängigkeit von Kursrendite ( $k$ ) und Haltedauer .....	66
Tabelle 3-2: Entwicklung der Haltedauer von börsennotierten Aktien weltweit von 1980 bis 2005 (Detaildaten).....	70
Tabelle 3-3: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens .....	76
Tabelle 3-4: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens (alternative Darstellung) .....	76
Tabelle 3-5: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 und einer effektiven Haltedauer von einem Jahr .....	77
Tabelle 3-6: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 und einer effektiven Haltedauer von einem Jahr (alternative Darstellung).....	77
Tabelle 3-7: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Annahme konstanter Nachsteuerrenditen und einer effektiven Haltedauer von einem Jahr .....	78

Tabelle 3-8: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Annahme konstanter Nachsteuerrenditen und einer effektiven Haltedauer von einem Jahr (alternative Darstellung).....	78
Tabelle 3-9: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Annahme angepasster Vorsteuerrenditen und einer effektiven Kursgewinnsteuer in Höhe von 12,5 % .....	79
Tabelle 3-10: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Annahme angepasster Vorsteuerrenditen und einer effektiven Kursgewinnsteuer in Höhe von 12,5 % (alternative Darstellung) .....	79
Tabelle 3-11: Übersicht über die verwendeten Eigenkapitalkosten .....	79
Tabelle 5-1: Ermittlung des Free Cash-flow bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens .....	101
Tabelle 5-2: Ermittlung des Free Cash-flow bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	102
Tabelle 5-3: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.....	103
Tabelle 5-4: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	103
Tabelle 5-5: Arbitragekalkül und Risikoniveau nach Drukarczyk / Schüler.....	104
Tabelle 5-6: FCF des unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren .....	132
Tabelle 5-7: FCF des unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 .....	132

Tabelle 5-8: Unternehmensgesamtwerte nach dem APV-Verfahren für ein vollständig eigenfinanziertes Unternehmen.....	133
Tabelle 5-9: Wertbeitrag der Fremdfinanzierung in Abhängigkeit des Steuersystems, des Risikoniveaus sowie der Abziehbarkeit von Fremdkapitalzinsen.....	134
Tabelle 5-10: Übersicht über die Marktwerte des Eigenkapitals in Abhängigkeit des Steuerregimes und Risikoniveau I / II .....	135
Tabelle 6-1: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.....	153
Tabelle 6-2: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	153
Tabelle 6-3: Beispielkalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens unter Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags in der ewigen Rente ( <i>Fall 2.1</i> ) .....	160
Tabelle 6-4: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.....	161
Tabelle 6-5: Beispielkalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens bei Vollausschüttung <i>vor</i> persönlicher Einkommensteuer .....	161
Tabelle 6-6: Barwertkalkül bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 ( <i>Fall U2.1</i> ).....	166
Tabelle 6-7: Kapitalisierungszinssatz vor und nach Steuern bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 .....	169
Tabelle 6-8: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 .....	169
Tabelle 6-9: Beispielkalkül bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Vollausschüttung <i>vor</i> persönlicher Einkommensteuer.....	170

Tabelle 6-10: Kalkulation der Nettoausschüttungen für den alternativen Bewertungskalkül I.....	175
Tabelle 6-11: Barwertkalkül für den alternativen Bewertungskalkül I.....	175
Tabelle 6-12: Barwertkalkül für den alternativen Bewertungskalkül II.....	177
Tabelle 6-13: Barwertkalkül bei Gültigkeit der Unternehmen- steuerreform 2008 und modifiziertem Phasenmodell .....	182
Tabelle 6-14: Unternehmenswerte in Abhängigkeit von der Ausschüttungsquote $q$ im modifizierten Phasenmodell .....	183
Tabelle 6-15: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.....	202
Tabelle 6-16: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	202
Tabelle 6-17: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen).....	205
Tabelle 6-18: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen).....	206
Tabelle 6-19: Entwicklung des Fremdkapitals im Fall 2.2.1 .....	206
Tabelle 6-20: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall 2.2.1.....	207
Tabelle 6-21: Barwertkalkül bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen) .....	208
Tabelle 6-22: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen).....	209
Tabelle 6-23: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall U2.2.1 .....	209

Tabelle 6-24: Entwicklung des Fremdkapitals im Fall U2.2.1 .....	209
Tabelle 6-25: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Fremdfinanzierung (mit Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F.).....	211
Tabelle 6-26: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Fremdfinanzierung (mit Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 GewStG) .....	212
Tabelle 6-27: Entwicklung des Fremdkapitals im Fall 2.2.2.....	212
Tabelle 6-28: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall 2.2.2 .....	213
Tabelle 6-29: Barwertkalkül bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (mit Zinsschranke und Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F.).....	217
Tabelle 6-30: Herleitung der gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (mit Zinsschranke und Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F.) .....	218
Tabelle 6-31: Effektive Unternehmensteuer bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (mit Zinsschranke und Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F.) .....	218
Tabelle 6-32: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (mit Zinsschranke und Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F.).....	219
Tabelle 6-33: Entwicklung des Fremdkapitals im Fall U2.2.2 .....	220
Tabelle 6-34: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall U2.2.2.....	220

Tabelle 7-1: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.....	234
Tabelle 7-2: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit der Regelung nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	234
Tabelle 7-3: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes vor dem UntStRefG 2008 bei vollständiger Entnahme der periodischen Gewinne (Fall 3.1.1) .....	237
Tabelle 7-4: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 bei vollständiger Entnahme der periodischen Gewinne (Fall U3.1.1).....	239
Tabelle 7-5: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes vor dem UntStRefG 2008 unter Berücksichtigung eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags (Fall 3.1.2) .....	246
Tabelle 7-6: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes vor dem UntStRefG 2008.....	247
Tabelle 7-7: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 unter Berücksichtigung eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags (Fall U3.1.2).....	255
Tabelle 7-8: Effektive Einkommensteuerlast im Fall U3.1.2 .....	257
Tabelle 7-9: Effektive Gesamtsteuerbelastung im Fall U3.1.2.....	257
Tabelle 7-10: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 .....	258

Tabelle 7-11: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 unter Berücksichtigung eines thesaurierungsbedingten Wachstums- abschlags bei einheitlicher Besteuerung der Unternehmensgewinne mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Mitunternehmers ( $q=45\%$ ) .....	262
Tabelle 7-12: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes ab Veranlagungszeitraum 2008 .....	263
Tabelle 7-13: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 unter Berücksichtigung eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags bei einheitlicher Besteuerung der Unternehmensgewinne mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Mitunternehmers ( $q=60\%$ ) .....	264
Tabelle 7-14: Unternehmenswert in Abhängigkeit von dem persönlichen Einkommensteuersatz ohne Berücksichtigung der Thesaurierungsbegünstigung nach § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F. ....	264
Tabelle 7-15: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.....	267
Tabelle 7-16: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit der Regelung nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	267
Tabelle 7-17: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Steuersystems vor dem UntStRefG 2008 und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen).....	269



Tabelle 7-18: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes vor dem UntStRefG 2008 bei anteiliger Fremdfinanzierung.....	269
Tabelle 7-19: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall 3.2.1 .....	270
Tabelle 7-20: Entwicklung des Fremdkapitals zu Marktwerten im Fall 3.2.1 .....	270
Tabelle 7-21: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach dem UntStRefG und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen).....	271
Tabelle 7-22: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 bei anteiliger Fremdfinanzierung.....	273
Tabelle 7-23: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall U3.2.1.....	273
Tabelle 7-24: Entwicklung des Fremdkapitals zu Marktwerten im Fall U3.2.1.....	273
Tabelle 7-25: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Steuersystems vor dem UntStRefG und Fremdfinanzierung (mit steuerlichen Restriktionen).....	276
Tabelle 7-26: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten für das Steuersystem vor dem UntStRefG (mit steuerlichen Restriktionen).....	278
Tabelle 7-27: Entwicklung des Fremdkapitals zu Marktwerten im Fall 3.2.2 .....	278
Tabelle 7-28: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall 3.2.2 .....	278
Tabelle 7-29: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach dem UntStRefG und Fremdfinanzierung (mit steuerlichen Restriktionen).....	282

Tabelle 7-30: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 bei anteiliger Fremdfinanzierung (mit gewerbsteuerlichen Restriktionen).....	283
Tabelle 7-31: Entwicklung des Fremdkapitals zu Marktwerten im Fall U3.2.2.....	283
Tabelle 7-32: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall U3.2.2.....	283
Tabelle 7-33: Sensitivitätsanalyse für Fall U3.1.2 mit $s_{Est+SolZ} = 35 \%$ .....	291
Tabelle 7-34: Sensitivitätsanalyse für Fall U3.1.2 mit $s_{Est+SolZ} = 47,4760 \%$ .....	291
Tabelle 7-35: Sensitivitätsanalyse für Fall U3.1.2 mit $s_{Est+SolZ} = 29,8038 \%$ .....	292
Tabelle 7-36: Sensitivitätsanalyse für Fall U3.1.2 mit $s_{Est+SolZ} = 29,0723 \%$ .....	292

## V. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1-1: Bewertungsanlässe nach IDW .....	1
Abbildung 2-1: Die Entwicklung von $\overline{\Delta n}$ in Abhängig von $s_{Est}$ und $i$ .....	47
Abbildung 3-1: CAPM und Tax-CAPM im Halbeinkünfteverfahren .....	65
Abbildung 3-2: Entwicklung der Haltedauer von börsennotierten Aktien weltweit von 1980 bis 2005 .....	69
Abbildung 3-3: CAPM und Tax-CAPM nach der Unternehmensteuerreform 2008 .....	74
Abbildung 4-1: Systematisierung ausgewählter Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung .....	82
Abbildung 6-1: Übersicht Bewertungsfallgruppe 2 .....	150
Abbildung 6-2: Unendlichkeitsphänomen des Barwertkalküls für $\hat{q} = 14,5138\%$ bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 .....	168
Abbildung 7-1: Übersicht Bewertungsfallgruppe 3 .....	229
Abbildung 7-2: Entwicklung des Unternehmenswerts einer Personengesellschaft in Abhängigkeit von der Höhe des persönlichen Einkommensteuersatzes und der nominellen Ausschüttungs-/Entnahmequote $q_{nom}$ .....	260

# 1 Einleitung

## 1.1 Unternehmensbewertung und Steuern in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer

Die Anlässe der Unternehmensbewertung sind vielfältig. Nach *Matschke / Brösel* kann eine Systematisierung in „nicht dominierte“ und „dominierte“ Situationen erfolgen<sup>1</sup>. Klassischer Fall einer nicht dominierten Situation ist der (Ver-)Kauf eines Unternehmens. In dieser Situation werden Käufer wie Verkäufer für sich definierte Entscheidungswerte<sup>2</sup> ermitteln, die bei rationalem Handeln nicht über- bzw. unterschritten werden sollten, damit der Käufer bzw. Verkäufer (im Grenzfall) indifferent ist zwischen der Durchführung der Transaktion und deren Unterlassung. Dagegen finden sich die Gründe für eine dominierte Situation insbesondere im Aktiengesetz<sup>3</sup>, wie z.B. die Abfindung von Minderheitsgesellschaftern im Rahmen eines *Squeeze-out* nach §§ 327a ff. AktG.

Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) teilt die Anlässe der Unternehmensbewertung wie nachfolgend dargestellt ein:<sup>4</sup>

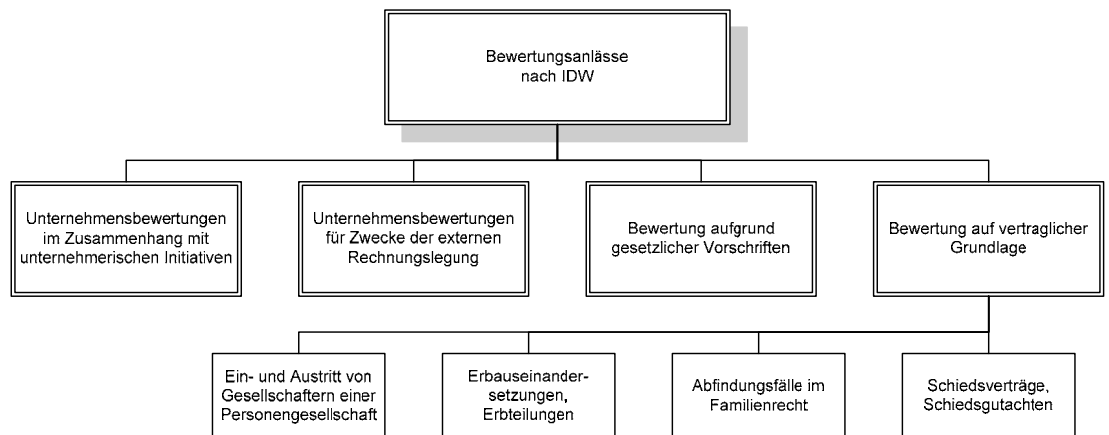


Abbildung 1-1: Bewertungsanlässe nach IDW

<sup>1</sup> Vgl. *Matschke / Brösel* (2007), S. 90-97.

<sup>2</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 12.

<sup>3</sup> Vgl. für eine tabellarische Übersicht hierzu *Matschke / Brösel* (2007), S. 97.

<sup>4</sup> Vgl. *IDW* (2007c), S. 5-7.

Unabhängig vom konkreten Anlass der Unternehmensbewertung, ist es Aufgabe des Bewertenden eine Größe zu ermitteln, die den Nutzen repräsentiert, den der am Unternehmen und seinen Erträgen Berechtigte daraus ziehen kann.<sup>5</sup> Dabei wird in der Regel zwischen monetären und nicht monetären Nutzen unterschieden. Nicht monetäre Nutzen sind insbesondere bei der Bewertung von Non Profit-Unternehmen zu berücksichtigen, die in den folgenden Ausführungen jedoch keine Beachtung finden.<sup>6</sup>

Aufgrund dieser Beschränkung auf pekuniären Nutzen stellt die Unternehmensbewertung ein Bindeglied zwischen verschiedenen Disziplinen der Betriebswirtschaftslehre dar.<sup>7</sup> Insbesondere die Erkenntnisse der Investitionsrechnung prägen die derzeit vorherrschenden Methoden der Unternehmensbewertung.<sup>8</sup> Durch die Maßgeblichkeit des Bewertungsstichtags finden sowohl Endwertmethode als auch die Berechnung von Annuitäten als Bewertungsmaßstab für Unternehmen in der Regel keine Anwendung.<sup>9</sup> Der Nettokapitalwert zukünftiger finanzieller Zuflüsse zugunsten der Gesellschafter, bezogen auf den Bewertungsstichtag, gilt vielmehr als Unternehmenswert.<sup>10</sup> Mit dem Prognoseproblem<sup>11</sup> der künftigen Zuflüsse beschäftigt sich die Entscheidungstheorie als weitere betriebswirtschaftliche Disziplin.

Auch die Fachrichtung *Wirtschaftsprüfung* nimmt sich der Unternehmensbewertung unter besonderer Beachtung der berufsständischen Gegebenheiten an. So ist nach der Kölner Funktionenlehre die Funktion, in der der Wirtschaftsprüfer / Bewerter tätig wird, von herausragender Bedeutung. Nach

---

<sup>5</sup> Vgl. hierzu aus der grundlegenden Bewertungsliteratur *Schmalenbach (1918)*, S. 1; *Sieben (1963)*, S. 9; *Moxter (1983)*, S. 79. Darüber hinaus siehe Abschnitt 4.2.1 m.w.N. zum *Zuflussprinzip*.

<sup>6</sup> Vgl. zur Bewertung von Non Profit-Unternehmen bspw. *Sieben / Lutz (1984)*, S. 566-576 und *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 152 f.

<sup>7</sup> Vgl. zur Verknüpfung von Unternehmensbewertung und Wirtschaftswissenschaft *Herzig (2007c)*, S. 806-807.

<sup>8</sup> Vgl. *König / Zeidler (1996)*, S. 1098.

<sup>9</sup> Vgl. jedoch dazu *Günther, R. (1997)*, S. 17 ff.

<sup>10</sup> Vgl. grundlegend *Mellerowicz (1952)*, S. 3; *Moxter (1983)*, S. 9-11.

<sup>11</sup> Vgl. grundlegend *Moxter (1983)*, S. 97-122.

der Lehre wird zwischen Beratungs-, Vermittlungs- und Argumentationsfunktion unterschieden.<sup>12</sup>

Davon abweichend definiert der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer die Funktion als neutraler Gutachter, als Berater und als Schiedsgutachter / Vermittler.<sup>13</sup> Im Verlauf dieser Arbeit wird ausschließlich die Funktion des neutralen Gutachters zugrundegelegt, nach der der Wirtschaftsprüfer einen objektivierten Unternehmenswert zu ermitteln hat, der einem „von den individuellen Wertvorstellungen [der] betroffene[n] Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens“<sup>14</sup> möglichst nahe kommt.

Unklar war lange Zeit, in welchem Maße die betriebswirtschaftliche Steuerlehre und das Steuerrecht in toto Einfluss auf die Bestimmung des Unternehmenswerts hat. So sah der Arbeitskreis Unternehmensbewertung (AKU) des IDW in dem 1980 veröffentlichten Vorschlag<sup>15</sup> zur Unternehmensbewertung keine Notwendigkeit für die Beachtung der Körperschaftsteuer, da diese materiell eine Vorauszahlung auf die Einkommensteuer des Unternehmers darstelle.<sup>16</sup> Von der Einkommensteuer wiederum könne abstrahiert werden, da deren Beachtung unüblich sei.<sup>17</sup> Auch die Stellungnahme des Hauptfachausschusses des IDW (HFA) aus dem Jahr 1983, St/HFA 2/83, bezeichnet die Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer in der Unternehmensbewertung als „unüblich“<sup>18</sup>. Eine Berücksichtigung könne demnach nur erfolgen, sofern ein gesonderter Auftrag vorliege.<sup>19</sup> Die im gleichen Jahr erschienene zweite Auflage von *Moxters „Grundsätze ordnungs-*

---

<sup>12</sup> Vgl. *Sieben (1993)*, Sp. 4315 – 4320.

<sup>13</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 12. Für eine Gegenüberstellung der Funktionen nach der klassischen Funktionenlehre und der Differenzierung nach IDW S 1 vgl. *Matschke / Brösel (2007)*, S. 54.

<sup>14</sup> *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 12.

<sup>15</sup> Vgl. *IDW (1980)*, S. 418.

<sup>16</sup> Vgl. *Wagner / Dirrigl (1981)*, S. 136. Unterstellt wurde ein Anrechnungssystem und die Nicht-Existenz definitiver Körperschaftsteuer.

<sup>17</sup> Vgl. *IDW (1980)*, S. 413.

<sup>18</sup> *IDW (1983)*, S. 477.

<sup>19</sup> Vgl. *IDW (1983)*, S. 468/477 f.

*mäßiger Unternehmensbewertung*“ bejaht hingegen die Nachsteuerbetrachtung.<sup>20</sup> Unterstützung fand *Moxter* durch zahlreiche Beiträge aus Theorie und Praxis.<sup>21</sup>

Diese unterschiedlichen Ansichten zwischen Literatur und Berufsstand setzten sich fort, bis sich der *Arbeitskreis Unternehmensbewertung* zu einer Neuorientierung entschloss.<sup>22</sup> Demnach sei grundsätzlich, d.h. auch unabhängig vom Bewertungsanlass, die Einkommensteuer zu beachten und der Nettomethode (Nachsteuerbetrachtung) gegenüber der Bruttomethode (Vorsteuerbetrachtung) der Vorzug zu geben.<sup>23</sup> Grund für diesen Meinungswandel war die Erkenntnis, dass nur solche Erträge beachtlich sind, die dem Gesellschafter auch zufließen. Da aber die Einkommensteuer und eine Definitiv-Körperschaftsteuer die für Konsumzwecke bestimmten Zuflüsse beim Empfänger mindern, sei auf die Nettozahlungen abzustellen.<sup>24</sup> Entsprechend dieser geänderten Auffassung des Berufsstands der Wirtschaftsprüfer in Deutschland sah auch die erste Fassung des IDW Standard 1 (IDW S 1 i.d.F. 2000) grundsätzlich einen Bewertungskalkül nach Steuern vom Einkommen und Ertrag bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte vor.<sup>25</sup>

Diese Auffassung behielt der Berufsstand auch nach der Änderung der Besteuerung von Kapitalgesellschaften und die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens durch das Steuersenkungsgesetz (StSenkG)<sup>26</sup> bei.

---

<sup>20</sup> Vgl. *Moxter* (1983), S. 177.

<sup>21</sup> Vgl. bspw. aus der Bewertungsliteratur vor Veröffentlichung des *IDW S 1 i.d.F. 2000*: *Wagner / Dirrigl* (1981), S. 130-145; *Leuthier* (1988), S. 505-521; *Grossfeld* (1994), S. 50-54; *Wagner / Rümmele* (1995), S. 433-441; *Ballwieser* (1995a), S. 119-129; *Ballwieser* (1995b), S. 17-36; *König / Zeidler* (1996), S. 1098-1103; *Ballwieser* (1997a), S. 2393-2396; *Siegel* (1997), S. 2389-2392; *Siepe* (1997a), S. 1-10.; *Siepe* (1997b), S. 37-44; *Günther, R.* (1998a), S. 382-387; *Siepe* (1998), S. 382-387.

<sup>22</sup> Vgl. *IDW* (1997), S. 33 f.

<sup>23</sup> Vgl. *IDW* (1997), S. 33 f.; *IDW* (1998), S. 66 ff.

<sup>24</sup> Vgl. *IDW* (1998), S. 66.

<sup>25</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2000*, Tz. 37-40, 51, 63, 117 sowie in Bezug auf die Alternativanlage Tz. 99 f.

<sup>26</sup> *Steuersenkungsgesetz (StSenkG)* vom 23. Oktober 2000, BGBl. 2000, Teil I, S. 1433-1466.

Durch die Veröffentlichung des IDW S 1 i.d.F. 2005 fanden die aus der Gesetzesänderung resultierenden Auswirkungen auf den Bewertungskalkül in den Vorgaben des Instituts der Wirtschaftsprüfer Berücksichtigung.<sup>27</sup> Hierauf wird im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit noch ausführlich einzugehen sein.

Sieben Jahre nach dem Beschluss des StSenkG und nur zwei Jahre nach Veröffentlichung des IDW S 1 i.d.F. 2005 bedürfen diese Vorgaben jedoch einer erneuten Überarbeitung. Anlass hierfür ist das *Unternehmensteuereformgesetz 2008 (UntStRefG)* vom 14. August 2007<sup>28</sup>, das in erheblichem Maß die Besteuerung von Kapitalgesellschaften, Personenunternehmen und deren Gesellschaftern ändert und das damit letztlich die Zielsetzung der nachfolgenden Ausführungen determiniert.<sup>29</sup>

Wenige Tage nachdem der Bundesrat dem Gesetzesvorhaben zur Reform der Unternehmensbesteuerung 2008 zugestimmt hatte, veröffentlichte das *IDW* in einer Stellungnahme erste Leitlinien, welche Auswirkung nach Ansicht des *Fachausschusses Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (FAUB)* sich hieraus auf die Unternehmensbewertung ergeben könnten.<sup>30</sup> Die dort vorgestellten grundsätzlichen Überlegungen sind im Anschluss an die Stellungnahme in den Entwurf des IDW ES 1 i.d.F. 2007<sup>31</sup> bzw. in den IDW S 1 i.d.F. 2008<sup>32</sup> eingeflossen.

Demnach sind auch zukünftig bei der Durchführung objektiver Unternehmensbewertungen Unternehmenssteuern wie auch Steuern auf Ebene des Anteilseigners zu berücksichtigen.<sup>33</sup> Für gesetzliche und vertragliche Anlässe, vor allem im Kontext besonders schutzwürdiger Interessen von

---

<sup>27</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2005*, Tz. 24, 32, 36-40, 53 f., 66, 121, 132, 149, 151 sowie in Bezug auf die Alternativanlage Tz. 101 f.

<sup>28</sup> *Unternehmensteuereformgesetz 2008*, BGBl. I 2007, S. 1912-1938.

<sup>29</sup> Vgl. nachfolgenden Abschnitt 1.2.

<sup>30</sup> *IDW (2007a)*, S. 633f.

<sup>31</sup> *IDW (2007b)*, S. 508-530.

<sup>32</sup> Vgl. *IDW (2008)*, S. 271-292.

<sup>33</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 28.



Kleinaktionären (z.B. Squeeze-out-Verfahren), erfolgt dies, indem die persönlichen Steuern eines Investors explizit in den Kalkül einfließen (unmittelbare Typisierung).<sup>34</sup> Für alle anderen Bewertungsanlässe hält das *IDW* es für sachgerecht, Kapitalmarktdaten zu erheben, die dann ohne gesonderte Berücksichtigung der Steuern von Anteilseignern in die Berechnungen Eingang finden (mittelbare Typisierung).<sup>35</sup> Nach Darstellung des *IDW* basiert diese Vorgehensweise auf der Annahme einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung der Zuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativanlage auf Ebene des Anteilseigners.<sup>36</sup> Insoweit ist an dieser Stelle festzuhalten, dass der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer in Deutschland einen Nachsteuerkalkül weiterhin für zutreffend erachtet.

Im Folgenden soll der Einfluss der Besteuerung ausschließlich explizit in den Bewertungskalkül einfließen.

## 1.2 Zielsetzung der Untersuchung

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit sollen die Auswirkungen von Steuern vom Einkommen und Ertrag auf die Bewertung von Kapital- und Personengesellschaften ausführlich unter Beachtung der aktuellen Änderungen durch die *Unternehmensteuerreform 2008* untersucht werden. Dabei stehen insbesondere die formalen Änderungen des Bewertungskalküls im Mittelpunkt der Betrachtung, um

- a) allgemeine Schlussfolgerungen für die künftige Bewertung von Unternehmen ziehen zu können und
- b) die Übertragbarkeit der Untersuchungsergebnisse auf tatsächliche Bewertungsanlässe

zu ermöglichen.

---

<sup>34</sup> Vgl. *IDW (2007a)*, S. 634 sowie *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 31, 46, 93, 122 und 139.

<sup>35</sup> Vgl. *IDW (2007a)*, S. 634 sowie *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 30, 45, 93, 122 und 139.

<sup>36</sup> Vgl. *IDW (2007a)*, S. 634.

Um einen *Referenzrahmen* für die Ausarbeitung des Bewertungskalküls unter den neuen steuerlichen Rahmenbedingungen zu schaffen, wird die anerkannte und hinreichend in der Literatur dargestellte Vorgehensweise zur Bewertung von Unternehmen unter Berücksichtigung des bisherigen Steuerregimes, insbesondere des Halbeinkünfteverfahrens, ebenfalls dargestellt. Eine darüber hinaus gehende Analyse der bisherigen Modelle ist jedoch nicht intendiert, wengleich die Komplexität der Bewertungsmodelle eine angemessene Ausführlichkeit sowohl hinsichtlich der formalen Grundlagen als auch vergleichbarer quantitativer Untersuchungen erforderlich erscheinen lässt.<sup>37</sup>

Da *Unternehmensbewertung* nicht ausschließlich eine theoretische Disziplin ist, sondern darüber hinaus hohe praktische Bedeutung hat, werden alle formalen Erkenntnisse anhand einfacher Beispielrechnungen verdeutlicht. Hierbei ist jedoch immer zu beachten, dass durch die Variation weniger Annahmen das Bewertungsergebnis erheblich beeinflusst werden kann. Entsprechende Hinweise finden sich auch in der vorliegenden Arbeit. Insoweit zeigen die quantitativen Untersuchungen lediglich exemplarische Indikationen auf. Die Untersuchung der tatsächlichen Auswirkungen einer Änderung von Parametern ist daher im praktischen Einzelfall unerlässlich.

Um diesem Problem zumindest ansatzweise zu begegnen, werden Teile der quantitativen Ausführungen einer Sensitivitätsanalyse unterzogen. Dies erscheint allein deshalb interessant, weil die *Bundesregierung* ausdrücklich eine steuerliche Mehrbelastung der Unternehmen und deren Anteilseigner ausgeschlossen hat. Tatsächlich soll mit der *Unternehmensteuerreform 2008* sogar eine leichte Nettoentlastung von maximal € 6,8 Mrd. im Kassenjahr 2010 erreicht werden.<sup>38</sup> Wenn aber Unternehmen wie Gesellschafter steuerlich entlastet werden, so ist intuitiv mit einem Anstieg der Unternehmenswerte zu rechnen. Schließlich handelt es sich bei einer Senkung der Steuerlast aus betriebswirtschaftlicher Sicht um eine Reduzierung von Kosten und

---

<sup>37</sup> Vgl. insbesondere die Kapitel 5, 6 und 7 zur Bewertung von Kapital- und Personengesellschaften.

<sup>38</sup> Vgl. *RegE UntStRefG*, S. 74, Gesetzesbegründung (Internetquelle).

damit um eine absolute Verbesserung der Investitionsmöglichkeit *Unternehmensbeteiligung*.<sup>39</sup> Insoweit leistet diese Arbeit einen kleinen Beitrag zur Frage, inwieweit diese Zielsetzung der *Unternehmensteuerreform 2008* durch die gewählten Modifikationen des Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbesteuergesetzes erreicht werden konnte.

Nicht diskutiert werden soll die grundsätzliche Frage, ob Steuern vom Einkommen und Ertrag in einen Bewertungskalkül einzubeziehen sind. Dieser Aspekt wurde zwar in einzelnen Beiträgen der jüngeren Vergangenheit erneut aufgegriffen.<sup>40</sup> Tatsächlich umstritten ist die Beantwortung dieser Frage nicht, und die herrschende Meinung geht auch weiterhin von einem Nachsteuerkalkül aus.<sup>41</sup> Dieser Auffassung wird sich hier angeschlossen – auch wenn der Bewertungskalkül unter Berücksichtigung des durch die Unternehmensteuerreform 2008 geänderten Steuerregimes den mit der Unternehmensbewertung Beauftragten vor erhebliche Probleme stellt. Dies wird später noch zu zeigen sein.

### 1.3 Sachliche Grenzen der Untersuchung

Die Bewertung von Unternehmen findet vielfältige Anwendungen. Auf die Differenzierung der Bewertungsanlässe wurde einleitend bereits kurz eingegangen. Intuitiv nachvollziehbar ist, dass in Abhängigkeit von dem Bewertungsanlass der Bewertungskalkül in einzelnen Details gesondert zu modifizieren ist. So sind beispielsweise im Kontext von familien- und erbrechtlichen

---

<sup>39</sup> Neben die absolute Verbesserung mag eine relative Verbesserung treten, sofern durch die Reduzierung der Steuerlast nur auf ausgewählte steuerliche Sachverhalte andere Investitionsmöglichkeiten vergleichsweise benachteiligt werden. Dieser Aspekt mag insoweit von Bedeutung für die Bewertung von Unternehmen sein, als Bewertungsobjekt und Alternativanlage nicht zwingend identisch besteuert werden. Vgl. hierzu insbesondere Abschnitt 4.3.2 zu Fragen der Steueräquivalenz von Bewertungsobjekt und Alternativanlage sowie Abschnitt 6.2.3.2 und 6.2.3.3 zur Bewertung von Kapitalgesellschaften.

<sup>40</sup> Vgl. Aders (2007), S. 7 und Lippmann (2007), S. 10.

<sup>41</sup> Vgl. im Lichte der Unternehmensteuerreform 2008 Ballwieser / Kruschwitz / Löffler (2007), S. 765-769 m.w.N.

Bewertungsfragen regelmäßig Modifikationen zur sachgerechten Abbildung der besonderen Verhältnisse des Einzelfalls vorzunehmen.<sup>42</sup>

Sofern jedoch eine objektivierte Vorgehensweise anzuwenden ist, sind alle entsprechenden Kalküle auf eine einheitliche Grundlage zurückzuführen. Die Herleitung dieses grundlegenden Kalküls – sowohl für Kapitalgesellschaften als auch für Personenunternehmen – soll im Rahmen der vorliegenden Arbeit geleistet werden. Die Modifikationen im Einzelnen werden nicht Gegenstand dieser Untersuchung sein.

---

<sup>42</sup> Vgl. *IDW (1995)*, S. 522-526; *IDW (2007c)*, S. 182-187.

*Nicht* untersucht werden demnach:

- Bewertungsfragen im Zusammenhang mit dem handelsrechtlichen Jahresabschluss<sup>43</sup>
- Bewertungsfragen im Zusammenhang mit den IFRS<sup>44</sup>
- Bewertung von Unternehmen einzelner Branchen<sup>45</sup>
- Bewertung von Konzernen<sup>46</sup>
- Unternehmensbewertung und Rechtsprechung<sup>47</sup>

## 1.4 Gang der Untersuchung

Entsprechend den dargestellten Vorgaben für diese Untersuchung wird in *Kapitel 2* dieser Arbeit ein kurzer Überblick über die für die Bewertung von Kapitalgesellschaften und Personenunternehmen wesentlichen Änderungen durch die Unternehmenssteuerreform 2008 gegeben.

Da jede Unternehmensbewertung unter Rückgriff auf einen Barwertkalkül die Bestimmung der Eigenkapitalkosten erforderlich macht, beschäftigt sich *Kapitel 3* zentral mit den Fragen der Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform auf den Kapitalisierungszinssatz. In den später folgenden Kapiteln wird, mit wenigen gesondert begründeten Ausnahmen, auf diese Ausführungen zurückgegriffen.

---

<sup>43</sup> Vgl. hierzu insbesondere *IDW RS HFA 10 i.d.F. 2005 (IDW (2005c))* sowie aus der Literatur *Dörschell / Schulte (2002)*, S. 1669-1675; *Rosenbaum / Gorny (2003)*, S. 837-840; *Franken / Schulte (2005)*, S. 2675-2678; *Dörschell / Franken / Schulte (2006)*, S. 1060-1069.

<sup>44</sup> Vgl. hierzu insbesondere *IDW RS HFA 16 (IDW (2005d))* sowie aus der Literatur *Castedello / Klingbeil / Schröder (2006)*, S. 1028-1036; *Mackenstedt / Fladung / Himmel (2006)*, S. 1037-1048; *Schmusch / Laas (2006)*, S. 1048-1060.

<sup>45</sup> Vgl. sehr ausführlich *Drukarczyk / Ernst (2007)*.

<sup>46</sup> Vgl. hierzu *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 19 und aus der Literatur *Moser (2005)*, S. 274-284; *Schmidbauer (2002c)*, S. 1542-1548.

<sup>47</sup> Vgl. *Wilts / Schaldt / Nottmeier / Klasen (2004)*, S. 508-514; *Kuhner (2007)*, S. 825-834; *Kuhner / Jonas (2007)*, S. 805; *Jonas (2007)*, S. 835-843; *Hüttemann (2007)*, S. 812-822; *Paulsen (2007)*, S. 823-824; *Wüstemann (2007)*, S. 2223-2228.

Hieran schließt sich in *Kapitel 4* eine Darstellung ausgewählter Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung als Beurteilungsmaßstab für Verfahren der Unternehmensbewertung an.

In *Kapitel 5* erfolgt sodann die Ausarbeitung eines grundsätzlichen Bewertungskalküls im einfachen Rentenmodell unter der Annahme der Vollausschüttung der periodischen Gewinne an. Zur Anwendung kommt hier das Verfahren des angepassten Barwerts (*Adjusted Present Value – APV-Ansatz*).

Aus Gründen, die näher zu erläutern sind, erfolgt die Erweiterung des Kalküls um die Annahme einer anteiligen Gewinnthesaurierung im Phasenmodell unter Anwendung des Ertragswertverfahrens in *Kapitel 6*.

Im Anschluss an *Kapitel 6* erfolgt die Ausarbeitung des Bewertungskalküls für Personenunternehmen in *Kapitel 7*. Wie in den *Kapiteln 5* und *6*, wird auch in diesem siebten Kapitel der umfängliche Vergleich der Kalküle vor und nach Unternehmensteuerreform dadurch gewährleistet, dass auch die Bewertungsmethodik unter Berücksichtigung der Vorgaben des bisherigen Steuerregimes dargestellt und, soweit sachgerecht, erläutert wird.

Die Untersuchung schließt mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse und der Formulierung ergänzender Fragestellungen.

## 2 Unternehmensteuerreform 2008

### 2.1 Einleitung zu Kapitel 2

Anlass für die vorliegende Bearbeitung der verschiedenen Fragestellungen im Zusammenhang mit der Bedeutung von Steuern für die Bewertung von Unternehmen ist insbesondere das *Unternehmensteuerreformgesetz 2008 (UntStRefG)* vom 14. August 2007<sup>48</sup>. Zunächst soll daher kurz auf die Entstehung des Gesetzes und dessen Zielsetzung eingegangen werden (Abschnitt 2.2). Im Anschluss daran erfolgt eine Darstellung ausgewählter Kernelemente in den Abschnitten 2.3 bis 2.6. Auf verfahrensrechtliche Aspekte wird nur am Rande eingegangen, da diese für die Bewertung von Unternehmen von untergeordneter Bedeutung sind.

### 2.2 Entstehung und zentrale Reformansätze

Die Grundzüge der Unternehmensteuerreform 2008 gehen zurück auf den Koalitionsvertrag von *CDU / CSU* und *SPD* vom 11. November 2005.<sup>49</sup> Dieser sieht in Abschnitt 2.1 *Reform der Unternehmensbesteuerung* folgende Kernziele für die Überarbeitung der Besteuerung von Unternehmen vor:<sup>50</sup>

- Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und Europatauglichkeit des deutschen Steuersystems<sup>51</sup>
- Weitgehende Rechtsform<sup>52</sup>- und Finanzierungsneutralität
- Mehr Chancen für Innovation und Arbeit, Wohlstand und Teilhabe
- Einschränkung von Gestaltungsmöglichkeiten
- Verbesserung der Planungssicherheit für Unternehmen und öffentliche Haushalte
- Nachhaltige Sicherung der deutschen Steuerbasis

---

<sup>48</sup> *Unternehmensteuerreformgesetz 2008*, BGBl. I 2007, S. 1912-1938.

<sup>49</sup> *Koalitionsvertrag*, S. 1 – 224 (Internetquelle).

<sup>50</sup> Vgl. ebenda, S. 81 f.

<sup>51</sup> Vgl. hierzu auch *Herzig / Bohn (2006)*, S. 1 und zur Frage, inwieweit dieses Ziel erreicht wurde, *Kavcic / Vogel (2008)*, S. 573-578.

<sup>52</sup> Vgl. hierzu im Kontext zu ersten Überlegungen des Bundesfinanzministeriums *Knief (2005)*, S. 1013-1018.

Dabei wird ausdrücklich die Reform der Besteuerung von Personengesellschaften in die Vereinbarung zwischen den Regierungsparteien eingefasst, um der besonderen Bedeutung dieser Rechtsformen in Deutschland Rechnung zu tragen.<sup>53</sup>

Die Abschaffung der Gewerbesteuer, so wie immer wieder seitens verschiedener Politiker<sup>54</sup>, Teilen der Wirtschaft<sup>55</sup> und auch der steuerlichen Fachliteratur<sup>56</sup> gefordert, wurde unter den Vorbehalt gestellt, dass dies nur möglich sei, „wenn für eine Alternative hinreichend genaue Kenntnisse über die Verteilungsfolgen vorliegen“<sup>57</sup>. Offensichtlich sind politisch vertretbare Alternativen nicht gefunden worden. Vielmehr stellt *Herzig* fest, dass die Gewerbesteuer erheblich an Bedeutung gewonnen hat.<sup>58</sup> Hierauf wird nachfolgend noch eingegangen.

Bei der Reform der Einkommensteuer soll nach dem Koalitionsvertrag insbesondere die Vereinfachung der Steuerveranlagung im Mittelpunkt stehen.<sup>59</sup> Zwar wird ausdrücklich an der Idee eines linear-progressiven Einkommensteuertarifs zur Wahrung der Besteuerung nach der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Einzelnen festgehalten, gleichwohl wird bereits zu diesem frühen Zeitpunkt der verstärkte Rückgriff auf „*Typisierungen und Pauschalierungen*“<sup>60</sup> formuliert. Hiermit in unmittelbarem Zusammenhang steht wohl auch die Einführung der Abgeltungsteuer als Sondertarif für Kapitaleinkünfte und die Vereinfachung der einkommensteuerlichen Veranlagung. Auch hierauf wird noch eingegangen.

---

<sup>53</sup> Vgl. *Koalitionsvertrag*, S. 81 (Internetquelle).

<sup>54</sup> Vgl. bspw. *Pinkwart (2003)*, S. 7 (Internetquelle) sowie *o.V. (2004)*, S. 1 (Internetquelle).

<sup>55</sup> Vgl. bspw. *Wartenberg (2005)* (Internetquelle) sowie *o.V. (2005)* (Internetquelle).

<sup>56</sup> Vgl. hierzu und zu alternativen Konzepten insbesondere *Herzig / Bohn (2006)*, S. 2 f.

<sup>57</sup> Vgl. *Koalitionsvertrag*, S. 82 (Internetquelle).

<sup>58</sup> Vgl. *Herzig (2007b)*, S. 1543.

<sup>59</sup> Vgl. *Koalitionsvertrag*, S. 83 (Internetquelle).

<sup>60</sup> Ebenda, S. 83.



Knapp ein Jahr nach dem Abschluss des Koalitionsvertrags, am 3. November 2006, formulierten *Koch* und *Steinbrück* weitere Konkretisierungen der vorstehenden Grundsätze als Ergebnis einer Arbeitsgruppe zur „Reform der Unternehmensteuer in Deutschland“ (*Koch / Steinbrück – Eckpunktepapier*).<sup>61</sup>

Auf Basis der in dem *Koch / Steinbrück-Papier* definierten Eckpunkte wurde am 5. Februar 2007 der Referentenentwurf<sup>62</sup> und am 14. März 2007 der Gesetzesentwurf des *UntStRefG* seitens der *Bundesregierung*<sup>63</sup> zur Diskussion veröffentlicht. Nach vergleichsweiser kurzer parlamentarischer Debatte und unter Beibehaltung der wesentlichen Reformansätze des *Koch / Steinbrück-Papiers* verabschiedete der *Deutsche Bundestag* am 25. Mai 2007 und im Anschluss auch der *Bundesrat* (6. Juli 2007) mit der Mehrheit von *CDU / CSU* und *SPD* das Gesetzesvorhaben.

Allerdings wurden im Nachgang zum Gesetzesbeschluss verschiedene Einzelvorschriften durch das *Jahressteuergesetz 2008 (JStG 2008)*<sup>64</sup> vom 20. Dezember 2007 geändert. Weitere Änderungen in ausgewählten Details erfolgten im Rahmen des *Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG)* vom 4. Juli 2008.<sup>65</sup> Während die Änderungen durch das *JStG 2008*<sup>66</sup> in die vorliegende Arbeit einfließen, erstrecken sich die Modifikationen durch das *MoRaKG* ausschließlich auf Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften und werden hier nicht gesondert betrachtet.<sup>67</sup> Ebenfalls nicht dargestellt werden steuerliche Auswirkungen im

---

<sup>61</sup> Vgl. *Koch / Steinbrück (2006)*, S. 1 – 9 (Internetquelle).

<sup>62</sup> *RefE UntStRefG*, S. 1 – 51 (Internetquelle).

<sup>63</sup> *RegE UntStRefG*, S. 1 – 156 inkl. Gesetzesbegründung (Internetquelle).

<sup>64</sup> *Jahressteuergesetz 2008*, BGBl. I 2007, S.3150 – 3188.

<sup>65</sup> Vgl. *MoRaKG* und hierzu *Hörster (2007)*, S. 3101-3109 und *Drost (2007)*, S. b01.

<sup>66</sup> Vgl. für eine Übersicht über die Änderungen *Melchior (2007)*, S. 2233-2239; *Hörster / Brockmann (2007)*, S. 447; *Knebel / Spahn / Plenker (2007)*, S. 2733-2739; *Schmieszek / Debus (2007)* und *o.V. (2007)*, S. 4144-4147.

<sup>67</sup> Vgl. aber zum Problem der neu geschaffenen Zinsschrankenregelungen in Bezug auf Akquisitionsfinanzierungen *Reiche / Kroschewski (2007)*, S. 1330-1337.

Zusammenhang mit der Reform des Bilanzrechts durch das geplante Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz<sup>68</sup> (BilMoG).<sup>69</sup>

In diesem Kapitel sollen die Änderungen in der Besteuerung von Kapital- und Personengesellschaft durch die *Unternehmensteuerreform 2008* dargestellt werden. Dabei ist zu beachten, dass ab dem Zeitpunkt der Konkretisierung des Gesetzesvorhabens durch das *Koch/Steinbrück-Papier* die wesentlichen Elemente der betroffenen Ertragsteuergesetze ausführlich im Schrifttum dargestellt und diskutiert worden sind.<sup>70</sup> Aufgrund der Ausrichtung der vorliegenden Untersuchung auf die zentralen Fragen der Unternehmensbewertung fokussiert dieses Kapitel daher ausschließlich auf solche Änderungen des Steuerregimes, die tatsächlich für diese Arbeit von Bedeutung sind. Auf eine kritische Auseinandersetzung mit den neuen Regelungen sowie deren rechtlichen<sup>71</sup> wie auch wirtschaftlichen<sup>72</sup> und rechtsformspezifischen<sup>73</sup> Implikationen wird verzichtet.

---

<sup>68</sup> *RegE eines Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG)*, S. 1-254 (Internetquelle).

<sup>69</sup> Vgl. zum BilMoG *Herzig (2008a)*, S. 1-10; *Herzig (2008b)*, S. 1216; *Herzig (2008c)*, S. 1339-1345 sowie im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen *Blum (2008c)*, S. 2170-2174.

<sup>70</sup> Vgl. insbesondere *Herzig (2007a)*, S. 8-14; *Rödter (2006)*, S. 2028-2031; *Rödter (2007)*, S. 1\*-19\*; *Streck (2007)*, S. 3176-3184; *Hörster / Merker (2007)*, 1021-1031; *Kessler / Ortmann-Babel / Zipfel (2007)*, S. 523-533; *Müller-Gatermann (2007)*, S. 145; *Strunk (2007)*, S. 101-105; *Endres / Spengel / Reister (2007)*, S. 478-489 sowie für Kapitalgesellschaften ausführlich *Schnitter (2007)* und *Ortmann-Babel / Zipfel (2007a)*, S. 1869-1885; *Förster (2007)*, S. 559-572 sowie für Personengesellschaft *Müller / Pfeifer (2007)* und *Ortmann-Babel / Zipfel (2007b)*, S. 2205-2217; *Schmitt (2007)*, S. 573/580-592.

<sup>71</sup> Vgl. bspw. *Dörr / Fehling (2007)*, S. 2535-2550; *Hey (2007)*, S. 1303-1309; *Watrin / Benhof (2007)*, S. 233-238; *Intemann (2007)*, S. 1658-1661.

<sup>72</sup> Vgl. bspw. *Endres / Spengel / Reister (2007)*, S. 478-489; *Kaminski / Hoffmann / Kaminskaite (2007)*, S. 161; *Blum / van Kerkom (2007)*; S. 62; *Kröner / Esterer (2006)*, S. 2084-2086; *Schreiber (2007)*, S. 1099-1105; *Homburg / Houben / Maiterth (2007)*, S. 376-381.

<sup>73</sup> Vgl. *Binz (2007)*, S. 1692-1695; *Weber (2007)*, S. 3031-3062; *Diller / Wimmer (2007)*, S. 573-579; *Winkeljohann / Fuhrmann (2007)*, S. 464-482.

Insbesondere nicht dargestellt und diskutiert werden:

- Änderungen zum Mantelkauf (§ 8c KStG n.F.)<sup>74</sup>
- Abschaffung der degressiven Absetzung für Abnutzung (§§ 7 Abs. 2, 3 EStG a.F.)
- Funktionsverlagerung (§ 1 Abs. 3 AStG n.F.)<sup>75</sup>
- Investitionsabzugsbetrag und Sonderabschreibung (§ 7g EStG n.F.)<sup>76</sup>
- Sofortabschreibung von geringwertigen Wirtschaftsgütern (§ 6 Abs. 2, 2a EStG n.F.)<sup>77</sup>
- Verrechnungspreise (§ 1 Abs. 1 AStG n.F.)<sup>78</sup>

Zunächst werden die übergreifenden Neuerungen, also jene, die sowohl für Personen- als auch Kapitalgesellschaften Bedeutung haben, dargestellt. Im Anschluss daran erfolgt eine Zusammenstellung der ausschließlich für Kapitalgesellschaften geltenden Änderungen, um dann abschließend zu den neuen steuerlichen Regelungen für Personengesellschaften zu kommen.

Da eine der zentralen Zielsetzungen dieser Arbeit in der *quantitativen* Analyse der Auswirkungen der *Unternehmensteuerreform 2008* auf die Bewertung von Unternehmen besteht, werden die in diesem Kapitel betrachteten Änder-

---

<sup>74</sup> Vgl. *Entwurf eines BMF-Schreibens vom 20.02.2008* (Internetquelle) und hierzu *Strunk (2008)*, S. 192-195 sowie aus der Literatur *Wiese, G. (2007)*, S. 741-750; *Viskorf / Michel (2007)*, S. 2561-2565; *Lang (2007)*, S. 652-663; *Hans / Engelen (2007)*, S. 1981-1985 sowie *Lenz (2008)*, S. 24-30. Hinsichtlich der Bedeutung steuerlicher Verlustvorträge für die Bewertung von Unternehmen vgl. bspw. *Lutz (1993)*, S. 66-78; *König / Zeidler (1996)*, S. 1102 f.; *Streitferdt (2004a)*, S. 669-693; *IDW (2007c)*, S. 25 und für die Bedeutung bei dem Erwerb eines Unternehmens *Herzig / Hötzel (1990)*, S. 515 und *Blum / van Kerkom (2007)*, S. 62.

<sup>75</sup> Vgl. *Lange / Rohler (2007b)*, S. 341-345; *Baumhoff / Ditz / Greinert (2007)*, S. 1649-1655; *Günter (2007)*, S. 1082-1089; *Jahndorf (2008)*, S. 101-111.

<sup>76</sup> Vgl. *Kulosa (2008)*, S. 131-136.

<sup>77</sup> Vgl. *Koch / Thies / Gondert (2007)*, S. 4177-4186 und *Wagner / Staats (2007)*, S. 2395-2398; *Böhlmann / Keller (2007)*, S. 2732-2735; *Rade / Kropp (2008)*, S. 13-22.

<sup>78</sup> Vgl. *Lange / Rohler (2007a)*, S. 309-313.

ungen anhand von exemplarischen Berechnungen verdeutlicht.<sup>79</sup> Dies erscheint schon allein deshalb notwendig, um im Verlauf der Arbeit betrachtete Änderungen der Bewertungskalküle zutreffend analysieren zu können. Insofern dienen diese Berechnungen auch der Vorbereitung einer differenzierten Betrachtung der Auswirkungen auf den Kapitalisierungszinssatz und die Mittelzuflüssen an die Gesellschafter.

Die Reform umfasst sowohl Maßnahmen, die zu einer stärkeren steuerlichen Belastung der Unternehmen sowie deren Anteilseigner führen, sowie Änderungen, die deutliche steuerliche Entlastungen zur Folge haben. Diese gegenläufigen Effekte heben sich teilweise auf, so dass eine generelle Aussage, inwieweit die Unternehmensteuerreform per Saldo be- oder entlastend wirkt, nicht getroffen werden kann. Vor diesem Hintergrund können alle in diesem und in nachfolgenden Kapiteln dargestellten Berechnungen ausschließlich exemplarischen Charakter haben. Die tatsächlichen Auswirkungen des UntStRefG auf die steuerliche Belastung eines Unternehmens, seiner Anteilseigner sowie den Unternehmenswert sind anhand der in dieser Arbeit dargestellten Methoden zu überprüfen.

Um zumindest aber schon an dieser Stelle Tendenzaussagen in Bezug auf die Unternehmensbewertung treffen zu können, wird zu allen in diesem Kapitel dargestellten Steuerrechtsänderungen der *zu vermutende* Einfluss auf Unternehmenswerte benannt. Das Kapitel beschließt mit einer tabellarischen Zusammenfassung dieser Tendenzen.

In den nachfolgenden Kapiteln wird auf eine erneute Darstellung der Änderungen durch die Unternehmensteuerreform als solche verzichtet, soweit nicht einzelne Sachverhalte eine fokussierte Betrachtung erforderlich machen.

---

<sup>79</sup> Vgl. hierzu insbesondere schon *Herzig (2007a)*, S. 8-14.

## 2.3 Übergreifende Änderungen

### 2.3.1 Änderungen im Zusammenhang mit der Gewerbesteuer

Durch das UntStRefG wurde der Regelungskreis um die Gewerbesteuer insbesondere hinsichtlich der folgenden drei Bereiche geändert:<sup>80</sup>

- (1) Vereinheitlichung der GewSt-Messzahl (§ 11 Abs. 2 GewStG n.F.)
- (2) Abschaffung der Abziehbarkeit der GewSt als Betriebsausgabe (§ 4 Abs. 5b EStG n.F.)
- (3) Hinzurechnung von Zinsen und Finanzierungsanteilen (§ 8 Nr. 1 GewStG n.F.)

#### Ad (1) Vereinheitlichung der GewSt-Messzahl

Während nach § 11 Abs. 2 GewStG a.F. für Personenunternehmen ein progressiver Gewerbesteuertarif mit einer Staffelung von ein bis fünf Prozent und für Kapitalgesellschaften eine einheitliche Steuermesszahl von fünf Prozent zur Anwendung kamen, sieht nun die reformierte Fassung des GewStG eine für alle Rechtsformen und Unternehmensgrößen einheitliche Steuermesszahl von 3,5 % vor. Tendenziell führt diese Änderung zu einer steuerlichen Entlastung der Unternehmen und damit zu einer positiven Beeinflussung des Unternehmenswerts sowohl bei Personen- als auch Kapitalgesellschaften. Ausgenommen hiervon sind allerdings sehr kleine Personenunternehmen, die durch die Anwendung des früheren Staffeltarifs eine effektive Steuermesszahl von unter 3,5 % erzielen konnten. Über alle Unternehmen hinweg erwartet die *Bundesregierung* eine Reduzierung des Steueraufkommens (Gewerbe-, Körperschaft- und Einkommensteuer sowie Solidaritätszuschlag)

---

<sup>80</sup> Vgl. insbesondere *Herzig (2007b)*, S. 1541-1543 und in Bezug auf Personenunternehmen ausführlich *Herzig / Lochmann (2007)*, S. 1037-1044; weiterhin *Fehling (2007)*, S. 2459-2472. Vgl. hinsichtlich der (teilweisen) Kompensation bei Personengesellschaften durch die Anhebung der Gewerbesteueranrechnung gemäß § 35 EStG n.F. Abschnitt 2.5.1.

in Höhe von bis zu € 7.265 Mio. (Kassenjahr 2012)<sup>81</sup>.

#### Ad (2) Abschaffung der Abziehbarkeit der GewSt als Betriebsausgabe<sup>82</sup>

Eine der bedeutenden Gegenfinanzierungsmaßnahmen der Bundesregierung stellt die Abschaffung des Abzugs der Gewerbesteuer als Betriebsausgabe dar. Minderte bisher die Gewerbesteuer nicht nur ihre eigene, sondern auch die Bemessungsgrundlage von Körperschaft- bzw. Einkommensteuer, so erfolgt künftig eine Besteuerung des Ergebnisses vor Unternehmensteuer (EBT)<sup>83</sup> mit Gewerbe- und Körperschaftsteuer bzw. mit Gewerbe- und Einkommensteuer. Ausweislich der Schätzung der Bundesregierung bedingt diese Änderung ein Mehraufkommen in Höhe von € 12,3 Mrd. über alle Steuerarten hinweg.<sup>84</sup> Losgelöst von allen gegenläufigen Maßnahmen führt diese Rechtsänderung zu einer erheblichen Minderung der für Ausschüttungen / Entnahmen zur Verfügung stehenden Mittel und damit tendenziell zu einer Reduzierung der Unternehmenswerte.

#### Ad (3) Hinzurechnung von Zinsen und Finanzierungsanteilen

Bereits nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. waren Entgelte für so genannte Dauerschulden hälftig der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage hinzuzurechnen. Darüber hinaus waren weitere Hinzurechnungstatbestände in § 8 GewStG a.F. im Zusammenhang mit der Überlassung von Kapital oder Vermögen definiert. Dabei ist für die Bewertung von Unternehmen insbesondere die Hinzurechnung von Fremdkapitalzinsen von besonderer Bedeutung, da

---

<sup>81</sup> Vgl. *RegE UntStRefG*, S. 68 (Internetquelle). Hiervon entfallen auf die Reduzierung der gewerbesteuerliche Messzahl € 7.820 Mio. Die Abschaffung des Staffeltarifs führt zu einer steuerlichen Mehrbelastung der Personengesellschaften und Einzelunternehmen in Höhe von € 555 Mio. (Gewerbe- und Einkommensteuer sowie Solidaritätszuschlag).

<sup>82</sup> Vgl. *Herzig (2007a)*, S. 12.

<sup>83</sup> Dies unterstellt natürlich sehr vereinfachend die Unbeachtlichkeit weiterer Anpassungen der steuerlichen Bemessungsgrundlagen zum Beispiel durch außerbilanzielle Einkommensermittlungsvorschriften.

<sup>84</sup> Vgl. *RegE UntStRefG*, S. 69 (Internetquelle).

die externe Finanzierung über Kreditinstitute weiterhin einen hohen Stellenwert bei vielen deutschen Unternehmen hat.

Zukünftig ist der Radius hinzurechnungspflichtiger Finanzierungsentgelte deutlich erweitert worden.<sup>85</sup> So werden ab dem Veranlagungszeitraum 2008 (§ 36 Abs. 5b GewStG n.F.) folgende Finanzierungsanteile geschätzt, die dann der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage zu einem Viertel hinzuzurechnen sind, soweit deren Summe den Betrag von 100.000 Euro übersteigt:<sup>86</sup>

Hinzurechnungstatbestand	§ 8 Nr. 1 GewStG	Geschätzter Finanzierungsanteil
Fremdkapitalzinsen	Buchst. a)	100%
Renten, dauernde Lasten	Buchst. b)	100%
Gewinnanteile stiller Gesellschafter	Buchst. c)	100%
Mieten, Pachten sowie Leasingraten <sup>87</sup> für bewegliche Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens	Buchst. d)	20%
Mieten, Pachten sowie Leasingraten <sup>87</sup> für unbewegliche Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens	Buchst. e)	65% <sup>88</sup>
Entgelte für die zeitlich befristete Überlassung von Rechten <sup>89</sup>	Buchst. f)	25%

Tabelle 2-1: Gewerbesteuerliche Hinzurechnungstatbestände nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F.

<sup>85</sup> Vgl. hierzu auch den *Entwurf eines Gleichlautenden Erlasses der obersten Finanzbehörden der Länder vom 20.02.2008* (Internetquelle) und zu diesem *Strunk / Kaminski (2008)*, S. 167-172.

<sup>86</sup> Vgl. hierzu in der Fassung des ursprünglichen Entwurfs *Herzig (2007a)*, S. 13 f.

<sup>87</sup> Vgl. zur betriebswirtschaftlichen Bedeutung der Hinzurechnung von Leasingraten *Scheffler (2007)*, S. 874-879.

<sup>88</sup> Ursprünglich sah das *UntStRefG* eine Schätzung des Finanzierungsanteils i.H.v. 75 % vor. Durch das *JStG 2008* wurde die Schätzung jedoch auf 65 % reduziert.

<sup>89</sup> Vgl. bspw. zur Frage der Hinzurechnung von Entgelten für Know how *Hidien (2008)*, S. 257-259.

Folgendes Beispiel soll die reformierten Hinzurechnungstatbestände exemplarisch erläutern:

Hinzurechnungstatbestand	Tatsächlicher Aufwand	Geschätzter Finanzierungsanteil
Fremdkapitalzinsen	300.000	300.000
Mieten für Mobilien des Anlagevermögens (z.B. Leasing einer Produktionsanlage)	100.000	20.000
Mieten für Immobilien des Anlagevermögens (z.B. Mieten/Pacht einer Produktionshalle)	400.000	260.000
Entgelt für Patentnutzung	50.000	12.500
Summe der geschätzten Finanzierungsanteile (nach Abzug des Freibetrags i.H.v. T€ 100)		492.500
Nicht abziehbarer Teil der Finanzierungsaufwendungen für Zwecke der Gewerbesteuer (25 %)		123.125

**Tabelle 2-2: Quantitatives Beispiel zu § 8 Nr. 1 GewStG n.F.**

Nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. hätte für Zwecke der Gewerbesteuer eine Hinzurechnung von 50 % der Fremdkapitalzinsen, mithin T€ 150, erfolgen müssen, sofern die zugrundeliegenden Verbindlichkeiten als Dauerschulden zu qualifizieren wären. Im Vergleich der beiden Fassungen des § 8 Nr.1 GewStG würde die neue Regelung trotz erheblicher Erweiterung der Hinzurechnungstatbestände zu einer Minderung der effektiven Hinzurechnung in Höhe von T€ 27 führen. Gleichwohl sind Fallgestaltungen denkbar, die unter dem neuen Regime zu einer höheren Hinzurechnung führen. Daher ist eine pauschale Aussage über die Wirkung der dargestellten Änderung, auch auf den Unternehmenswert, nicht möglich.

### 2.3.2 Zinsschranke

Während § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG auf die Hinzurechnung von Fremdkapitalentgelten im Rahmen der Veranlagung zur Gewerbesteuer abzielt, führt die neu in das EStG bzw. KStG aufgenommene Regelung nach §§ 4h EStG n.F., 8a KStG n.F. (*Zinsschranke*)<sup>90</sup> unter bestimmten Voraussetzungen be-

<sup>90</sup> Vgl. hierzu auch das *BMF-Schreiben zur Zinsschranke vom 04.07.2008* (Internetquelle) sowie zur Sichtweise der Finanzverwaltung *Möhlenbrock (2008)*, S. 1-12; *Kaminski (2008)*, S. 196-211 und *Huken (2008)*, S. 544-549.



reits bei der Ermittlung des steuerpflichtigen Einkommens nach diesen Gesetzen zu einem Abzugsverbot für Fremdkapitalzinsen.<sup>91</sup>

Bislang dürfen Fremdkapitalentgelte nach dem EStG nur dann den steuerpflichtigen Gewinn nicht mindern, sofern der Tatbestand der Überentnahmen erfüllt ist (§ 4 Abs. 4a EStG). Nach dem KStG a.F. sind Entgelte für Fremdkapital ausschließlich dann nicht als Betriebsausgabe abzuziehen, wenn sie nach § 8a KStG a.F. als verdeckte Gewinnausschüttungen zu qualifizieren sind.<sup>92</sup>

Die Zinsschranke führt abweichend von den bisherigen Regelungen bei allen Steuersubjekten mit Gewinneinkünften zu einer Versagung des Betriebsausgabenabzugs für die die Zinsschranke übersteigenden Fremdkapitalzinsen auf Ebene des Schuldnerunternehmens. Hiervon unabhängig ist die steuerliche Behandlung der Zinserträge auf Ebene des Fremdkapitalgläubigers. Dort unterliegen die erhalten Zinsen uneingeschränkt der ESt und KSt.

Nach der Neuregelung dürfen Unternehmen Fremdkapitalzinsen nur insoweit als Betriebsausgabe geltend machen, als diese nach Saldierung mit steuerlichen Zinserträgen 30 % des steuerlichen Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) *nicht* übersteigen.

---

<sup>91</sup> Vgl. zur Zinsschranke insbesondere *Herzig / Bohn (2007)*, S. 1-10 und zur Bedeutung der Zinsschranke bei ertragsteuerlichen Organschaften *Herzig / Liekenbrock (2007)*, S. 2387-2395 sowie für eine empirische Untersuchung zur Bedeutung der Zinsschranke *Herzig / Lochmann / Liekenbrock (2008)*, S. 593-602; darüber hinaus *Töben / Fischer (2007)*, S. 974-978; *Dörfner / Vogl (2007)*, S. 1084-1087; *Köhler (2007)*, S. 597-610; *Dörr / Geibel / Fehling (2007)*, S. 2751-2768; *Krüger / Thiere (2007)*, S. 470-477; *Staats / Renger (2007)*, S. 1801-1803 sowie *Schaden / Käshammer (2007a)*, S. 2259-2266. Zu möglichen verfassungs- und europarechtlichen Problemen der Zinsschranke vgl. *Musil / Volmering (2008)*, S. 12-16.

<sup>92</sup> Vgl. hierzu *Herzig / Lochmann (2004a)*, S. 825-837 sowie *Herzig / Lochmann (2004b)*, S. 144-157.

Die Beschränkung nach §§ 4h EStG n.F., 8a KStG n.F. findet keine Anwendung, wenn eine der Ausnahmen nach § 4h Abs. 2 EStG n.F. einschlägig ist:

- (1) Die Zinsaufwendungen übersteigen die Zinserträge desselben Veranlagungszeitraums (Schuldzinsenüberhang) um weniger als € 1 Mio. (Freigrenze gemäß § 4h Abs. 2 Satz 1 Buchst. a) EStG n.F.).
- (2) Das Schuldnerunternehmen ist einem Konzern im Sinne von § 4h Abs. 3 Sätze 5, 6 EStG n.F. nicht oder nur anteilig zuzurechnen (Konzernklausel gemäß § 4h Abs. 2 Satz 1 Buchst. b) EStG n.F.).
- (3) Das Schuldnerunternehmen ist zwar einem Konzern im vorgenannten Sinne zuzurechnen, jedoch kann der Nachweis erbracht werden, dass die Eigenkapitalquote des Unternehmens am Schluss des vorangegangenen Abschlussstichtags mindestens der Eigenkapitalquote des Konzerns entsprach oder diese sogar überschritt (Escape-Klausel nach § 4h Abs. 2 Satz 1 Buchst. c) EStG n.F.).<sup>93</sup> Ein Unterschreiten der Eigenkapitalquote des Konzerns bis zu einem Prozentpunkt ist unschädlich (§ 4h Abs. 2 Buchst. c) Satz 2 EStG n.F.).

Nach § 4h Abs. 2 Buchst. c) Satz 10 EStG n.F. muss der Konzernabschluss den Anforderungen an die handelsrechtliche Konzernrechnungslegung (§§ 290 – 315a HGB) entsprechen oder die Voraussetzungen für eine Befreiung nach den §§ 291, 292 HGB erfüllen. Die für den Eigenkapitalvergleich maßgeblichen Abschlüsse sind einheitlich nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) zu erstellen<sup>94</sup>, falls nicht Abschlüsse nach dem Handelsrecht eines Mitgliedstaates der Europäischen Union aufgestellt werden. Diese können statt eines IFRS-Abschlusses für diese Zwecke verwendet werden, sofern ein Konzernabschluss nach den IFRS auch nicht zu erstellen und offen zu legen ist und in den letzten fünf Wirtschaftsjahren ein Konzernabschluss nach den IFRS nicht erstellt wurde (§ 4h Abs. 2 Buchst. c) Satz 9 1. Teilsatz EStG n.F.). Gerade für größere mittelständisch geprägte

---

<sup>93</sup> Vgl. *Ganssaue / Mattern (2008a)*, S. 213-219; *Ganssaue / Mattern (2008b)*, S. 267-270 sowie *Köster (2007)*, S. 2278-2284.

<sup>94</sup> Vgl. *Hennrichs (2007a)*, S. 2101-2107 sowie unter Berücksichtigung prüferischer Aspekte *Hennrichs (2007b)*, S. 1926-1931.

Konzernstrukturen werden IFRS-Abschlüsse nicht verfügbar sein, so dass diese Konzerne von dieser Klausel Gebrauch machen werden.

Die durch die Erweiterung des Konzernbegriffs durch § 4h Abs. 3 Satz 6 EStG n.F. betroffenen Unternehmensgruppen außerhalb der handelsrechtlichen Konzerndefinition werden vergleichsweise selten IFRS-Abschlüsse erstellen müssen, so dass auch hier der Rückgriff auf analog den handelsrechtlichen Vorschriften erstellte Gruppenabschlüsse notwendig sein wird.

Sollte weder ein IFRS-Abschluss noch ein Abschluss nach nationalem Handelsrecht zu erstellen und offen zu legen sein, so können nach den Generally Accepted Accounting Principles der Vereinigten Staaten von Amerika (US-GAAP) aufzustellende und offen zu legende Abschlüsse verwendet werden (§ 4h Abs. 2 Buchst. c) Satz 9 2. Teilsatz EStG n.F.).

Auf Basis der nach den vorstehenden Vorgaben erstellten (Konzern-)Abschlüsse sind die Eigenkapitalquoten zu errechnen und zu vergleichen. Allerdings ist hierbei nicht das jeweilige bilanzielle Eigenkapital zu verwenden. Vielmehr ist dieses noch hinsichtlich verschiedener Aspekte zu modifizieren (§ 4h Abs. 1 Buchst. c) Satz 5 EStG n.F.). Ebenso ist die Bilanzsumme nach § 4h Abs. 1 Buchst. c) Satz 6 EStG n.F. anzupassen.

Hinsichtlich der Anwendung der Zinsschranke bei der körperschaftsteuerlichen Veranlagung von Kapitalgesellschaften ist ergänzend zu beachten, dass die Konzernklausel nur dann anwendbar ist, wenn eine schädliche Gesellschaftler-Fremdfinanzierung im Sinne von § 8a Abs. 2 KStG n.F. nicht vorliegt. Eine solche liegt vor, sofern Zinsen in Höhe von mehr als 10 % des Schuldzinsenüberhangs an einen zu mehr als ein Viertel an der Schuldnergesellschaft mittel- oder unmittelbar beteiligten Fremdkapitalgeber (wesentlich beteiligter Anteilseigner) oder eine diesem nahe stehende Person zu zahlen sind. Ebenso die Darlehensgewährung durch einen Dritten mit Rückgriffsrecht auf den wesentlich Beteiligten oder eine ihm nahe stehende Person (§ 1 Abs. 2 AStG) würde die Anwendung der Konzernklausel ausschließen.

Die zuletzt genannte Einschränkung ist von besonderer Bedeutung im Zusammenhang mit Kreditgewährung an eine Kapitalgesellschaft durch eine Bank bei der der wesentlich Beteiligte selbst Einlagen unterhält (*Back-to-Back-Finanzierungen*<sup>95</sup>). Nach Tz. 83 des Entwurfs eines BMF-Schreibens zur Zinsschranke vom 4. Juli 2008 reicht das faktische Entstehen für eine Schuld aus, um die Konzernklausel auszuschließen.<sup>95</sup> Einer Abtretung der Einlageforderung in Bezug zu dem gewährten Darlehen an die Kapitalgesellschaft bedarf es nach Auffassung des BMF nicht.<sup>96</sup>

In der nachfolgenden Tabelle wird die Wirkungsweise der Zinsschranke anhand von drei Beispielen exemplarisch dargestellt:

<b>Berechnungsbeispiel für die Besteuerung einer Kapitalges.</b>	<b>Beispiel I</b>	<b>Beispiel II</b>	<b>Beispiel III</b>
Steuerliches EBITDA	1.800.000	1.800.000	0
Gesamter Zinsaufwand (inkl. Zinsen für Bankdarlehen und Gesellschafterdarlehen)	-1.500.000	-1.500.000	-1.500.000
Gesamter Zinsertrag	1.200.000	200.000	0
⇒ <i>Saldo aus Zinsaufwand und Zinsertrag (hier: Schuldzinsenüberhang)</i>	-300.000	-1.300.000	-1.500.000
Freigrenze in Höhe von € 1 Mio. überschritten	nein	ja	ja
Absoluter Anteil des <i>abziehbaren</i> Zinsaufwands am gesamten Zinsaufwand	-1.500.000	-740.000 <sup>97</sup>	0
Relativer Anteil des <i>abziehbaren</i> Zinsaufwands am gesamten Zinsaufwand	100 %	~49 %	0 %

Tabelle 2-3: Quantitatives Beispiel zu §§ 4h EStG, 8a KStG n.F. (Zinsschranke ohne Zinsvortrag)

<sup>95</sup> Vgl. *BMF-Schreiben zur Zinsschranke (§ 4h EStG, § 8a KStG)*, S. 18 (Internetquelle).

<sup>96</sup> Vgl. ebenda, S. 18. Insoweit gehen die erfassten back-to-back-Finanzierungen über den Regelungskreis des § 8a KStG a.F. hinaus.

<sup>97</sup>  $740.000 = 200.000 + 30\% \times 1,8 \text{ Mio.}$

Bedingt durch die unterschiedlichen Ausprägungen des steuerlichen EBITDA bzw. des Zinsertrags lassen sich nach den Beispielen zwischen null und einhundert Prozent der Zinsaufwendungen des Veranlagungszeitraums steuerlich als Betriebsausgabe geltend machen.

Soweit Fremdkapitalentgelte in einem Veranlagungszeitraum aufgrund der Zinsschranke *nicht* steuermindernd berücksichtigt werden dürfen (vgl. *Beispiel II* und *III* in Tabelle 2-3), sind diese Zinsaufwendungen auf künftige Perioden vorzutragen und können dort – unter den Restriktionen der Zinsschranke – geltend gemacht werden.<sup>98</sup> Zu diesem Zweck wird der Zinsvortrag in die Ermittlung des Finanzierungssaldos des betreffenden Wirtschaftsjahrs einbezogen. Zur Verdeutlichung der Funktionsweise des Zinsvortrags werden die vorstehenden Beispiele dahingehend erweitert, dass nun ein Zinsvortrag in Höhe von T€ 200 in die Betrachtung einbezogen wird:

<b>Berechnungsbeispiel für die Besteuerung einer KapG</b>	<b>Beispiel I</b>	<b>Beispiel II</b>	<b>Beispiel III</b>
Steuerliches EBITDA	1.800.000	1.800.000	0
Gesamter Zinsaufwand (inkl. Zinsen für Bankdarlehen und Gesellschafterdarlehen)	-1.500.000	-1.500.000	-1.500.000
Gesamter Zinsertrag	1.200.000	200.000	0
Zinsvortrag aus dem vorhergehenden Veranlagungszeitraum	-200.000	-200.000	-200.000
⇒ <i>Saldo aus Zinsaufwand und Zinsertrag inkl. Zinsvortrag</i>	-500.000	-1.500.000	-1.700.000
Freigrenze in Höhe von € 1 Mio. überschritten	nein	ja	Ja
Absoluter Anteil des <i>abziehbaren</i> Zinsaufwands am gesamten Zinsaufwand (inkl. Zinsvortrag)	-1.700.000	-740.000	0
Relativer Anteil des <i>abziehbaren</i> Zinsaufwands am gesamten Zinsaufwand (inkl. Zinsvortrag)	100 %	~44 %	0 %
Zinsvortrag am Ende des laufenden Veranlagungszeitraums	0	-960.000	-1.700.000

**Tabelle 2-4: Quantitatives Beispiel zu §§ 4h EStG, 8a KStG n.F. (Zinsschranke mit Zinsvortrag)**

<sup>98</sup> Vgl. *Schaden / Käshammer (2007b)*, S. 2259-2266.

Während im ersten Fall aufgrund der Höhe der Zinserträge auch der Finanzierungskostenüberhang aus Vorperioden geltend gemacht werden kann, bleibt es in *Beispiel II* und *III* bei einer Limitierung des Betriebsausgabenabzugs in bekannter Höhe. Die nicht abzugsfähigen Zinsaufwendungen i.H.v. T€ 960 bzw. T€ 1.700 werden auf neue Rechnung vorgetragen.

Problematisch ist, dass ein festgestellter Zinsvortrag nach § 8a Abs. 1 Satz 3 KStG n.F. dann untergeht, sofern die Voraussetzungen für die Nichtabziehbarkeit von Verlustvorträgen nach § 8c KStG n.F. erfüllt sind.

Weiterhin ist zu beachten, dass Zinsaufwendungen, die die einkommen- bzw. körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage gemindert haben, für Zwecke der Gewerbesteuer nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F. hinzuzurechnen sind. Im obigen *Beispiel II* bedeutet dies einen vollständigen Ausschluss des Betriebsausgabenabzugs für körperschaft- und einkommensteuerliche Zwecke i.H.v. T€ 960 (inkl. Zinsvortrag) sowie eine gesonderte Hinzurechnung im Rahmen der Ermittlung des Gewerbeertrags i.H.v. T€ 185 (= 25 % x T€ 740).

Aufgrund der mitunter erheblichen Auswirkungen der Zinsschranke stellt sich die Frage nach deren praktischer Relevanz. Zu erwarten ist, dass ein Großteil der mittelständischen Unternehmen allein aufgrund der Freigrenze i.H.v. € 1 Mio. nicht durch die Neuregelung betroffen ist. Die *Bundesregierung* kalkuliert über alle Unternehmen und Steuerarten hinweg Mehreinnahmen i.H.v. maximal € 1.505 Mio. im Kassenjahr 2010.<sup>99</sup> Dem sind allerdings die Mindereinnahmen aufgrund der Abschaffung des § 8a KStG a.F. gegenüber zu stellen, die sich auf € 475 Mio. belaufen sollen.<sup>100</sup>

*Herzig / Lochmann / Liekenbrock* weisen in ihrer Untersuchung zur Bedeutung der Zinsschranke für größere deutsche (Teil-)Konzerne deren hohe Relevanz nach.<sup>101</sup> Über 40 % der befragten 70 Unternehmen sind von einer Begrenzung des Abzugs von Fremdkapitalzinsen durch die Zinsschranke betroffen und über 50 % dieser Unternehmen planen Anpassungsmaßnahmen

---

<sup>99</sup> Vgl. *RegE UntStRefG*, S. 71 (Internetquelle).

<sup>100</sup> Vgl. ebenda, S. 72.

<sup>101</sup> Vgl. *Herzig / Lochmann / Liekenbrock (2008)*, S. 593-602.

als Reaktion auf die Einführung von §§ 4h EStG n.F., 8a KStG n.F.<sup>102</sup> In Bezug auf kleinere und mittelgroße Unternehmen ist allerdings zu beachten, dass in die zitierte Untersuchung ausschließlich kapitalmarktorientierte Konzerne bzw. nicht börsennotierte Konzerne mit einem Umsatz von mindestens € 5 Mrd. einbezogen wurden.<sup>103</sup> Für die Bewertung von Unternehmen ist daher festzustellen, dass die Bedeutung der Zinsschranke mitunter für Großkonzerne erheblich sein kann. Bei einer Vielzahl von kleineren und mittelgroßen Unternehmen wird der Unternehmenswert jedoch kaum beeinflusst werden, da die Freigrenze sowie die dargestellten Escape-Klauseln die Anwendbarkeit verhindern.

---

<sup>102</sup> Vgl. *Herzig / Lochmann / Liekenbrock (2008)*, S. 597 f.

<sup>103</sup> Vgl. ebenda, S. 593.

## 2.4 Änderungen in der Besteuerung von Kapitalgesellschaften und deren Anteilseignern

### 2.4.1 Reduzierung des Körperschaftsteuersatzes

Die wesentliche Neuerung in Bezug auf die Besteuerung von Kapitalgesellschaften stellt die Senkung des Körperschaftsteuersatzes durch das *UntStRefG* auf 15 % dar (§ 23 Abs. 1 KStG n.F.). In Kombination mit der Nichtabziehbarkeit der Gewerbesteuer als Betriebsausgabe stellt sich der Belastungsvergleich für Kapitalgesellschaften in einer vereinfachten Betrachtung demnach wie folgt dar:<sup>104</sup>

	KStG/ GewStG a.F.	KStG/ GewStG n.F.	Ent-/Belastung (+/-)
Gewinn vor Steuern (EBT)	100,00	100,00	
./. Gewerbesteuer (Hebesatz: 400%)	- 16,67	- 14,00	2,67
./. Körperschaftsteuer	- 20,83	- 15,00	5,83
./. Solidaritätszuschlag	- 1,15	- 0,83	0,32
⇒ Gewinn nach Steuern	61,35	70,17	8,82
⇒ Steuergesamtbelastung (GE bzw. %)	38,65	29,83	8,82

**Tabelle 2-5: Vergleich der Belastung der Kapitalgesellschaften durch Körperschaft- und Gewerbesteuer vor und nach der Unternehmensteuerreform 2008**

Auf Ebene der Kapitalgesellschaften kommt es zu einer deutlichen Reduzierung der Steuerlast um nahezu 9 %-Punkte. In Folge dessen könnte insoweit ein Anstieg der Renditen und damit der Unternehmenswerte von Kapitalgesellschaften zu beobachten sein.

<sup>104</sup> Vgl. Herzig (2007a), S. 9.



## 2.4.2 Änderungen in der Besteuerung von Dividenden und Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften

### 2.4.2.1 Vorbemerkung

Unmittelbar im Zusammenhang mit der Reduzierung der steuerlichen Belastung auf Ebene der Kapitalgesellschaften steht die Reform der Besteuerung von Gewinnausschüttungen und Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an einer solchen. Im Falle privater Kapitalerträge werden diese Tatbestände der einheitlichen Abgeltungsteuer unterworfen. Der Anwendungsbereich der Abgeltungsteuer geht bekanntlich darüber hinaus.<sup>105</sup> So sind neben der Besteuerung von Zinsen alle Einkünfte aus Kapitalvermögen betroffen, sofern nicht eine der zahlreichen Ausnahmen und Sonderregelungen zu beachten ist. Hinsichtlich der objektivierten Bewertung von Kapitalgesellschaften sind im Wesentlichen folgende Anwendungsbereiche von Bedeutung:<sup>106</sup>

- Besteuerung von Dividenden von in einem Privatvermögen gehaltenen Anteilen
- Besteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung von in einem Privatvermögen gehaltenen Anteilen eines nicht wesentlich Beteiligten<sup>107</sup>

Daher wird hier ausschließlich auf diese selektierten Aspekte eingegangen. Insbesondere Fragen der Besteuerung von Anteilen des Betriebsvermögens einer Personengesellschaft oder einer Kapitalgesellschaft werden hier nicht weiter diskutiert. Die Veranlagungswahlrechte nach §§ 32d Abs. 3, 4, 6 EStG n.F. bleiben ebenfalls unbeachtet.

---

<sup>105</sup> Vgl. zur Abgeltungsteuer allgemein *Oho / Hagen / Lenz (2007)*, S. 1322-1326; *Behrens (2007)*, S. 1025-1032; *Gemmel / Hoffmann-Fölkersamb (2007)*, S. 2935-2948; *Brusch (2007)*, S. 999-1004; *Lüking / Schanz / Knirsch (2008)*, S. 448-451 sowie kritisch zur Abgeltungsteuer *Eckhoff (2007)*, S. 989-998.

<sup>106</sup> Vgl. für eine Analyse der dargestellten Auswirkungen im Kontext von Finanzierungsentscheidungen *Schüler / Krotter (2007)*, S. 2325-2326.

<sup>107</sup> Die Beteiligungsquote nach § 17 Abs. 1 Satz 1 EStG als Kriterium einer wesentlichen Beteiligung ist nicht erfüllt.

### 2.4.2.2 Besteuerung von Gewinnanteilen (Dividenden)

Gemäß § 32d Abs. 1 Satz 1 EStG n.F. unterliegen Einkünfte aus Kapitalvermögen (u.a. Dividenden), die nicht nach § 20 Abs. 8 EStG einer anderen Einkunftsart zuzurechnen sind, einer einheitlichen und finalen Besteuerung durch die Abgeltungsteuer i.H.v. 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag, mithin 26,375 %. Die tatsächlichen Werbungskosten dürfen dabei nicht in Abzug gebracht werden (§ 20 Abs. 9 Satz 1 EStG n.F.). Die nachfolgende Tabelle stellt den Belastungsvergleich zwischen der Abgeltungsteuer und dem Halbeinkünfteverfahren bei vollständiger Distribution des Jahresergebnisses nach Unternehmensteuern an die Anteilseigner unter Annahme eines persönlichen Einkommensteuersatz i.H.v. 42 % dar:<sup>108</sup>

	Steuerge- setzung a.F.	Steuerge- setzung n.F.	Ent-/ Belast- ung (+/-)
Gewinn vor Steuern (EBT)	100,00	100,00	
./. GewSt (Hebesatz: 400%) / KSt / SolZ	- 38,65	- 29,83	8,82
⇒ <i>Ausschüttungsvolumen</i>	<i>61,35</i>	<i>70,17</i>	<i>8,82</i>
./. Einkommensteuer: Halbeinkünfteverfahren (42%) bzw. Abgeltungsteuer (25%)	- 12,88	- 17,54	- 4,66
./. Solidaritätszuschlag	- 0,71	- 0,96	- 0,25
⇒ <i>Nettozufluss</i>	<i>47,76</i>	<i>51,67</i>	<i>3,91</i>
⇒ <i>Steuergesamtbelastung (GE bzw. %)</i>	<i>52,24</i>	<i>48,33</i>	<i>3,91</i>

**Tabelle 2-6: Vergleich der Gesamtsteuerbelastung einer Gewinnausschüttung einer Kapitalgesellschaft an die Anteilseigner vor und nach der Unternehmensteuerreform 2008**

Aufgrund der erheblichen Reduzierung der Steuerlast auf Ebene der Kapitalgesellschaft sinkt die gesamte Steuerlast von 52,24 % auf 48,33 %; dabei steigt die private Einkommensteuerlast nicht unerheblich an. Sollte der Anteilseigner in der Vergangenheit Werbungskosten (zum Beispiel Depotgebühren, Finanzierungskosten) geltend gemacht und hierdurch die effektive Steuerlast unter das oben bezeichnete Niveau reduziert haben, so könnte das neue Steuerregime zu einer massiven Mehrbelastung führen. Aus diesem

<sup>108</sup> Vgl. Herzig (2007a), S. 9.

Grund wurden durch das *JStG 2008* zwei antragsgebundene Ausnahmen von der Anwendung der Abgeltungsteuer aufgenommen (§ 32d Abs. 2 Nr. 3 EStG n.F.). Sofern der Gesellschafter

- zu mindestens 25 % an der Kapitalgesellschaft beteiligt ist  
*oder*
- zu mindestens 1 % an der Kapitalgesellschaft beteiligt und beruflich für diese tätig ist,

können die Dividenden dem so genannten Teileinkünfteverfahren (§ 3 Nr. 40 Buchstabe d) EStG n.F.) unterworfen werden. Demnach sind 60 % der Dividenden abzüglich 60 % der tatsächlichen Werbungskosten (§ 3c Abs. 2 EStG n.F.) der Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz zu unterwerfen. Die Besteuerung mit dem Teileinkünfteverfahren wird im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter vertieft.

### ***2.4.2.3 Besteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an einer Körperschaft***

Nach § 20 Abs. 2 Nr. 1 EStG n.F. unterliegen künftig Gewinne aus der Veräußerung von im Privatvermögen gehaltenen Anteilen an Kapitalgesellschaften ebenfalls der einheitlichen Abgeltungsteuer, sofern der Gesellschafter nicht wesentlich im Sinne von § 17 Abs. 1 Satz 1 EStG beteiligt ist. Mit Ausnahme der Transaktionskosten gilt auch hier das Abzugsverbot für Werbungskosten (§ 20 Abs. 4 Satz 1 EStG n.F.).

Sofern eine wesentliche Beteiligung im Sinne von § 17 Abs. 1 Satz 1 EStG gegeben ist, kommt das zuvor schon bezeichnete Teileinkünfteverfahren zur Anwendung.

Aufgrund der Einführung einer grundsätzlichen Besteuerung aller Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an einer Körperschaft ist sowohl in der Unternehmensbewertungstheorie als auch in der Praxis der Unternehmensbewertung eine rege Diskussion über die Einbeziehung von Kursgewinnen und deren Besteuerung in die Bewertung von Unternehmen aufgekommen.

Dabei sind drei Fragestellungen zu unterscheiden:

1. Wie sind Kursgewinne und deren Besteuerung in die Ableitung der Alternativrendite einzubeziehen?
2. Wie sind Kursgewinne und deren Besteuerung bei der Ermittlung der Cash-flows aus dem Bewertungsobjekt zu berücksichtigen?
3. Bedingt die Einbeziehung von Kursgewinnsteuern in den Kalkül für die Alternativanlage eine Berücksichtigung der Besteuerung von Kursgewinnen des Bewertungsobjekts (Äquivalenzerfordernis)?

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit werden diese Fragen in Kapitel 3 in Bezug zur Alternativanlage und in Kapitel 4 und 6 in Bezug zu dem Bewertungsobjekt erörtert.

## 2.5 Änderungen in der Besteuerung von gewerblichen Personenunternehmen

### 2.5.1 Änderung der Anrechnung der GewSt auf die ESt

Gemäß § 35 Abs. 1 Satz 1 EStG a.F. ist bei gewerblichen Personenunternehmen<sup>109</sup> bislang das 1,8-fache des nach § 14 GewStG festgesetzten gewerbsteuerlichen Messbetrags (anteilig) auf die Einkommensteuer anrechenbar.<sup>110</sup> Die Höhe dieses Anrechnungsbetrags wird künftig durch Multiplikation des Messbetrags mit einem Anrechnungsfaktor i.H.v. 3,8 berechnet (§ 35 Abs. 1 Satz 1 EStG n.F.).<sup>111</sup> Dies führt zu einer Entlastung des Einzelunternehmers bzw. der Mitunternehmer und damit zu einem Anstieg der Cash-flows, die in einen Unternehmensbewertungskalkül einfließen. Insoweit wird die Neufassung der Anrechnungsvorschrift die Werte dieser Unternehmen positiv beeinflussen. Die Darstellung der Auswirkungen anhand eines quantitativen Beispiels wird in den nachfolgenden Abschnitten zur Besteuerung von Personenunternehmen eingebunden.<sup>112</sup>

### 2.5.2 Steuerliche Gesamtbelastung in Abhängigkeit von der Entnahmepolitik

Eine der zentralen Zielsetzungen des *UntStRefG* besteht in der Herstellung einer belastungsneutralen Besteuerung der Unternehmensgewinne sowie der Gesellschafter dieser Unternehmen.<sup>113</sup> Wie die vorstehenden Ausführungen für Kapitalgesellschaften gezeigt haben, beläuft sich die steuerliche Gesamtbelastung auf Ebene einer Kapitalgesellschaft künftig auf rund 29,83 % und im Falle der Gewinnausschüttung insgesamt auf 48,33 %. Da bislang Gewinne aus einer Personenunternehmung mit dem persönlichen ESt-Satz besteuert wurden, unterlagen diese Gewinne unabhängig von der Entnahme-

---

<sup>109</sup> In den folgenden Ausführungen steht die Besteuerung von Personengesellschaften im Vordergrund. Gleichwohl gelten diese Ausführungen analog auch für Einzelunternehmen. Hierauf wird aus Gründen der Vereinfachung nicht immer wieder eingegangen.

<sup>110</sup> Vgl. *Rogall (2001)*, S. 586-593.

<sup>111</sup> Vgl. *Förster (2007)*, S. 760-764 und *Blaufus / Hechtner / Hundsdorfer (2008)*, S. 80-88.

<sup>112</sup> Vgl. für eine ausführliche Analyse *Herzig / Lochmann (2007)*, S. 1037-1044.

<sup>113</sup> Vgl. Abschnitt 2.2.

politik bei einem persönlichen Einkommensteuersatz i.H.v. 42 % grundsätzlich einer steuerlichen Gesamtbelastung i.H.v. 45,60 %<sup>114</sup>.

Aufgrund der Neuregelungen durch das *UntStRefG* kann künftig eine Besteuerung der Gewinne aus Mitunternehmerschaften in Abhängigkeit von deren Verbleib im Unternehmen erfolgen. Daher sind zwei verschiedene Besteuerungsvarianten zu unterscheiden:<sup>115</sup>

- (1) Besteuerung der Gewinne aus der Mitunternehmerschaft mit dem persönlichen Einkommensteuersatz (*Besteuerungsvariante I*)
  
- (2) Antragsgebundene Inanspruchnahme der Thesaurierungsbegünstigung für nicht entnommene Gewinne aus der Mitunternehmerschaft mit späterer Nachversteuerung im Falle der Entnahme (*Besteuerungsvariante II*)<sup>116</sup>

Beide Besteuerungsvarianten werden nachfolgend kurz vorgestellt und ein Kalkül zur Bestimmung der Vorteilhaftigkeit aufgezeigt.

---

<sup>114</sup> Vgl. Tabelle 2-7.

<sup>115</sup> Vgl. *Blum (2008a)*, S. 321.

<sup>116</sup> Vgl. *Knief / Nienaber (2007)*, S. 1309-1315; *Schultes-Schnitzlein / Keese (2007)*, S. 2841-2852.

### 2.5.2.1 Besteuerung zum persönlichen Einkommensteuersatz (Besteuerungsvariante I)

Sofern ein Mitunternehmer die Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz wählt (*Besteuerungsvariante I*), ergibt sich folgende steuerliche Belastung durch Gewerbe- und Einkommensteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag:<sup>117</sup>

	Steuer- gesetzgebung a.F.	Steuer- gesetzgebung n.F.	Ent-/ Belast- ung (+/-)
Gewerblicher Gewinn vor Steuern (EBT)	100,00	100,00	
./. GewSt (Hebesatz: 400%; Messzahl: 5% bzw. 3,5%)	- 16,67	- 14,00	2,67
./. Steuerermäßigung gemäß § 35 EStG (GewSt-Messbetrag x 1,8 bzw. 3,8)	+ 7,50 <sup>118</sup>	+ 13,30	5,80
./. ESt auf nicht entnommenen Gewinn (42%)	- 35,00 <sup>119</sup>	- 42,00	- 7,00
./. SolZ (5,5%)	- 1,51	- 1,58	- 0,07
⇒ Gewinn nach Steuern	54,32	55,72	1,40
⇒ Steuergesamtbelastung (GE bzw. %)	45,68	44,28	1,40
└ davon ESt (inkl. SolZ)	29,01	30,28	- 1,27
└ davon GewSt	16,67	14,00	2,67

**Tabelle 2-7: Steuerliche Gesamtbelastung von Gewinnen aus Mitunternehmerschaften bei Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Mitunternehmers (Besteuerungsvariante I)**

<sup>117</sup> Vgl. Herzig (2007a), S.10; Kessler / Ortman-Babel / Zipfel (2007), S. 527; Blum (2008a), S. 323.

<sup>118</sup> Da die Gewerbesteuer ihre eigene Bemessungsgrundlage mindert, errechnet sich der Anrechnungsbetrag mit der so genannten 5/6-Methode wie folgt:  $1,8 \times 5 \% \times 5/6 = 7,5 \%$ . Im Rahmen der Bewertung von Personengesellschaft wird regelmäßig hiervon abstrahiert und vereinfachend mit  $1,8 \times 5 \% = 9 \%$  gerechnet. Vgl. insbesondere Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006), S. 1023 f.

<sup>119</sup> Aufgrund der Abziehbarkeit der Gewerbesteuer als Betriebsausgabe beläuft sich die effektive Einkommensteuer trotz eines persönlichen Einkommensteuersatz von 42 % nur auf 35 [GE].

Ob der Mitunternehmer den auf ihn entfallenden Gewinn in Gänze entnimmt, nur die persönliche Einkommensteuer aus diesem begleicht oder keinerlei Entnahmen tätigt, ist für die Besteuerung nach *Besteuerungsvariante I* unerheblich. In Summe führt die vereinfachte Berechnung in Tabelle 2-7 zu einer geringen Entlastung der Mitunternehmer durch das UntStRefG. Allerdings ist hierbei zu beachten, dass längst nicht alle Gegenfinanzierungsmaßnahmen in die obige Berechnung eingeflossen sind. Weder die erweiterte Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F. noch die Zinsschranke finden Berücksichtigung. Insoweit kann eine effektive Belastung der Personengesellschaft durch die Unternehmensteuerreform 2008 bei Anwendung der *Besteuerungsvariante I* nicht ausgeschlossen werden.

In Bezug auf die Zielsetzung des Reformprozesses, das Steuerrecht zu einem rechtsformneutralen System umzugestalten, wäre bei Annahme einer Vollausschüttung (bei Kapitalgesellschaften) bzw. vollständiger Entnahme (bei Personengesellschaft) dieses Ziel nicht erreicht. Die Mitunternehmer einer Personengesellschaft wären im Falle der *Besteuerungsvariante I* gegenüber den Gesellschaftern einer Kapitalgesellschaft um ca. 4 %-Punkte bevorteilt.

Neben der *Besteuerungsvariante I* hat der Gesetzgeber mit dem Veranlagungszeitraum 2008 (§ 52 Abs. 48 EStG n.F.) die antragsgebundene *Besteuerungsvariante II* eingeführt, die die Bildung von Eigenkapital durch Gewinnthesaurierung für Personenunternehmen begünstigen soll.



## **2.5.2.2 Inanspruchnahme der Thesaurierungsbegünstigung für nicht entnommene Gewinne mit späterer Entnahme und Nachversteuerung (Besteuerungsvariante II)**

### **2.5.2.2.1 Thesaurierungsbegünstigung nicht entnommener Gewinne**

Die *Besteuerungsvariante II* unterscheidet zwei Schritte in der Besteuerung von Gewinnen aus Personenunternehmen. In einem ersten Schritt erfolgt die Besteuerung nicht entnommener Gewinne mit einem für alle Steuerpflichtigen einheitlichen Sondersteuersatz nach § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F. i.H.v. 28,25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag abzüglich der Gewerbesteueranrechnung nach § 35 EStG n.F. Allerdings ist die Anwendung des Sondersteuersatzes an folgende Voraussetzungen geknüpft:

- Die Personenunternehmung ermittelt ihren Gewinn durch Betriebsvermögensvergleich (§§ 4 Abs. 1 Satz 1, 5 EStG).
- Soweit Teile des nicht entnommenen Gewinns nach §§ 16 Abs. 4 oder 34 Abs. 3 EStG begünstigt besteuert wurden, ist die Anwendung des Sondersteuersatzes ausgeschlossen (§ 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F.).
- Bei Mitunternehmern ist die begünstigte Besteuerung zusätzlich daran gebunden, dass der Gewinnanteil des einzelnen Mitunternehmers sich auf mehr als 10 % beläuft oder dieser einen Betrag von € 10.000 übersteigt (§ 34a Abs. 1 Satz 3 EStG n.F.).
- Der (Mit-)Unternehmer, der die begünstigte Besteuerung in Anspruch nehmen möchte, hat einen Antrag nach § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F. gestellt. Das Veranlagungswahlrecht kann von den Mitunternehmern einer Personengesellschaft unterschiedlich ausgeübt werden. Weiterhin kann der beantragende (Mit-)Unternehmer die Anwendung von § 34a EStG n.F. auf Teile des Gewinns beschränken. Insoweit ist ein Nebeneinander der Besteuerung nach *Besteuerungsvariante I* und der Thesaurierungsbegünstigung in einem Veranlagungszeitraum möglich. Darüber hinaus besteht bis zur Unanfechtbarkeit des Steuerbescheids des nächsten Veranlagungszeitraums die Möglichkeit den Antrag zurückzunehmen (§ 34a Abs. 1 Satz 4 EStG n.F.).

In dem nachfolgenden Beispiel wird der Belastungsvergleich zwischen altem und neuem Steuerrecht in einem idealtypischen Fall aufgezeigt. Nachfolgend wird diese Betrachtung dann um realitätsnahe Annahmen ergänzend und erneut durchgeführt (vgl. insbesondere Tabelle 2-10). Da nach altem Recht eine Begünstigung nicht entnommener Gewinne nicht vorgesehen war, entspricht dieser Teil der Berechnung in Tabelle 2-7.

	Steuer- gesetzgebung a.F.	Steuer- gesetzgebung n.F.	Ent-/ Belast- ung (+/-)
Gewerblicher Gewinn vor Steuern (EBT)	100,00	100,00	
./. GewSt (Hebesatz: 400%; Messzahl: 5% bzw. 3,5%)	- 16,67	- 14,00	2,67
./. Steuerermäßigung gemäß § 35 EStG (GewSt-Messbetrag x 1,8 bzw. 3,8)	+ 7,50	+ 13,30	5,80
./. ESt auf nicht entnommenen Gewinn (42% bzw. 28,25%)	- 35,00	- 28,25	6,75
./. SolZ (5,5%)	- 1,51	- 0,82	0,61
⇒ <i>Gewinn nach Steuern</i>	54,32	70,23	15,83
⇒ <i>Steuergesamtbelastung (GE bzw. %)</i>	45,68	29,77	15,83
└ <i>davon ESt (inkl. SolZ)</i>	29,01	15,77	13,16
└ <i>davon GewSt</i>	16,67	14,00	2,67

**Tabelle 2-8: Vergleich der Gesamtsteuerbelastung von nicht entnommenen Gewinnen einer Personengesellschaft vor und nach der Unternehmensteuerreform 2008 (ohne Entnahme der ESt / des SolZ)<sup>120</sup>**

Tabelle 2-8 zeigt eine erhebliche Reduktion der Steuerbelastung insgesamt durch die Einführung der Thesaurierungsbegünstigung. Der Höhe nach entspricht dies nahezu der Belastung auf Ebene einer Kapitalgesellschaft. Insofern erscheint die Rechtsformneutralität gewahrt zu sein.

Hierbei ist allerdings zu beachten, dass diese Steuerlast nur dann final ist, sofern die thesaurierten Gewinne tatsächlich auch dauerhaft im Unternehmen verbleiben. Werden diese zu einem späteren Zeitpunkt entnommen, erfolgt eine Nachversteuerung.

<sup>120</sup> Vgl. Herzig (2007a), S. 11.

### 2.5.2.2.2 Nachversteuerung bei Entnahme zuvor begünstigt besteuert Gewinne

Auch bei der Ausgestaltung der Nachversteuerung nach § 34a Abs. 4 - 7 EStG n.F. stand die Herstellung einer mit der Gesamtbesteuerung von distribuierten Gewinnen einer Kapitalgesellschaft vergleichbaren Steuerlast im Vordergrund. Ausweislich Tabelle 2-6 beträgt die angestrebte Belastung daher ca. 48,33 % des EBT. Nachfolgende Übersicht zeigt auf, ob dieses Ziel erreicht wurde:<sup>121</sup>

	Steuer- gesetzgebung a.F.	Steuer- gesetzgebung n.F.	Ent-/ Belast- ung (+/-)
Gewerblicher Gewinn vor Steuern (EBT)	100,00	100,00	
./. GewSt (Hebesatz: 400%; Messzahl: 5% bzw. 3,5%)	- 16,67	- 14,00	2,67
./. Steuerermäßigung gemäß § 35 EStG (GewSt-Messbetrag x 1,8 bzw. 3,8)	+ 7,50	+ 13,30	5,80
./. ESt auf nicht entnommenen Gewinn (42% bzw. 28,25%)	- 35,00	- 28,25	6,75
./. SolZ (5,5%)	- 1,51	- 0,82	0,61
⇒ <i>Gewinn nach Steuern</i>	54,32	70,23	15,83
./. Nachversteuerung (25%)	-	- 17,56	- 17,56
./. SolZ (Nachsteuer)	-	- 0,97	- 0,97
⇒ <i>Entnahme nach Versteuerung</i>	54,32	51,70	- 4,20
⇒ <i>Steuergesamtbelastung (GE bzw. %)</i>	45,68	48,30	- 2,70
└ <i>davon ESt (inkl. SolZ)</i>	29,01	34,30	- 5,37
└ <i>davon GewSt</i>	16,67	14,00	2,67

**Tabelle 2-9: Vergleich der Gesamtsteuerbelastung von nicht entnommenen Gewinnen einer Personengesellschaft vor und nach der Unternehmensteuerreform 2008 (inkl. Nachversteuerung; Besteuerungsvariante II)**

Wie vorstehende Berechnungen zeigen, entspricht die Belastung der Gewinne aus einer Mitunternehmerschaft sowohl bei der Thesaurierung wie auch bei der späteren Entnahme nahezu der Besteuerung bei vergleichbaren

<sup>121</sup> Vgl. Herzig (2007a), S. 11.

Sachverhalten im Zusammenhang mit Kapitalgesellschaften. Insoweit wird das formulierte Ziel einer belastungsneutralen Besteuerung erreicht.

Unmittelbar ersichtlich ist darüber hinaus die Umkehrung der nominellen Vorteilhaftigkeit der Thesaurierungsbesteuerung im Vergleich zur Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz aufgrund der Nachversteuerung. Dieser Nachteil der *Besteuerungsvariante II* ist dabei umso größer, je niedriger der persönliche Einkommensteuersatz des (Mit-)Unternehmers ist (vgl. auch nachfolgende Tabelle 2-11). Augenscheinlich ist dabei, dass bis zu einem Einkommensteuersatz von 28,25% eine Besteuerung nach der zweiten Variante grundsätzlich nicht vorteilhaft sein kann.

Allerdings ist zu beachten, dass der obige Kalkül in dieser Form nur dann aufrecht zu erhalten ist, sofern die (Mit-)Unternehmer die private Einkommensteuer (inkl. Solidaritätszuschlag) nicht entnehmen. Vielmehr müssen diese die Steuerzahlungen aus dem Vermögen, das der privaten Sphäre der (Mit-)Unternehmer zuzurechnen ist, entrichtet werden. Diese Restriktion wird in vielen Fällen nicht der Realität entsprechen. Tatsächlich werden Mitunternehmer einer Personengesellschaft regelmäßig, unter Berufung auf weit verbreitete Regelungen in den Gesellschaftsverträgen, mindestens die privaten Steuerzahlungen entnehmen dürfen und auch entnehmen.

Darüber hinaus ist ergänzend in die Betrachtung einzubeziehen, dass der Gewinn in Höhe der Gewerbesteuer, die ja tatsächlich abfließt und insoweit nicht mehr thesauriert werden kann, ebenfalls nicht mit dem begünstigten Steuersatz nach § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F. besteuert wird.

Unterstellt man daher die Entnahme der persönlichen Einkommensteuer sowie des Solidaritätszuschlags und berücksichtigt ergänzend die Nichtabzieh-

barkeit der Gewerbesteuer<sup>122</sup>, so ergibt sich unter Anwendung der neuen Thesaurierungsbesteuerung folgende steuerliche Belastung im ersten Jahr:<sup>123</sup>

Vorsteuergewinn (EBT)	100,00
./. GewSt (14%)	-14,00
./. Einkommensteuer	
└ EST zum persönlichen ESt-Satz ( $EST_t^{StE}$ ; 42%)	-14,62
└ EST zum begünstigten ESt-Satz ( $EST_t^{th}$ ; 28,25%)	-18,41
+ Anrechnung der GewSt (13,3% = 3,8 x 3,5%)	13,30
./. Solidaritätszuschlag (5,5%)	-1,09
⇒ Gewinn nach Steuern (begünstigter Gewinn)	65,18
⇒ Steuergesamtbelastung (GE bzw. %)	-34,82
└ davon ESt (inkl. SolZ)	-20,82
└ davon Gewerbesteuer	-14,00

**Tabelle 2-10: Gesamtsteuerbelastung von nicht entnommenen Gewinnen einer Personengesellschaft nach der Unternehmensteuerreform 2008 (mit Entnahme der ESt / SolZ)**

mit:

$EST_t^{th}$  : Einkommensteuer zum einheitlichen Sondersteuersatz  $s_{EST}^{th}$  auf thesaurierte Gewinne<sup>124</sup>

$EST_t^{StE}$  : Einkommensteuer zum persönlichen Einkommensteuersatz auf die nicht abziehbare GewSt sowie die Entnahme der Einkommensteuer und des darauf entfallenden Solidaritätszuschlags<sup>125</sup>

<sup>122</sup> Für Zwecke dieser Untersuchung wird durchgängig unterstellt, dass die ESt zzgl. SolZ von den Mitunternehmern entnommen und nicht etwa aus dem Privatvermögen beglichen wird. Weitere Entnahmen sollen jedoch definitionsgemäß in diesem Abschnitt ausgeschlossen sein. Vgl. zur Erweiterung des Kalküls unter Berücksichtigung von Entnahmen für den privaten Konsum Kapitel 7.

<sup>123</sup> Vgl. Kessler / Ortmann-Babel / Zipfel (2007), S. 526.

<sup>124</sup> Vgl. zur formellen Herleitung von  $EST_t^{th}$  den Anhang zu diesem Kapitel in Abschnitt 2.8.1, dort Formel 2–6.

<sup>125</sup> Vgl. zur formellen Herleitung von  $EST_t^{StE}$  den Anhang zu diesem Kapitel in Abschnitt 2.8.1, dort Formel 2–7.

Wie Tabelle 2-10 zeigt, führt die Möglichkeit der Thesaurierungsbesteuerung selbst unter der zusätzlichen Annahme einer Steuerentnahme zu einer erheblichen Entlastung der Mitunternehmer bei einem auf die Steuerentnahmen anzuwendenden persönlichen Steuersatz in Höhe von 42%.

Grundsätzlich gilt, je geringer der persönliche Steuersatz des Mitunternehmers ist, desto stärker nähert sich die einkommensteuerliche Belastung dem Sondersteuersatz in Höhe von 28,25% an. Tabelle 2-11 stellt diesen Zusammenhang dar:<sup>126</sup>

$s_{\text{Est}}$	45,0%	42,0%	40,0%	37,5%	35,0%	30,0%
$\text{Est}_t^{\text{StE}}$	16,27	14,62	13,59	12,37	11,22	9,10
$\text{Est}_t^{\text{th}}$	18,03	18,41	18,65	18,93	19,19	19,68
SolZ	1,89	1,79	1,77	1,72	1,67	1,58
	36,19	34,82	34,02	33,02	32,09	30,36

Tabelle 2-11: ESt (inkl. SolZ) in  $t=1$  bei *Besteuerungsvariante II*

mit:

$s_{\text{Est}}$  : Persönlicher Einkommensteuersatz des Mitunternehmers

Sofern zu einem späteren Zeitpunkt jedoch die thesaurierten und begünstigt besteuerten Gewinne entnommen werden, erfolgt auch unter der zusätzlichen Annahme einer Steuerentnahme die Nachversteuerung, die sich in Fortführung von Tabelle 2-10 wie folgt auswirkt:

Gewinn nach Steuern (begünstigter Gewinn; siehe oben)	65,18
./. ESt zum begünstigten ESt-Satz (siehe oben)	-18,41
./. SolZ auf die ESt	-1,01
⇒ <i>Nachversteuerungsbetrag</i>	45,76
⇒ <i>ESt zum Nachversteuerungssatz (25%)</i>	-11,44
⇒ <i>SolZ auf die ESt</i>	-0,63

Tabelle 2-12: Nachversteuerung im Falle der vorher gehenden Entnahme der ESt / SolZ und der begünstigen Besteuerung für nicht entnommene Gewinne

<sup>126</sup> Vgl. Blum (2008a), S. 323.

Im Falle der Inanspruchnahme der Thesaurierungsbegünstigung mit späterer Entnahme und Nachversteuerung (*Besteuerungsvariante II*) beträgt somit die Steuerlast in dem hier gewählten realitätsnahen Fall insgesamt 46,89%.<sup>127</sup> Zu möglichen Fallgestaltungen in diesem Zusammenhang siehe *Kessler/Ortmann-Babel/Zipfel*.<sup>128</sup>

### 2.5.2.3 Vergleich der Besteuerungsvarianten I und II und Vorteilhaftigkeitskalkül

Bei der vorstehenden Nominalwertbetrachtung bleibt bislang der Stundungseffekt der späteren Nachversteuerung unbeachtet. Dieser Vorteil kann aber im Rahmen eines Barwertkalküls in den Vergleich der Besteuerungsvarianten einbezogen werden.<sup>129</sup> Intuitiv deutlich wird damit die Abhängigkeit der Vorteilhaftigkeit der Thesaurierungsbesteuerung mit anschließender Nachversteuerung von drei Faktoren:

- dem persönlichen Einkommensteuersatz des Mitunternehmers,
- der Dauer der Thesaurierung sowie
- der internen Rendite des Unternehmens, die im Rahmen des Barwertkalküls für die Kapitalisierung herangezogen werden kann.

Daraus lässt sich folgende These ableiten: Je höher der persönliche Einkommensteuersatz des Mitunternehmers ist, je länger die thesaurierten Gewinne im Unternehmen verbleiben und je höher die interne Rendite des Unternehmens und damit die „Verzinsung“ der gestundeten Einkommensteuer ist, desto eher wird die Thesaurierungsbesteuerung mit anschließender Nachversteuerung gegenüber der Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz von Vorteil sein.

Nachfolgend sollen nun die sich hieraus ergebenden Folgen für die Optimierung des steuerlichen Kalküls dargestellt werden.

---

<sup>127</sup> 46,89% = 34,82% + 11,44% + 0,63%

<sup>128</sup> *Kessler / Ortmann-Babel / Zipfel (2007)*, S. 526 f.

<sup>129</sup> Vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen zur Herleitung des Vorteilhaftigkeitskalküls *Blum (2008a)*, S. 322–326; *Kleineidam / Liebchen (2007)*, S. 409–412 und *Schiemann (2008)*, S. 141–147.

Aufgrund der jeweiligen Rahmendaten stellen für die Entscheidung des Mitunternehmers sowohl der persönliche Steuersatz als auch die interne Rendite des Unternehmens exogene Faktoren dar. Da somit zwei der drei Faktoren zur Entscheidung über die Wahl der Besteuerungsvariante nicht durch den Mitunternehmer – zumindest kurzfristig – beeinflusst werden können, hängt dessen steuerliches Optimum von der Dauer der Thesaurierung ab. Im Folgenden steht  $\Delta n$  für die Dauer der Thesaurierung von Gewinnen in der Personengesellschaft.

Fraglich ist nun, ab welcher Thesaurierungsdauer die *Besteuerungsvariante II* bei gegebenen exogenen Daten vorteilhaft ist. Wie dem Anhang zu diesem Kapitel entnommen werden kann, lässt sich für die Ermittlung dieser kritischen Thesaurierungsdauer  $\overline{\Delta n}$  folgende formelmäßige Darstellung herleiten:<sup>130</sup>

$$\overline{\Delta n} = -1 \cdot \log_{(1+i)} \left( \frac{\left( s_{\text{EST}} - s_{\text{EST}}^{\text{th}} \right) \cdot \left( \text{EBT}_t - \frac{\text{EST}_t^{\text{StE}}}{s_{\text{EST}}} \right)}{\left( \frac{\text{EST}_t^{\text{th}}}{s_{\text{EST}}^{\text{th}}} - \text{EST}_t^{\text{th}} \cdot (1 + s_{\text{SolZ}}) \right) \cdot s_{\text{EST}}^{\text{A}}} \right)$$

Formel 2-1

mit:

- $s_{\text{EST}}^{\text{th}}$  : Einheitlicher Sondersteuersatz für nicht entnommene Gewinne gemäß § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F.
- $s_{\text{EST}}^{\text{A}}$  : Einheitlicher Sondersteuersatz für Zwecke der Nachversteuerung gemäß § 34a Abs. 4 Sätze 1 und 2 EStG n.F.
- $s_{\text{EST}}$  : Persönlicher Einkommensteuersatz des Mitunternehmers
- $s_{\text{SolZ}}$  : Zuschlagsatz gemäß § 4 Satz 1 SolZG
- $i$  : Unternehmensinterne Rendite
- $\text{EBT}_t$  : Gewinn vor Unternehmensteuern der Periode  $t$

<sup>130</sup> Vgl. Blum (2008a), S. 324.



Formel 2–1 besagt letztlich, dass für eine Thesaurierungsdauer von genau  $\overline{\Delta n}$  Jahren bei gegebenem (konstanten) persönlichen Steuersatz und gegebener (konstanter) interner Rendite die *Besteuerungsvarianten I* und *II* gleichwertig sind. Der Mitunternehmer wäre insoweit hinsichtlich der Besteuerungsvarianten indifferent.

In Abhängigkeit von  $s_{EST}$  und  $i$  lassen sich die in der folgenden Tabelle wiedergegebenen kritischen Thesaurierungsdauern ermitteln. Dabei wurde einheitlich ein gewerbesteuerlicher Hebesatz von 400% unterstellt. Da die Wahl der Thesaurierungsbesteuerung grundsätzlich nur interessant sein kann, sofern der persönliche Einkommensteuersatz den Sondersteuersatz  $s_{EST}^{th}$  in Höhe von 28,25% nicht unterschreitet, wird  $\overline{\Delta n}$  auch nur für  $s_{EST}$  größer  $s_{EST}^{th}$  ermittelt.

$i \downarrow s_{EST} \rightarrow$	<b>45,0%</b>	<b>42,0%</b>	<b>40,0%</b>	<b>37,5%</b>	<b>35,0%</b>	<b>30,0%</b>
<b>1%</b>	4,68	24,52	40,31	64,36	96,02	231,69
<b>2%</b>	2,35	12,32	20,26	32,34	48,25	116,42
<b>4%</b>	1,19	6,22	10,23	16,33	24,36	58,78
<b>8%</b>	0,61	3,17	5,21	8,32	12,41	29,96
<b>12%</b>	0,41	2,15	3,54	5,65	8,43	20,34
<b>20%</b>	0,26	1,34	2,20	3,51	5,24	12,64

**Tabelle 2-13: Ermittlung von  $\overline{\Delta n}$  [Jahre] in Abhängig von  $s_{EST}$  und  $i$** <sup>131</sup>

Die in Tabelle 2-13 ermittelten Ausprägungen für  $\overline{\Delta n}$  bedeuten, dass mit Überschreiten der dort genannten Thesaurierungszeiträume c.p. die *Besteuerungsvariante II* der unmittelbaren Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz überlegen ist. Deutlich wird, dass für überschaubare Zeiträume von rund fünf Jahren oder weniger diese Vorteilhaftigkeit aber nur dann gegeben ist, wenn der Mitunternehmer in der maximalen steuerlichen Progression angelangt ist oder besonders hohe interne Renditen für Zwecke der Kapitalisierung anzuwenden sind.<sup>132</sup> Letzteres könnte zum Beispiel dann gegeben sein, wenn durch die Steuerstundung geduldete Kontokorrentüberziehungen bei Kreditinstituten dauerhaft vermieden oder zumindest reduziert werden können.

<sup>131</sup> Vgl. Blum (2008a), S. 324.

<sup>132</sup> Die entsprechenden Kombinationen sind dunkel hinterlegt.

Der in Tabelle 2-13 beschriebene Zusammenhang lässt sich grafisch wie folgt darstellen:<sup>133</sup>

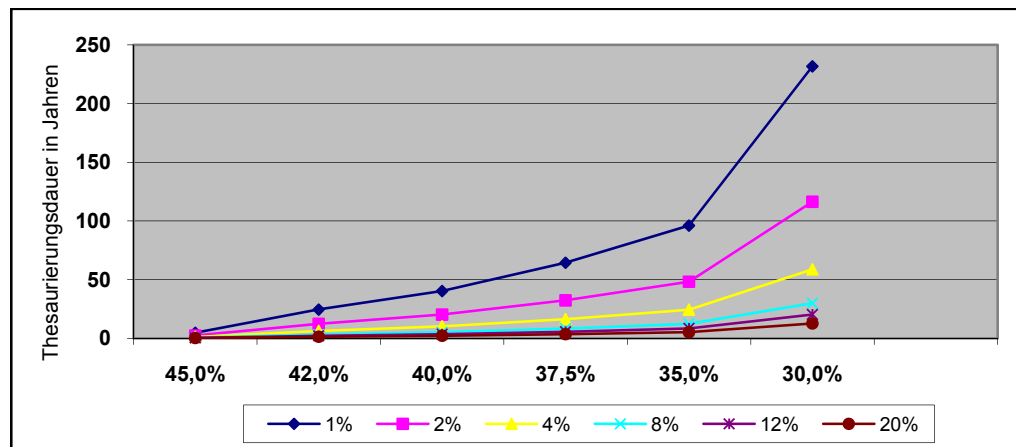


Abbildung 2-1: Die Entwicklung von  $\overline{\Delta n}$  in Abhängig von  $s_{ESt}$  und  $i$

Deutlich wird hier insbesondere der exponentielle Anstieg der kritischen Theasaurierungsdauer bei einer Reduzierung des unterstellten Einkommensteuersatzes von 35% auf 30%. Hierin kommt die „Nähe“ des niedrigeren Steuersatzes zum einheitlichen Sondersteuersatz in Höhe von 28,25% zum Ausdruck. In der folgenden Tabelle 2-14 ist beispielhaft für einen Mitunternehmer mit einem persönlichen Einkommensteuersatz in Höhe von 42% und einer unterstellten internen Rendite von 8% der Belastungsvergleich dargestellt:<sup>134</sup>

Zinssatz $i$	8 %								
$\Delta n$ in Jahren	$\Delta n \rightarrow \infty$	20,0	10,0	5,0	4,0	3,2	3,0	2,0	1,0
Besteuerungsvariante I	44,28	44,28	44,28	44,28	44,28	44,28	44,28	44,28	44,28
Besteuerungsvariante II <sup>135</sup>	34,82	37,41	40,41	43,03	43,69	44,28	44,40	45,17	46,00
- davon EST/SolZ/GewSt in $t = 0$	34,82	34,82	34,82	34,82	34,82	34,82	34,82	34,82	34,82
- davon Barwert von EST/SolZ nach $\Delta n$ Jahren	0,00	2,59	5,59	8,21	8,87	9,46	9,58	10,35	11,18
Nachrichtlich: EST/SolZ aus der Nachversteuerung nach $\Delta n$ Jahren)	12,07	12,07	12,07	12,07	12,07	12,07	12,07	12,07	12,07
=> Minder-/Mehrsteuer	-9,46	-6,87	-3,87	-1,25	-0,59	0,00	0,12	0,89	1,72

Tabelle 2-14: Vergleich der Besteuerungsvarianten für  $i = 8\%$  und  $s_{ESt} = 42\%$

<sup>133</sup> Vgl. Blum (2008a), S. 324.

<sup>134</sup> Vgl. ebenda, S. 325.

<sup>135</sup> Die ausgewiesenen Beträge umfassen auch den Barwert der Nachversteuerung.

Demnach ist die Wahl der *Besteuerungsvariante II* für einen Mitunternehmer, der bei Gültigkeit der genannten Rahmendaten zu veranlagten ist, dann vorteilhaft, sofern von einem Verbleib der thesaurierten Gewinne für mindestens 3,2 Jahre (also: vier Jahre) ausgegangen werden kann.

Thesenförmig lassen sich die Erkenntnisse aus der Untersuchung des Vorteilhaftigkeitskalküls wie folgt zusammenfassen:

- Mit der Unternehmensteuerreform 2008 wollte der Gesetzgeber die Möglichkeit einer zumindest im Belastungsvergleich neutralen Besteuerung von Personen- und Kapitalgesellschaften durch die Einführung eines Sondersteuersatzes auf thesaurierte Gewinne ermöglichen. Bedingt durch die Tatsache, dass Mitunternehmer zumindest die Einkommensteuer und den Solidaritätszuschlag üblicherweise entnehmen (müssen) und die Abschaffung des Betriebsausgabenabzugs betreffend die Gewerbesteuer ebenfalls zu einer anteiligen Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz führt, erscheint die Anwendung des Sondersteuersatzes in „Reinform“ nicht von großer praktischer Bedeutung.
- Zumindest bei höheren persönlichen Steuersätzen kann die Wahl dieser Besteuerungsvariante jedoch vorteilhaft sein.
- Es konnte anhand eines Barwertkalküls gezeigt werden, dass dies in bestimmten Fällen selbst dann gilt, wenn die Nachversteuerung aufgrund der späteren Entnahme begünstigt besteuerten Gewinne mit in die Betrachtung einbezogen wird.
- Gerade für Unternehmen mit einer ausgesprochenen Thesaurierungsstrategie, also die Thesaurierung der Gewinne geplant ist, und hohen internen Renditen, bei denen die Versorgung der Mitunternehmer und ihrer Familien nicht primär aus den Unternehmensgewinnen erfolgt, stellt die vom Gesetzgeber jüngst eröffnete Möglichkeit der begünstigten Besteuerung eine vorzugswürdige Variante dar.

Bezogen auf die Bewertung von Personenunternehmen kann aufgrund der Untersuchungsergebnisse eine pauschale Schlussfolgerung nicht gezogen werden. Mitunternehmer, die auf die Möglichkeit der Thesaurierungsbesteuerung zurückgreifen, werden tendenziell eine Steigerung des Unternehmens-

werts erreichen können. Der Umfang dieses Anstiegs hängt dabei unmittelbar von der Thesaurierungsdauer ab.

## 2.6 Anwendungsvorschriften

Die zuvor dargestellten Steuerrechtsänderungen sind mitunter ab verschiedenen Veranlagungszeiträumen anzuwenden. So ist die Änderung nach § 4 Abs. 5b EStG n.F. (Nichtabzugsfähigkeit der Gewerbesteuer) für alle Veranlagungszeiträume, die nach dem 31. Dezember 2007 enden, anzuwenden (§ 52 Abs. 12 S. 7 EStG n.F.). Der Regelungskomplex um die Abgeltungssteuer ist dagegen grundsätzlich erstmals auf solche Erträge aus Kapitalvermögen anzuwenden, die dem Steuerpflichtigen nach dem 31. Dezember 2008 zufließen (§ 52a Abs. 1 EStG n.F.). Ausgenommen hiervon sind Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen, die nur dann der Abgeltungssteuer unterliegen, sofern die Anteile nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden (§ 52a Abs. 10 Satz 1 EStG n.F.). Die Zinsschranke wiederum ist erstmals für alle Wirtschaftsjahre anwendbar, die nach dem 25. Mai 2007 beginnen und nicht vor dem 1. Januar 2008 enden (§ 52 Abs. 12d EStG n.F., 34 Abs. 6a Satz 3 KStG n.F.<sup>136</sup>).

Für Zwecke der Unternehmensbewertung stellt sich daher die Frage, wann welche Steuerrechtsänderung in welcher Form in den Kalkül einbezogen wird.<sup>137</sup> In Abhängigkeit von der Beantwortung dieser Frage wäre der Bewertungskalkül unterschiedlich aufzubauen.

Da diese Arbeit jedoch darauf abzielt, die grundsätzlichen und damit langfristigen Auswirkungen auf die Bewertung von Unternehmen darzustellen, wird für Zwecke der nachfolgenden Untersuchungen von diesem Problem abstrahiert. Dementsprechend wird für die Bewertung von Personen- und Kapitalgesellschaft unter Annahme des geänderten Steuerregimes stets die vollumfängliche Anwendung aller geänderten Vorschriften unterstellt. Eine nach Anwendungszeitpunkten differenzierte Betrachtung wird demgemäß nicht vorgenommen.

---

<sup>136</sup> Siehe aber auch Ausnahmen nach § 34 Abs. 6a Satz 4 KStG n.F.

<sup>137</sup> Vgl. hierzu insbesondere *Dörschell / Franken (2005)*, S. 2257-2258 und mit Bezug zur Unternehmensteuerreform 2008 *Zeidler / Schöniger / Tschöpel (2008)*, S. 286.

## 2.7 Zusammenfassung der tendenziellen Auswirkungen der Steuerrechtsänderungen auf die Unternehmenswerte

Wie einleitend angekündigt, werden in der nachfolgenden Tabelle die tendenziellen Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf die Bewertung von Personen- und Kapitalgesellschaften zusammengefasst.<sup>138</sup>

Steuerrechtsänderung	Tendenz	
	KapG	PersG
Vereinheitlichung der GewSt-Messzahl (§ 11 Abs. 2 GewStG n.F.)	↑	↓/↑
Abschaffung der Abziehbarkeit der GewSt als Betriebsausgabe (§ 4 Abs. 5b EStG n.F.)	↓	↓
Hinzurechnung von Zinsen und Finanzierungsanteilen (§ 8 Nr. 1 GewStG n.F.)	↔	↔
Zinsschranke (§§ 4h EStG, 8a KStG n.F.)	↓/↔	↔/↓
Reduzierung des Körperschaftsteuersatzes auf 15 % (§ 23 Abs. 1 KStG n.F.)	↑	n.a.
Abgeltungsteuer auf Gewinnanteile (Dividenden) (§ 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG)	↓	n.a.
Abgeltungsteuer auf Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an einer Körperschaft (§ 20 Abs. 2 Nr. 1 EStG n.F.)	↓	n.a.
Änderung der Anrechnung der GewSt auf die ESt (§ 35 EStG n.F.)	n.a.	↑
Thesaurierungsbegünstigung nicht entnommener Gewinne (§ 34a Abs. 1 – 3 EStG)	n.a.	↑
Nachversteuerung bei Entnahme zuvor begünstigt besteuert Gewinne (§ 34a Abs. 4 – 7 EStG)	n.a.	↓

Tabelle 2-15: Zusammenfassung der tendenziellen Auswirkungen der betrachteten Steuerrechtsänderungen auf die Bewertung von Kapital- und Personengesellschaften

### Legende:

- ↑ Steuerrechtsänderung bewirkt tendenziell einen Anstieg der Unternehmenswerte

<sup>138</sup> Tabelle 2-15 bezieht sich ausschließlich auf die Cash-flows auf Ebene des Bewertungsobjekts und der Anteilseigner aus diesem, mithin also den Zähler des Bewertungsbruchs. Die Auswirkungen auf die Kapitalisierungszinssätze bleiben aufgrund der erheblichen Komplexität dieser Größe an dieser Stelle unbeachtet.

- ➡ Auswirkung der Steuerrechtsänderung auf Unternehmenswerte kann nicht beurteilt werden
  - 🔴 Steuerrechtsänderung bewirkt tendenziell eine Reduzierung der Unternehmenswerte
- n.a. nicht anwendbar

Wie die Zusammenstellung in Tabelle 2-15 zeigt, lässt sich eine eindeutige Tendenzaussage hinsichtlich der Auswirkung der Unternehmensteuerreform auf die Unternehmenswerte von Personen- und Kapitalgesellschaften nicht formulieren. Insoweit bestätigt sich die eingangs dieses Kapitels geäußerte These, die Auswirkungen seien im Einzelfall zu untersuchen.

## 2.8 Anhang zu Kapitel 2

### 2.8.1 Ableitung der optimalen Besteuerungsvariante

#### a) Ableitung der Besteuerungsparameter für *Besteuerungsvariante I*

Im Falle der *Besteuerungsvariante I* errechnet sich die Einkommensteuer ( $EST_t^{PS_{EST}}$ ) zzgl. Solidaritätszuschlag ( $SOLZ_t^{PS_{EST}}$ ) für den Veranlagungszeitraum  $t$  wie folgt:<sup>139</sup>

$$EST_t^{PS_{EST}} + SOLZ_t^{PS_{EST}} = \overbrace{EBT_t \cdot s_{EST}}^{\text{Einkommensteuer (GewSt mindert nicht mehr die BMG)}} + \left( \overbrace{EBT_t \cdot s_{EST}}^{\text{Einkommensteuer}} - \overbrace{a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot (EBT_t + \Delta BMG_t^{GewSt})}^{\text{Anrechnung der GewSt auf die EST mindert BMG des SolZ}} \right) \cdot s_{SOLZ}$$

Formel 2–2

mit:

$a_{EST}^{GewSt}$  : Anrechnungsfaktor gemäß § 35 Abs. 1 EStG n.F.

$ms_{GewSt}$  : Gewerbesteuermesszahl gemäß § 11 Abs. 2 GewStG n.F.

$\Delta BMG_t^{GewSt}$  : Abweichung der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage von dem nach handelsrechtlichen Vorgaben ermittelten EBT.  $\Delta BMG_{GewSt}$  umfasst auch jene Anpassungen der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage, die durch andere Steuergesetze als das GewStG vorgegeben werden (zum Beispiel Einkommensermittlungsvorschriften und steuerliche Bilanzierungsvorschriften nach dem EStG)

<sup>139</sup> Vgl. Blum (2008a), S. 324.

## b) Ableitung der Parameter für *Besteuerungsvariante II*

Wie in Tabelle 2-10 bereits festgelegt, soll für Zwecke der Untersuchung davon ausgegangen werden, dass sowohl die Einkommensteuer als auch der Solidaritätszuschlag seitens der Mitunternehmer entnommen werden. Weitere Entnahmen sollen definitionsgemäß nicht getätigt werden. Dies hat für den Kalkül der *Besteuerungsvariante II* zur Folge, dass sowohl Einkommensteuer aufgrund der begünstigten Thesaurierungsbesteuerung ( $EST_t^{th}$ ) wie auch Einkommensteuer aus der Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz ( $EST_t^{StE}$ ) zu berücksichtigen sind. Darüber hinaus ist der Barwert der Einkommensteuer auf den Nachversteuerungsbetrag nach § 34a Abs. 4 EStG n.F. ( $NB_{max}$ ) einzubeziehen. Hieraus resultiert folgende formelmäßige Darstellung der effektiven Einkommensteuerlast in  $t_0$ :<sup>140</sup>

$$EST'_t + SolZ'_t = \overbrace{EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}}^{\text{Einkommensteuer und SolZ in t}} + \overbrace{NB_{max} \cdot s_{EST}^A \cdot (1 + s_{SolZ})}_{\text{Einkommensteuer (zzgl. SolZ) aus der Nachversteuerung in } \Delta n} \cdot \overbrace{(1+i)^{-\Delta n}}^{\text{Barwertfaktor}}$$

Formel 2-3

mit:

$SolZ_t^{th+StE}$  : Solidaritätszuschlag in t; dabei gilt:<sup>140</sup>

$$SolZ_t^{th+StE} = s_{SolZ} \cdot (EST_t^{StE} + EST_t^{th} - a_{EST}^{GewSt} \cdot m_{GewSt} \cdot (EBT_t + \Delta BMG_t^{GewSt}))$$

Formel 2-4

Der Nachversteuerungsbetrag lässt sich formell wie folgt berechnen:<sup>140</sup>

$$NB_{max} = \frac{\overbrace{EST_t^{th}}^{\text{Begünstigter Gewinn}}}{s_{EST}^{th}} - EST_t^{th} \cdot (1 + s_{SolZ})$$

Formel 2-5

<sup>140</sup> Vgl. Blum (2008a), S. 325.



Dabei gilt für die Einkommensteuer aus der Thesaurierungsbesteuerung ( $EST_t^{th}$ ) folgende Berechnung:<sup>140</sup>

$$EST_t^{th} = s_{EST}^{th} \cdot \left( EBT_t - \frac{EST_t^{StE}}{s_{EST}} \right)$$

Formel 2-6

... und für die Einkommensteuer nach dem persönlichen Einkommensteuersatz ( $EST_t^{StE}$ ):<sup>141</sup>

$$EST_t^{StE} = s_{EST} \cdot \left( \begin{array}{l} \overbrace{s_{GewSt} \cdot (EBT_t + \Delta BMG_t^{GewSt})}^{\text{Nicht abziehbare GewSt}} + \underbrace{EST_t^{StE} + EST_t^{th}}_{\text{Entnahme der EST}} \\ \underbrace{- a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot (EBT_t + \Delta BMG_t^{GewSt})}_{\text{"Minderentnahme" der EST aufgrund der Anrechnung der GewSt}} \\ + s_{SolZ} \cdot \underbrace{(EST_t^{StE} + EST_t^{th} - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot (EBT_t + \Delta BMG_t^{GewSt}))}_{\text{Entnahme des SolZ}} \end{array} \right)$$

Formel 2-7

Mittels verschiedener Umformungen lässt sich Formel 2-7 dahingehend fortentwickeln, dass  $EST_t^{StE}$  nicht mehr von sich selbst abhängt:<sup>142</sup>

$$EST_t^{StE} = \frac{s_{EST} \cdot \left( s_{GewSt} \cdot (EBT_t + \Delta BMG_t^{GewSt}) + (1 + s_{SolZ}) \cdot \left( s_{EST}^{th} \cdot EBT_t - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot (EBT_t + \Delta BMG_t^{GewSt}) \right) \right)}{1 - s_{EST} \cdot (1 + s_{SolZ}) \cdot \left( 1 - \frac{s_{EST}^{th}}{s_{EST}} \right)}$$

Formel 2-8<sup>143</sup>

<sup>141</sup> Vgl. *Blum (2008a)*, S. 325.

<sup>142</sup> Vgl. hierzu den Berechnungsnachweis in Abschnitt 2.8.2.

<sup>143</sup> Vgl. *Blum (2008a)*, S. 325.

Wie Formel 2–8 zeigt, kann auch der Zirkelschluss der beiden Einkommensteuergrößen  $EST_t^{StE}$  und  $EST_t^{th}$  gemäß Formel 2–6 und Formel 2–7 durch die Umformung aufgelöst werden. Insoweit ist im Rahmen einer praktischen Anwendung zunächst  $EST_t^{StE}$  und im Anschluss daran  $EST_t^{th}$  zu ermitteln.

c) Ableitung der kritischen Thesaurierungsdauer  $\overline{\Delta n}$

Setzt man nun Formel 2–2 und Formel 2–3 gleich, so lässt sich folgendes zeigen:<sup>144</sup>

$$\begin{aligned}
 & \text{NB}_{\max} \cdot s_{\text{EST}}^A \cdot (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot (1 + i)^{-\Delta n} = (s_{\text{EST}} - s_{\text{EST}}^{\text{th}}) \cdot \left( \text{EBT}_t - \frac{\text{EST}_t^{\text{StE}}}{s_{\text{EST}}} \right) \cdot (1 + s_{\text{SolZ}}) \\
 \Leftrightarrow & (1 + i)^{-\Delta n} = \frac{(s_{\text{EST}} - s_{\text{EST}}^{\text{th}}) \cdot \left( \text{EBT}_t - \frac{\text{EST}_t^{\text{StE}}}{s_{\text{EST}}} \right) \cdot (1 + s_{\text{SolZ}})}{\text{NB}_{\max} \cdot s_{\text{EST}}^A \cdot (1 + s_{\text{SolZ}})} \\
 \Leftrightarrow & (1 + i)^{-\Delta n} = \frac{(s_{\text{EST}} - s_{\text{EST}}^{\text{th}}) \cdot \left( \text{EBT}_t - \frac{\text{EST}_t^{\text{StE}}}{s_{\text{EST}}} \right)}{\left( \frac{\text{EST}_t^{\text{th}}}{s_{\text{EST}}^{\text{th}}} - \text{EST}_t^{\text{th}} \cdot (1 + s_{\text{SolZ}}) \right) \cdot s_{\text{EST}}^A} \\
 \Leftrightarrow & \Delta n = -1 \cdot \log_{(1+i)} \left( \frac{(s_{\text{EST}} - s_{\text{EST}}^{\text{th}}) \cdot \left( \text{EBT}_t - \frac{\text{EST}_t^{\text{StE}}}{s_{\text{EST}}} \right)}{\left( \frac{\text{EST}_t^{\text{th}}}{s_{\text{EST}}^{\text{th}}} - \text{EST}_t^{\text{th}} \cdot (1 + s_{\text{SolZ}}) \right) \cdot s_{\text{EST}}^A} \right)
 \end{aligned}$$

Formel 2–9

<sup>144</sup> Vgl. Blum (2008a), S. 325.

## 2.8.2 Berechnungsnachweis zur Ermittlung der Einkommensteuer auf Steuerentnahmen

$$\begin{aligned}
 \text{EST}_t^{\text{StE}} &= s_{\text{EST}} \cdot \left( \begin{array}{l} \text{Nicht abzehbare GewSt} \\ s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \\ \text{Entnahme der EST} \\ + \underbrace{\text{EST}_t^{\text{StE}} + \text{EST}_t^{\text{th}}}_{\text{EST}} \\ \text{"Minderentnahme" der EST aufgrund} \\ \text{der Anrechnung der GewSt} \\ - a_{\text{EST}}^{\text{GewSt}} \cdot m s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \\ \text{Entnahme des SolZ} \\ + s_{\text{SolZ}} \cdot \underbrace{(\text{EST}_t^{\text{StE}} + \text{EST}_t^{\text{th}} - a_{\text{EST}}^{\text{GewSt}} \cdot m s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}))}_{\text{EST}} \end{array} \right) \\
 \Leftrightarrow \text{EST}_t^{\text{StE}} &= s_{\text{EST}} \cdot \left( \begin{array}{l} s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \\ + (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot (\text{EST}_t^{\text{StE}} + \text{EST}_t^{\text{th}} - a_{\text{EST}}^{\text{GewSt}} \cdot m s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}})) \end{array} \right) \\
 \Leftrightarrow \text{EST}_t^{\text{StE}} &= s_{\text{EST}} \cdot \left( \begin{array}{l} s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \\ + (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot (\text{EST}_t^{\text{StE}} + s_{\text{EST}}^{\text{th}} \cdot \left( \text{EBT}_t - \frac{\text{EST}_t^{\text{StE}}}{s_{\text{EST}}} \right)) \\ - a_{\text{EST}}^{\text{GewSt}} \cdot m s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \end{array} \right) \\
 \Leftrightarrow \text{EST}_t^{\text{StE}} &= s_{\text{EST}} \cdot \left( \begin{array}{l} s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \\ + (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot (\text{EST}_t^{\text{StE}} + s_{\text{EST}}^{\text{th}} \cdot \text{EBT}_t - s_{\text{EST}}^{\text{th}} \cdot \frac{\text{EST}_t^{\text{StE}}}{s_{\text{EST}}}) \\ - a_{\text{EST}}^{\text{GewSt}} \cdot m s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \end{array} \right) \\
 \Leftrightarrow \text{EST}_t^{\text{StE}} &= s_{\text{EST}} \cdot \left( \begin{array}{l} s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \\ + (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot \left( \left( 1 - \frac{s_{\text{EST}}^{\text{th}}}{s_{\text{EST}}} \right) \cdot \text{EST}_t^{\text{StE}} + s_{\text{EST}}^{\text{th}} \cdot \text{EBT}_t \right) \\ - a_{\text{EST}}^{\text{GewSt}} \cdot m s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \end{array} \right) \\
 \Leftrightarrow \text{EST}_t^{\text{StE}} &= s_{\text{EST}} \cdot (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot \left( 1 - \frac{s_{\text{EST}}^{\text{th}}}{s_{\text{EST}}} \right) \cdot \text{EST}_t^{\text{StE}} \\
 &= s_{\text{EST}} \cdot \left( \begin{array}{l} s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \\ + (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot \left( s_{\text{EST}}^{\text{th}} \cdot \text{EBT}_t - a_{\text{EST}}^{\text{GewSt}} \cdot m s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \right) \end{array} \right)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
&\Leftrightarrow \text{EST}_t^{\text{StE}} \cdot \left( 1 - s_{\text{Est}} \cdot (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot \left( 1 - \frac{s_{\text{Est}}^{\text{th}}}{s_{\text{Est}}} \right) \right) \\
&= s_{\text{Est}} \cdot \left( s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \right. \\
&\quad \left. + (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot \left( s_{\text{Est}}^{\text{th}} \cdot \text{EBT}_t - a_{\text{Est}}^{\text{GewSt}} \cdot m s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \right) \right) \\
&\Leftrightarrow \text{EST}_t^{\text{StE}} = \frac{s_{\text{Est}} \cdot \left( s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \right.}{1 - s_{\text{Est}} \cdot (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot \left( 1 - \frac{s_{\text{Est}}^{\text{th}}}{s_{\text{Est}}} \right)} \\
&\quad \left. + (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot \left( s_{\text{Est}}^{\text{th}} \cdot \text{EBT}_t - a_{\text{Est}}^{\text{GewSt}} \cdot m s_{\text{GewSt}} \cdot (\text{EBT}_t + \Delta\text{BMG}_t^{\text{GewSt}}) \right) \right)
\end{aligned}$$

Formel 2-10

### 3 Eigenkapitalkosten – Konzeption und künftige Entwicklung

#### 3.1 Vorgehensweise zur Ableitung von Eigenkapitalkosten

In Kapitel 2 wurden die Auswirkungen der Unternehmensteuerreform auf die Höhe der Steuerlast auf Ebene der Unternehmen sowie der Gesellschafter dargestellt. Neben diesen Auswirkungen sind im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen auch die Folgen der Steuerreform auf die Eigenkapitalkosten  $i_{EK}$  zu untersuchen. Diese Überlegungen sind für die nachfolgenden Ausführungen von besonderer Bedeutung, da Risiken aus der Investition in ein Unternehmen in dieser Arbeit ausschließlich über die Risikozuschlagsmethode<sup>145</sup> abgebildet werden. Die Sicherheitsäquivalentmethode und auch andere Methoden zur Abbildung des Risikos im Rahmen der Unternehmensbewertung werden in dieser Arbeit nicht betrachtet.<sup>146</sup>

Die Auswirkungen der Unternehmensteuerreform auf  $i_{EK}$  sind bereits ausführlich insbesondere durch *Wiese* untersucht worden.<sup>147</sup> Insoweit sollen statt einer umfassenden Diskussion dieses Aspekts ausschließlich die zentralen Elemente dargestellt werden.<sup>148</sup>

---

<sup>145</sup> Vgl. grundlegend hierzu *Kruschwitz (2001)*, S. 2409-2413 und *Schwetzler (2002)*, S. 390 f.

<sup>146</sup> Vgl. zur Sicherheitsäquivalenzmethode *Ballwieser (1981)*, S. 97-114; *Siepe (1986)*, S. 705-708; *Ballwieser (1992)*, S. 121-136; *Behringer (1999)*, S. 732; *Wilhelm (2005)*, S. 631-665; *Reichling / Sprengler / Vogt (2006)*, S. 759-769 sowie *Ballwieser (2007)*, S. 65-78; mit einem Zahlenbeispiel *Günther (1998b)*, S. 1834-1842. Darüber hinaus zur Verbindung von Optionspreistheorie und Unternehmensbewertung *Ballwieser (2002)*, S. 184-200 sowie *Weiser (2003)*, S. 279-283; *Ehrhardt / Merlaud (2004)*, S. 777-785; *Kruppe (2004)*, S. 669-674; *Müller (2005)*, S. 176-185 und *Mölls / Schild (2006)*, S. 735-757.

<sup>147</sup> Vgl. *Wiese (2007b)*, S. 368-375 und *Wiese (2007c)*, S. 1-31 (Internetquelle).

<sup>148</sup> Vgl. auch *Hommel/Pauly (2007)*, S. 1158-1161.

### 3.2 Steuerliche Annahmen

Für die Ausführungen zu den Eigenkapitalkosten werden folgende grundsätzliche Annahmen hinsichtlich der steuerlichen Verhältnisse der Alternativanlage und des Anteilseigners unterstellt. Diese gelten auch für die sich hieran anschließenden Kapitel zur Bewertung von Unternehmen, gleich ob es sich um die Bewertung von Kapitalgesellschaft oder von Personengesellschaft handelt, sofern nicht gesonderte Annahmen benannt werden.

- (Fiktive) Einkünfte des Gesellschafters aus der Alternativanlage in Anteilen börsennotierter Kapitalgesellschaften sind als Kapitaleinkünfte im Sinne von §§ 20 Abs. 1 Nr. 1, 3 Nr. 40 Buchst. d EStG a.F. bzw. § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG n.F. zu qualifizieren.
- Werbungskosten des Anteilseigners im Zusammenhang mit einer (fiktiven) Geldanlage in die Alternativanlage werden in den Kalkül nicht, auch nicht typisiert, einbezogen.
- Anteile aus der Alternativanlage werden bei Anwendung des Einkommensteuerrechts vor der Unternehmensteuerreform 2008 mehr als ein Jahr gehalten; (fiktive) Gewinne aus deren Veräußerung unterliegen insoweit nicht der Besteuerung nach § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG a.F.
- Der Anteilseigner ist nicht wesentlich im Sinne von § 17 EStG an der Alternativanlage beteiligt.
- Es wird grundsätzlich ein persönlicher Einkommensteuersatz des Investors in Höhe von 35 % (inkl. Solidaritätszuschlag) unterstellt.<sup>149</sup> Kirchensteuer wird – weder hier noch an anderer Stelle – in den Kalkül einbezogen.
- Sofern sich die Ausführungen auf das Steuerregime nach Einführung der Abgeltungsteuer beziehen, wird die Anwendung des einheitlichen Sondersteuersatzes nach § 32d Abs. 1 EStG i.H.v. 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag, mithin 26,375 %, unterstellt. Die Anwendung der Option nach § 32d Abs. 6 EStG wird grundsätzlich ausgeschlossen.

---

<sup>149</sup> Vgl. kritisch hierzu *Krolle / Knollmann (2000)*, S. 81.

### 3.3 Ableitung von Eigenkapitalkosten

#### 3.3.1 Eigenkapitalkosten bei Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens

Seit *IDW S 1 i.d.F. 2005*<sup>150</sup> kommt bei der Ermittlung der risikoadjustierten Kapitalisierungszinssätze für Zwecke der objektivierten Unternehmensbewertung das allgemein anerkannte *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*<sup>151</sup> bzw. das *Tax CAPM* zur Anwendung.<sup>152</sup> Während das *CAPM* die Ableitung risikoäquivalenter Eigenkapitalkosten ohne Einbeziehung von Steuern ermöglicht<sup>153</sup>, führt das *Tax CAPM* zu solchen Renditegrößen, die sich auf dem modelltheoretischen Kapitalmarkt<sup>154</sup> unter Berücksichtigung von Steuern<sup>155</sup> bilden würden.

Beide Konzepte stellen in der hier verwandten Fassung Modelle für Einphasen-Bewertungen dar. Tatsächlich erstrecken sich Unternehmensbewertungskalküle nahezu immer auf mehrere Phasen. Damit wird der modell-

---

<sup>150</sup> Vgl. *IDW (2005a)*, Tz. 100 sowie insbesondere den Anhang zu diesem Standard mit einer kurzen Darstellung sowie weiteren Literaturverweisen und ausführlich zum (Tax-)CAPM *IDW (2007c)*, S. 65-74.

<sup>151</sup> Vgl. zum *Arbitrage Pricing Model APM als alternatives Kapitalmarktmodell zum CAPM* *Peemöller (2005a)*, S. 90-92.

<sup>152</sup> Vgl. insbesondere im Kontext zur objektivierten Unternehmensbewertung nach *IDW S 1 i.d.F. 2005* *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 891 f. und *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1006 f. Darüber hinaus vgl. *Baetge / Clemens (1994)*, S. S. 433-456; *Peemöller / Beckmann / Meitner (2005)*, S. 90-96; *Mai (2006b)*, S. 1-27 (Internetquelle) sowie *Kozikowski / Dirscherl / Keller (2005)*, S. 70 f. Kritisch hierzu *Großfeld / Stöver / Tönnies (2005)*, S. 2 f. und *Gleißner (2005)*, S. 219 f. sowie in Bezug auf die Bewertung von kleineren und mittelgroßen Unternehmen *Balz / Bordemann (2007)*, S. 737-743. Vgl. für eine Stellungnahme aus juristischer Sicht *Wasmann / Gayk (2005)*, S. 955-957; *Hillmer (2005)*, S. 423 f.; *Reuter / Lenz (2006)*, S. 1689-1693.

<sup>153</sup> Vgl. *Aders / Wagner (2004)*, S. 32 f. Kritisch zum CAPM *Uzik / Weiser (2003)*, S. 705 f. und mit unmittelbarem Bezug zu diesen *Mölls / Willershausen (2005)*, S. 659-661.

<sup>154</sup> Vgl. zur empirischen Beurteilung des Tax CAPM *Schmitt / Dausend (2006a)*, S. 153-162 sowie *Fama / French (2003)*, S. 1-35 (Internetquelle).

<sup>155</sup> Vgl. zur Herleitung von Kapitalkosten vor und nach Steuern und Arbitragemöglichkeiten *Kruschwitz / Löffler (2004)*, S. 1175-1190.



theoretische Rahmen beider Konzepte durchbrochen.<sup>156</sup> Hierbei ist zu beachten, dass Mehrphasenmodelle des *CAPM* einer praktischen Anwendung kaum zugänglich sind.<sup>157</sup> Mit *Jonas / Löffler / Wiese* soll in dieser Arbeit auch ein Beitrag zur Bedeutung von Steuern für die praktische Unternehmensbewertung geleistet werden.<sup>158</sup> Da dies nur möglich erscheint indem die vorstehend beschriebene Inkonsistenz akzeptiert wird, soll auch hier – in Einklang mit der herrschenden Bewertungspraxis<sup>159</sup> – von diesem Problem abstrahiert werden.

Nach dem *CAPM* lassen sich die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens wie folgt darstellen:<sup>160</sup>

$$i_{j,EK} = i_f^{CAPM} + (r_M - i_f^{CAPM}) \cdot \beta_j$$

Formel 3–1

mit:

- $i_{j,EK}$  : Rendite des Eigenkapitals des Unternehmens j in einem vollkommenen Kapitalmarkt
- $i_f^{CAPM}$  : Risikoloser Basiszinssatz in einem vollkommenen Kapitalmarkt
- $r_M$  : Marktrendite in einem vollkommenen Kapitalmarkt<sup>161</sup>
- $\beta_j$  : Unternehmensindividueller Betafaktor eines Unternehmens j<sup>162</sup>

<sup>156</sup> Vgl. *Jonas / Löffler / Wiese (2004)*, S. 904 sowie *Gorny / Rosenbaum (2002)*, S. 488.

<sup>157</sup> Vgl. insbesondere *Jonas / Löffler / Wiese (2004)*, S. 904. Vgl. zu den notwendigen Bedingungen für die Verwendung eines Mehrphasenmodells *Röder / Müller (2001)*, S. 225-233 und für das Tax CAPM *Wiese (2006a)*, S. 242-248; *Wiese (2006c)*, S. 1-10 (Internetquelle); *Rapp / Schwetzler (2007)*, S. 108-116; *Wiese (2007a)*, S. 116-120

<sup>158</sup> Vgl. *Jonas / Löffler / Wiese (2004)*, S. 905.

<sup>159</sup> Vgl. insbesondere *Jonas / Löffler / Wiese (2004)*, S. 904 f. und *IDW (2007c)*, S. 68.

<sup>160</sup> Vgl. hierzu *Ballwieser (2007)*, S. 93 und *IDW (2007c)*, S. 67.

<sup>161</sup> Vgl. zu Risikoprämien bei ausfallbedrohtem Fremdkapital *Knoll / Vorndran / Zimmermann (2006)*, S. 380-384.

<sup>162</sup> Vgl. hierzu bspw. *Peemöller (2005b)*, S. 157-160 sowie *Knoll (2005)*, S. 174-178.

Da die so ermittelten Kapitalkosten ausschließlich für einen Kapitalmarkt ohne Einkommensteuer konsistent anwendbar sind, entwickelte *Wiese*<sup>163</sup> auf Basis der Ergebnisse von *Brennan*<sup>164</sup> das *Tax-CAPM* deutscher Prägung.<sup>165</sup> Dieses zeichnet sich insbesondere dadurch aus, dass die differenzierte Besteuerung von Gewinnausschüttungen und Kursgewinnen auf Ebene des Anteilseigners nach dem Halbeinkünfteverfahren in den Kalkül einbezogen wird.<sup>166</sup> Für Gewinnausschüttungen wird dementsprechend der halbe Einkommensteuersatz<sup>167</sup> und für Kursgewinne ein effektiver Einkommensteuersatz von 0 %<sup>168</sup> unterstellt (siehe einleitenden Abschnitt 3.2). Da der Basiszins der vollen Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz unterliegt<sup>169</sup>, stellt sich der Nachsteuerkalkül des *Tax-CAPM* wie folgt dar:<sup>170</sup>

$$i_{j,EK,HV}^{nEst} = (1 - s^{Est}) \cdot i_f + (r_M^{vEst} - i_f \cdot (1 - s^{Est}) - d_M \cdot \frac{s^{Est}}{2}) \cdot \beta_j$$

#### Formel 3–2

mit:

- $i_{j,EK,HV}^{nEst}$  : Nettorendite des Eigenkapitals des Unternehmens j in einem Kapitalmarkt bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens
- $i_f$  : Risikoloser Basiszinssatz in einem Kapitalmarkt in einem Kapitalmarkt mit Steuern
- $r_M^{vEst}$  : Marktrendite vor persönlicher Einkommensteuer in einem Kapitalmarkt mit Steuern
- $s^{Est}$  : Persönlicher Einkommensteuersatz des Gesellschafters

<sup>163</sup> Vgl. *Wiese (2004)*, S. 1-37 (*Internetquelle*) und *Wiese (2006a)*, S. 242-248.

<sup>164</sup> Vgl. *Brennan (1970)*, S. 417 – 427.

<sup>165</sup> Vgl. hierzu insbesondere *Jonas / Löffler / Wiese (2004)*, S. 898-906 sowie *Schmitt / Dausend (2006b)*, S. 233-242. Vgl. für eine undifferenzierte und damit unzutreffende Ableitung der Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren *Ross / Rebien (2001)*, S. 176-180.

<sup>166</sup> Vgl. hierzu auch *Schmidbauer (2002d)*, S. 1251 – 1257.

<sup>167</sup> Vgl. § 3 Nr. 40 Buchst. d) EStG a.F. i.Vm. § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG a.F.

<sup>168</sup> Vgl. hierzu auch *Löffler (2001)*, S. 593 f.

<sup>169</sup> Vgl. § 20 Abs. 1 Nr. 7 EStG a.F.

<sup>170</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 893 und *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1010 f.

$d_M$  : Dividendenrendite des Marktportfolios vor Einkommensteuer

Da der Unterschied zwischen der Aktienrendite nach Einkommensteuer und der entsprechenden Größe vor Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens in der Besteuerung der Dividendenrendite besteht, lässt sich der Kalkül vor Steuern durch die Addition der Einkommensteuer auf die Dividendenrendite der Alternativenanlage aus Formel 3–2, wie nachfolgend dargestellt, ableiten:<sup>171</sup>

$$i_{j,EK,HV}^{vEst} = (1 - s^{Est}) \cdot i_f + (r_M^{vEst} - i_f \cdot (1 - s^{Est}) - d_M \cdot \frac{s^{Est}}{2}) \cdot \beta_j + d_j \cdot \frac{s^{Est}}{2}$$

**Formel 3–3**

mit:

$i_{j,EK,HV}^{vEst}$  : Bruttorendite des Eigenkapitals des Unternehmens j in einem Kapitalmarkt bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens

$d_j$  : Dividendenrendite der Alternativenanlage vor Einkommensteuer

---

<sup>171</sup> Vgl. insbesondere Jonas / Löffler / Wiese (2004), S. 898 – 906 und Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004), S. 896 f. und Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006), S. 1010 f.

Der oben beschriebene Zusammenhang zwischen Vor- und Nachsteuerrendite bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens lässt sich auch grafisch ableiten:<sup>172</sup>

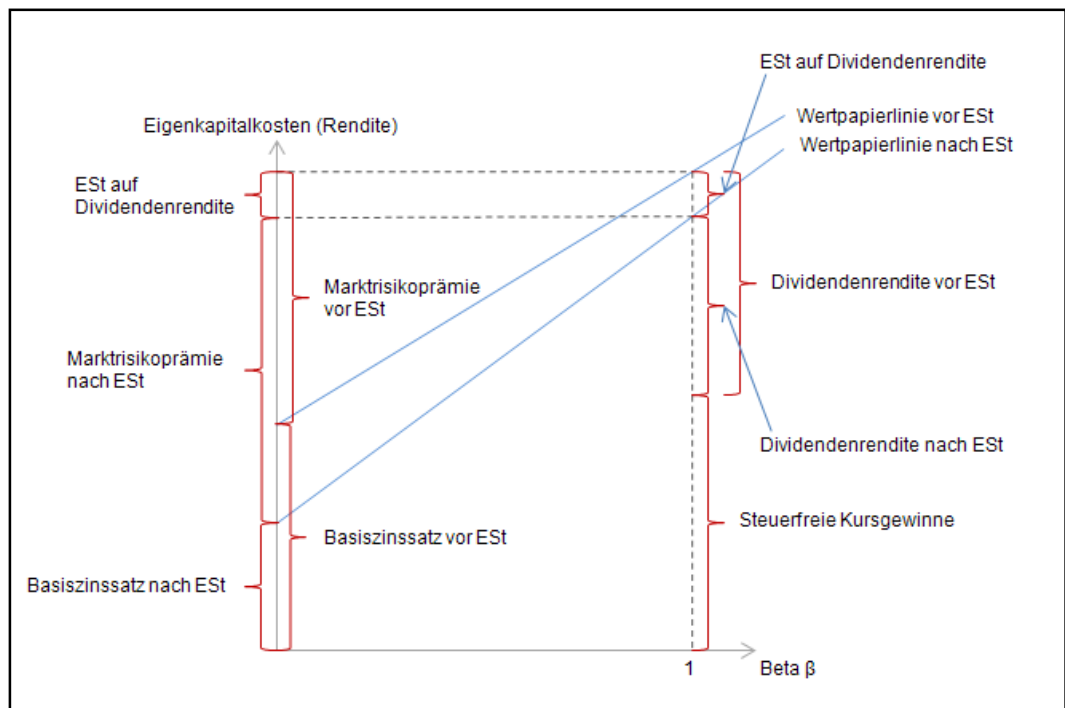


Abbildung 3-1: CAPM und Tax-CAPM im Halbeinkünfteverfahren

In Folge der bedingt durch die relativ zur Rendite des Marktportfolios höheren Besteuerung des Basiszinssatzes übersteigt die Marktrisikoprämie nach Steuern die Marktrisikoprämie vor Steuern. Daher ist die Steigung der Wertpapierlinie vor Einkommensteuer weniger stark als unter Einbeziehung der Einkommensteuer.<sup>173</sup> In Abschnitt 3.4 werden die theoretischen Erkenntnisse anhand einer beispielhaften Renditeberechnung verdeutlicht.

<sup>172</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2005, Anhang, Abschnitt 4 m.w.N. sowie Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004), S. 896; Beyer / Gaar (2005), S. 242; IDW (2007c), S. 73.

<sup>173</sup> Vgl. IDW (2007c), S. 73.

## 3.3.2 Eigenkapitalkosten bei Anwendung des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008

### 3.3.2.1 Eigenkapitalkosten und Kursgewinnbesteuerung

#### 3.3.2.1.1 Vorbemerkung

Durch die Unternehmensteuerreform 2008 wurde die unterschiedliche Besteuerung von Zinserträgen, Dividenden und Kursgewinnen insoweit beseitigt, als nun grundsätzlich ein einheitlicher Abgeltungsteuersatz i.H.v. 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag zur Anwendung kommt. Allerdings ist hierbei zu beachten, dass ein Investor durch eine Ausweitung der Wertpapierhaltungsdauer, die *effektive* Kursgewinnbesteuerung reduzieren kann.<sup>174</sup> In Abhängigkeit von der Haltedauer und der unterstellten Kursrendite ( $k$ ) können nach dem von *Wiese* aufgestellten Kalkül folgende effektive Kursgewinnsteuersätze abgeleitet werden<sup>175</sup>:

		Haltedauer [Jahre]				
		1	5	10	20	30
k	1%	25,0%	24,6%	24,2%	23,3%	22,4%
	3%	25,0%	23,9%	22,6%	20,3%	18,1%
	5%	25,0%	23,2%	21,2%	17,7%	14,9%
	8%	25,0%	22,3%	19,3%	14,7%	11,4%
	10%	25,0%	21,7%	18,2%	13,1%	9,8%

Tabelle 3-1: Effektive Kursgewinnsteuersätze in Abhängigkeit von Kursrendite ( $k$ ) und Haltedauer

Wie aus Tabelle 3-1 entnommen werden kann, unterschreitet der effektive Kursgewinnsteuersatz, bedingt durch den Steuerstundungseffekt grundsätzlich den einheitlichen Abgeltungsteuersatz, sofern, in Übereinstimmung mit der bisherigen Vorgehensweise bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren, weiterhin eine Haltedauer von mehr als einem Jahr unterstellt wird.

<sup>174</sup> Vgl. *Wiese (2007b)*, S. 368 - 375.

<sup>175</sup> Vgl. *Wiese (2007b)*, S. 371 sowie mit Bezug auf diesen *IDW (2007c)*, S. 36.

Fraglich ist nun:

1. Inwieweit eine effektive statt einer nominellen Kursgewinnbesteuerung in den Kalkül einbezogen werden soll (Abschnitt 3.3.2.1.2).
2. Welche Haltedauer für Zwecke einer objektivierten Unternehmensbewertung unterstellt werden kann (Abschnitt 3.3.2.1.3).

Die vorstehenden Fragen beziehen sich ausschließlich auf die Berücksichtigung von Kursgewinnen und deren Besteuerung bei der Alternativanlage. Hinsichtlich der Realisation von Kursgewinnen aus dem Bewertungsobjekt und deren Besteuerung wird auf die gesonderte Diskussion in Kapitel 4 und Kapitel 6 dieser Arbeit verwiesen.

#### *3.3.2.1.2 Einbeziehung einer effektiven Kursgewinnbesteuerung*

Wie die nachfolgende Diskussion über die Haltedauer von Anteilen zeigt, ist davon auszugehen, dass eine unendliche Haltedauer für die alternative Investition in ein Aktienportfolio nicht unterstellt werden kann. Sowohl für institutionelle Anleger (zum Beispiel Pensionsfonds, Banken und Versicherungen) wie auch für einen in dieser Arbeit unterstellten typisierten Investor (natürliche Person) wird die Realisation von Kursgewinnen regelmäßig ein zentraler Renditeaspekt darstellen. Ausnahmen bestehen möglicherweise für Großaktionäre, die in Einzelfällen dauerhaft in einem börsennotierten Unternehmen investiert bleiben. Diese werden jedoch bei der folgenden Betrachtung gemäß der einleitend festgelegten Annahmen nicht berücksichtigt.

Folglich ist eine begrenzten Haltedauer und damit eine effektive Kursgewinnbesteuerung in die Bestimmung der Eigenkapitalkosten einzubeziehen.

Problematisch ist hierbei jedoch der Umstand, dass ein *praktisch anwendbares* Tax-CAPM für mehrere Perioden (Mehrperiodenmodell) nicht existiert.<sup>176</sup> Daher wird in weiten Teilen der Literatur sowie der Bewertungspraxis das Einperiodenmodell verwandt. Innerhalb des Modellrahmens eines auf eine Periode beschränkten Systems erscheint die Annahme einer über ein Jahr

---

<sup>176</sup> Vgl. zur mehrperiodigen Bewertung mit dem Tax-CAPM *Mai (2006a)*, S. 1225-1253.

hinausgehenden Haltedauer jedoch wenig sinnvoll, selbst wenn das Einperiodenmodell wiederholt (in die Unendlichkeit) angewandt wird. Daher stellt die Annahme einer ausgedehnten Haltedauer sowie einer effektiven Kursgewinnsteuer eine zusätzliche Durchbrechung des idealtypischen Modellrahmens dar.

Mit *Jonas / Löffler / Wiese* ist jedoch festzustellen, dass solche Brüche bei der praktischen Umsetzung theoretischer Erkenntnisse kaum vermeidbar sind.<sup>177</sup> Daher wird auch für Zwecke der vorliegenden Arbeit dieses Problem bewusst aus der Betrachtung ausgeklammert und eine effektive Kursgewinnbesteuerung in die Bestimmung der Kapitalkosten anhand des Einperiodenmodells einbezogen.

Unmittelbar nachfolgend soll nun diskutiert werden, welche Haltedauer für die Ableitung der effektiven Kursgewinnbesteuerung unterstellt werden kann.

#### *3.3.2.1.3 Haltedauer für Zwecke einer objektivierten Unternehmensbewertung*

Obwohl empirische Daten über die tatsächlich am deutschen Kapitalmarkt beobachtbare Haltedauer nicht vorliegen, geht das *IDW* derzeit von einer vergleichsweise sehr langen Haltedauer aus und leitet hieraus einen effektiven Kursgewinnsteuersatz i.H.v. 12,5 % ab.<sup>178</sup>

Auch *Zeidler / Schöniger / Tschöpel* benennen diesen effektiven Steuersatz. Dabei verweisen sie insbesondere auf ältere Untersuchungen für den amerikanischen Kapitalmarkt aus den Jahren 1977 und 1983, die zu Haltedauern von 9 bis 26 Jahren führten.<sup>179</sup> Welche Anlegergruppen (institutionelle vs. nicht institutionelle Anleger) hierbei in die Betrachtung aufgenommen wurden, ist nicht aufgeführt.

---

<sup>177</sup> Vgl. *Jonas / Löffler / Wiese* (2004), S. 904 f.

<sup>178</sup> Vgl. *IDW* (2007c), S. 121.

<sup>179</sup> Vgl. *Zeidler / Schöniger / Tschöpel* (2008), S. 281.

Eine Untersuchung der *Bundeszentrale für politische Bildung (bpb)* kommt, gestützt auf die Jahresberichte der *World Federation of Exchanges (WFE)*, deren Mitglied auch die *Deutsche Börse AG* ist, zu dem Schluss, dass sich die durchschnittliche Haltedauer von börsennotierten Aktien weltweit in den Jahren 1980 bis 2005 signifikant geändert hat. Betrug diese im Jahr 1980 noch 9,7 Jahre, hielten die Marktteilnehmer im Jahr 2005 die börsennotierten Anteile weniger als ein Jahr. Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung:<sup>180</sup>

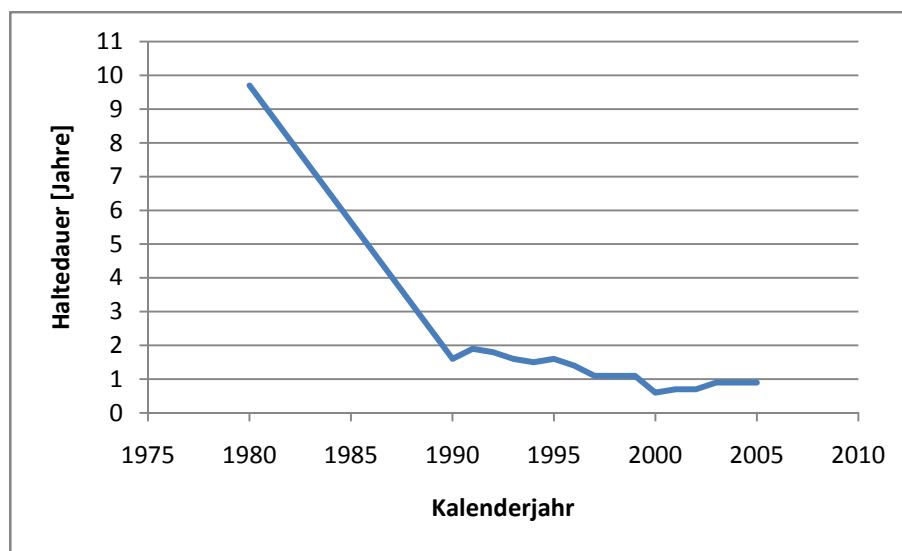


Abbildung 3-2: Entwicklung der Haltedauer von börsennotierten Aktien weltweit von 1980 bis 2005<sup>181</sup>

<sup>180</sup> Vgl. *Bundeszentrale für politische Bildung (2006)*, grafische Übersicht (Internetquelle), hier grafisch neu aufbereitet.

<sup>181</sup> Die Daten für die Jahre 1981 bis 1989 wurden durch lineare Interpolation der Daten für 1980 und 1990 entwickelt.



Im Detail wurden von der *bpb* folgende Daten ermittelt:<sup>182</sup>

Kalenderjahr	Haltedauer [Jahre]	Kalenderjahr	Haltedauer [Jahre]
1980	9,7	1997	1,1
1990	1,6	1998	1,1
1991	1,9	1999	1,1
1992	1,8	2000	0,6
1993	1,6	2001	0,7
1994	1,5	2002	0,7
1995	1,6	2003	0,9
1996	1,4	2004	0,9
		2005	0,9

**Tabelle 3-2: Entwicklung der Haltedauer von börsennotierten Aktien weltweit von 1980 bis 2005 (Detaildaten)**

Auf Basis dieser Untersuchung ergäbe sich aktuell nach dem vorgestellten Kalkül eine Haltedauer von rund einem Jahr und damit eine effektive Kursgewinnsteuer in Höhe der nominellen Abgeltungsteuer (25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag).

Allerdings ist die statistische Grundlage der Untersuchungsergebnisse der *bpb* nicht ausführlich beschrieben. So ermittelt die *bpb* die durchschnittliche Haltedauer pro Jahr als Quotient von Aktienbestand zu Aktienhandel. Beide Größen werden dabei in Billionen US-Dollar angegeben. Während der Aktienbestand zum Jahresende angegeben wird, bezieht sich die Angabe zum Aktienhandel auf das betreffende Kalenderjahr. Ob (zwangsläufig eintretende) Währungseffekte eliminiert wurden, ist nicht dargelegt. Unklar ist weiterhin, inwieweit Änderungen des Aktienbestands durch erstmals gelistete Unternehmen und Delistings auch bei der Ermittlung des Aktienhandels berücksichtigt wurden. Sofern die Daten zum Aktienhandel alle Unternehmen umfassen, führt dies zu einer Unterschätzung der Haltedauer.

Über diese statistischen Aspekte hinaus ist fraglich, inwieweit die Daten für eine in Deutschland ansässige, unbeschränkt steuerpflichtige, natürliche

<sup>182</sup> Vgl. *Bundeszentrale für politische Bildung (2006)*, tabellarische Übersicht (Internetquelle).

Person repräsentativ sind.<sup>183</sup> Nach einer Veröffentlichung des *Deutschen Aktieninstituts e.V. (DAI)*<sup>184</sup> für die Nation mit der weltweit größten Börsenkapitalisierung<sup>185</sup>, den *Vereinigten Staaten von Amerika*, beläuft sich der Anteil der institutionellen Anleger am Aktienbesitz auf 63,3 % im dritten Quartal 2002. Entsprechend klein ist der Anteil der privaten Haushalte. Auch für Deutschland kann eine vergleichbare Struktur der Investoren am Kapitalmarkt beobachtet werden. So machten die privaten Haushalte nach einer Studie des *DAI* für das Jahr 2002 lediglich 15,3 % der gesamten Investoren am deutschen Kapitalmarkt aus.<sup>186</sup>

Damit wird die erhebliche Beeinflussung der oben dargestellten Haltedauern durch institutionelle Anleger deutlich. Unterstellt man nun eine tendenziell kürzere Haltedauer bei diesen im Vergleich zu nicht institutionellen Investoren<sup>187</sup>, so ist davon auszugehen, dass die Daten gemäß Tabelle 3-2 in Bezug auf den typisierten Anteilseigner im Sinne von *IDW S 1 i.d.F. 2008* ebenfalls zu einer Unterschätzung der Haltedauer führen.

Trotz der vorstehend genannten Einschränkungen hinsichtlich der statistischen Relevanz der von der *bpb* beschriebenen Haltedauern für die hier gewählte Fallgestaltung, werden die Auswirkungen auf den Kapitalisierungszinssatz in Übereinstimmung mit Teilen der Bewertungsliteratur<sup>188</sup> in der in Abschnitt 3.4 folgenden quantitativen Untersuchung dargestellt. Darüber hinaus wird in einer zweiten Rechnung mit dem Ansatz des *IDW* gearbeitet.

---

<sup>183</sup> Wie auch alle vorhergehenden Fassungen des *IDW S 1*, so typisiert auch *IDW S 1 i.d.F. 2008* für Zwecke der in dieser Arbeit unterstellten unmittelbaren Typisierung im Rahmen einer objektivierte Unternehmensbewertung eine inländische, unbeschränkt steuerpflichtige, natürlichen Person als Anteilseigner. Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 31.

<sup>184</sup> Vgl. *Deutsches Aktieninstitut e.V. (2008)*, Stichwort *Aktionärsstruktur in den USA (2)* (*Internetquelle*).

<sup>185</sup> Vgl. *World Federation of Exchanges (2007)*, S. 66 (*Internetquelle*).

<sup>186</sup> Vgl. *DAI (2003)*, S. 22 (*Internetquelle*).

<sup>187</sup> Ausweislich der zitierten Statistik des *DAI* handelt es sich um private Haushalte sowie nicht gewerblich tätige Institutionen.

<sup>188</sup> Vgl. *Lippmann (2007)*, S. 12 und *Wegener (2008)*, S. 941.

### 3.3.2.2 Formale Ableitung der Eigenkapitalkosten

Unabhängig von der tatsächlichen Höhe der effektiven Kursgewinnbesteuerung, ist der Kapitalisierungszinssatz nach persönlicher Einkommensteuer unter Anwendung der Vorschriften nach der Unternehmensteuerreform 2008 wie folgt zu bestimmen:<sup>189</sup>

$$i_{j,EK,2008}^{nEst} = (1 - s_A) \cdot i_f + (r_M^{vEst} - i_f \cdot (1 - s_A) - d_M \cdot s_A - k_M \cdot s_K^{Est}) \cdot \beta_j$$

Formel 3–4

mit:

- $i_{j,EK,2008}^{nEst}$  : Nettorendite des Eigenkapitals des Unternehmens j bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes
- $s_A$  : Einheitlicher Abgeltungsteuersatz für Kapitaleinkünfte
- $s_K^{Est}$  : Effektiver Kursgewinnsteuersatz gemäß Tabelle 3-1
- $k_M$  : Kursrendite des Marktportfolios vor Einkommensteuer

Aufgrund des geänderten Steuersystems sind nun bei der Ableitung der Rendite vor Einkommensteuer sowohl die Besteuerung der Dividenden wie auch die effektive Kursgewinnsteuer einzubeziehen. Dementsprechend ergibt sich die Vorsteuerrendite wie folgt:<sup>190</sup>

$$i_{j,EK,2008}^{vEst} = i_{j,EK,2008}^{nEst} + d_j \cdot s_A + k_j \cdot s_K^{Est}$$

Formel 3–5

mit:

- $i_{j,EK,2008}^{vEst}$  : Nettorendite des Eigenkapitals des Unternehmens j bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes
- $k_j$  : Kursrendite der Alternativenanlage vor Einkommensteuer

<sup>189</sup> Vgl. *Wiese (2007b)*, S. 368 – 375 und unter Bezug auf diesen *IDW (2007c)*, S. 72 sowie *Dausend / Schmitt (2007)*, S. 287-292 und *Zeidler / Schöniger / Tschöpel (2008)*, S. 283.

<sup>190</sup> Vgl. *IDW (2007c)*, S. 72 sowie *Zeidler / Schöniger / Tschöpel (2008)*, S. 283.

Alternativ kann der in Formel 3–5 dargestellte Zusammenhang wie folgt abgeleitet werden:

Da gemäß dem Grundsatz der Ausschüttungsäquivalenz gilt<sup>191</sup>

$$d_j = q \cdot i_{j,EK,2008}^{vEst}$$

**Formel 3–6**

und

$$k_j = (1 - q) \cdot i_{j,EK,2008}^{vEst}$$

**Formel 3–7**

folgt

$$\begin{aligned} i_{j,EK,2008}^{vEst} &= i_{j,EK,2008}^{nEst} + q \cdot i_{j,EK,2008}^{vEst} \cdot s_A + (1 - q) \cdot i_{j,EK,2008}^{vEst} \cdot s_K^{Est} \\ \Leftrightarrow i_{j,EK,2008}^{vEst} - q \cdot i_{j,EK,2008}^{vEst} \cdot s_A - (1 - q) \cdot i_{j,EK,2008}^{vEst} \cdot s_K^{Est} &= i_{j,EK,2008}^{nEst} \\ \Leftrightarrow i_{j,EK,2008}^{vEst} \cdot (1 - q \cdot s_A - (1 - q) \cdot s_K^{Est}) &= i_{j,EK,2008}^{nEst} \\ \Leftrightarrow i_{j,EK,2008}^{vEst} &= \frac{i_{j,EK,2008}^{nEst}}{1 - q \cdot s_A - (1 - q) \cdot s_K^{Est}} \end{aligned}$$

**Formel 3–8**

<sup>191</sup> Vgl. IDW (2007c), S. 120.

Auch für das geänderte Steuersystem ist der beschriebene Zusammenhang grafisch aufbereitet.<sup>192</sup>

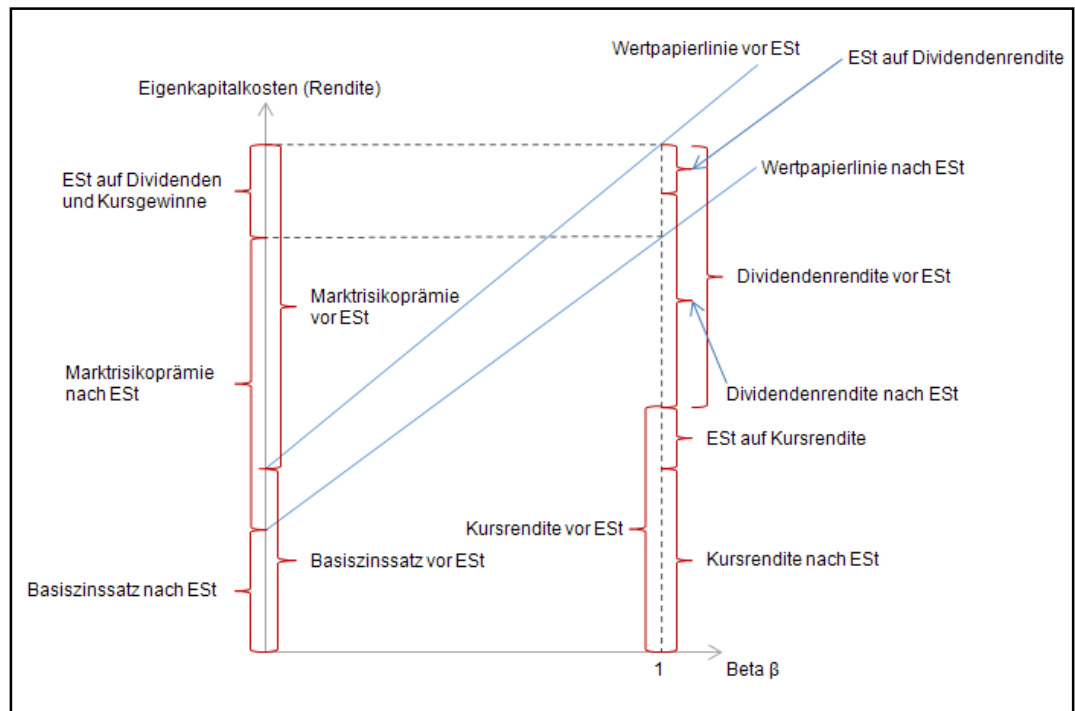


Abbildung 3-3: CAPM und Tax-CAPM nach der Unternehmenssteuerreform 2008

Aufgrund der Einführung der einheitlichen Abgeltungsteuer nähert sich die relative steuerliche Belastung des Basiszinssatzes und die der Aktienrendite an. Bedingt durch die effektiv jedoch niedrigere Besteuerung von Kursgewinnen verläuft die Wertpapierlinie unter Berücksichtigung von Steuern leicht flacher als die Wertpapierlinie vor Steuern. Entsprechend übersteigt die Marktrisikoprämie vor Steuern die Marktrisikoprämie nach Steuern.

Die Erkenntnisse aus der Zusammenfassung der theoretischen Grundlagen hinsichtlich der Entwicklung der verschiedenen Renditegrößen werden in dem nun unmittelbar folgenden Abschnitt anhand von Beispielen verdeutlicht.<sup>193</sup>

<sup>192</sup> Vgl. IDW (2007c), S. 74 sowie Zeidler / Schöniger / Tschöpel (2008), S. 285.

<sup>193</sup> Vgl. sehr ausführlich zur Herleitung von Kapitalisierungszinssätzen in der Praxis Widmann / Schieszl / Jeromin (2003), S. 800-810.

### 3.4 Eigenkapitalkosten für Zwecke quantitativer Untersuchungen

Zunächst wird auf Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens<sup>194</sup> eingegangen.

Nach einer Stellungnahme des *Arbeitskreises Unternehmensbewertung des IDW (AKU)* konnten für Bewertungen nach dem 31.12.2004 unter Annahme des Halbeinkünfteverfahrens eine Marktrisikoprämie vor Einkommensteuer in Höhe von 4,0 bis 5,0 % bzw. eine Marktrisikoprämie nach Einkommensteuer in Höhe von 5,0 bis 6,0 % unterstellt werden.<sup>195</sup> Diese Schätzungen basieren insbesondere auf den Untersuchungsergebnissen von *Stehle*<sup>196</sup> sowie *Stehle / Hausladen*<sup>197</sup> aus dem Jahr 2004. Unter der Annahme eines Basiszinssatzes vor Steuern<sup>198</sup> in Höhe von 4 % erscheint ein Kapitalisierungszinssatz vor Steuern in Höhe von 8,25 % und nach Steuern in Höhe von 7,6 % unter dem Steuerregime vor der Unternehmensteuerreform 2008 vertretbar.<sup>199</sup>

---

<sup>194</sup> Vgl. zu empirischen Untersuchungen zu Eigenkapitalkosten deutscher Unternehmen vor der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens *Drukarczyk / Schüler (2003)*, S. 337-347.

<sup>195</sup> Vgl. *IDW (2005b)*, S. 71. Vgl. für eine empirische Auswertung zur Höhe der Marktrisikoprämie über siebzehn Staaten *Dimson / Marsh / Staunton (2006)*, S. 1-40 (Internetquelle). Vgl. zur Höhe des durch die Rechtsprechung anerkannten Risikozuschlags *Wilts / Schaldt / Nottmeier / Klasen (2004)*, S. 510 sowie *Wüstemann (2007)*, S. 2226 f. und *Wittgens / Redeke (2007)*, S. 2017 (dort Fn. 26) und S. 2018 (dort Fn. 45).

<sup>196</sup> Vgl. *Stehle (2004)*, S. 906-927.

<sup>197</sup> Vgl. *Stehle / Hausladen (2004)*, S. 928-939.

<sup>198</sup> Vgl. zur Herleitung des Basiszinssatzes mittels Zinsstrukturkurven insbesondere *Deutsche Bundesbank (1997)*, S. 61-66 sowie *Jonas / Wieland-Blöse / Schiffarth (2005)*, S. 647-653; *Gebhardt / Daske (2005)*, S. 648-655; *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1026 f.; *Obermeier (2006)*, S. 472-479; *Reese / Wiese (2006)*, S. 1-39 (Internetquelle); *Wiese / Gampenrieder (2007)*, S. 442-448; *Ballwieser (2007)*, S. 83-88 und *IDW (2007c)*; S. 105-107. Vgl. zur Anerkennung der Zinsstrukturkurven durch die Rechtsprechung *Wittgens / Redeke (2007)*, S. 2017.

<sup>199</sup> Vgl. *Jonas (2006)*, S. 481.

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,600%
- Marktrisikoprämie:	4,250%	5,000%
- Beta <sup>200</sup> :	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	8,250%	7,600%

**Tabelle 3-3: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens**

Unterstellt man einen Anteil der Dividendenrendite an der Aktiengesamrendite (jeweils vor Einkommensteuer) i.H.v. 45 %<sup>201</sup>, so können die vorstehenden Vor- und Nachsteuergrößen alternativ wie folgt abgeleitet werden.<sup>202</sup>

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Aktienrendite:	3,712%	3,063%
- Dividendenrendite:	4,537%	4,537%
⇒ Kapitalisierungszinssatz	8,250%	7,600%

**Tabelle 3-4: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens (alternative Darstellung)**

Fraglich ist, welche Auswirkung die Steuerreform auf die am Kapitalmarkt zu beobachtenden Renditen haben wird.<sup>203</sup> Nach Einschätzung des *FAUB* können sich die „Renditen unter Berücksichtigung persönlicher Steuern zukünftig leicht mindern und ohne Berücksichtigung persönlicher Steuern leicht erhöhen“<sup>204</sup>. *Hommel/Pauly* kommen modellgestützt ebenfalls zu diesem Ergeb-

<sup>200</sup> Vgl. für eine empirisch gestützte Untersuchung des Beta-Faktors *Berner / Rojahn / Kiel / Dreimann (2005)*, S. 711-717. Zur Herleitung des Beta-Faktors anhand öffentlich verfügbarer Kapitalmarktdaten vgl. *Großfeld / Stöver (2004)*, S. 2799-2809. Kritisch zur praktischen Herleitung von Beta-Faktoren *Maier (2001)*, S. 298-302.

<sup>201</sup> In allen später folgenden Beispielrechnungen (auch in den nachfolgenden Kapiteln) wird grundsätzlich eine Ausschüttungsquote i.H.v. 45 % sowohl für das Bewertungsobjekt als auch für die Alternativanlage unterstellt (*Ausschüttungsäquivalenz*, vgl. hierzu Kapitel 4).

<sup>202</sup> Vgl. auch *Laas (2006a)*, S. 293 f.

<sup>203</sup> Vgl. zu den Problem mit der Schätzung von Eigenkapitalkosten am deutschen Kapitalmarkt *Daske / Wiesenbach (2005)*, S. 407-418 sowie *Mentz / Normann (2005)*, S. 484-490 und zur Zukunftsorientierung des Kapitalisierungszinssatzes *Hetzel (1988)*, S. 725-728.

<sup>204</sup> *IDW (2007a)*, S. 633.

nis.<sup>205</sup> Dabei errechnen diese einen Anstieg der Unternehmensrendite nach Unternehmensteuern, aber vor persönlicher Einkommensteuer, in Höhe von 14,377 %.<sup>206</sup>

Dies vorausgeschickt, soll hier ebenfalls ein einheitlicher Basiszinssatz vor Steuern in Höhe von weiterhin 4 % unterstellt werden. Unter Berücksichtigung einer um 14,377 % auf 9,436 % gestiegenen Rendite (vor Einkommensteuer)<sup>207</sup> ergibt sich eine Marktrisikoprämie (vor Einkommensteuer) in Höhe von 5,436 %. Der sich hieraus ergebende Kapitalisierungszinssatz vor (Einkommen-) Steuern wird dann um die einheitliche Abgeltungsteuer gemindert.<sup>208</sup> Es wird also *zunächst* in Übereinstimmung mit den Untersuchungsergebnissen der *bpb* für 2005 von einer Haltedauer von einem Jahr ausgegangen. Komponentenweise stellt sich dies dann wie folgt dar:<sup>209</sup>

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,945%
- Marktrisikoprämie:	5,436%	4,002%
- Beta:	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	9,436%	6,947%

**Tabelle 3-5: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 und einer effektiven Haltedauer von einem Jahr**

Auch diese Größen lassen sich in Dividende- und Aktienrendite überführen:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Aktienrendite:	4,246%	3,126%
- Dividendenrendite:	5,190%	3,821%
⇒ Kapitalisierungszinssatz	9,436%	6,947%

**Tabelle 3-6: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 und einer effektiven Haltedauer von einem Jahr (alternative Darstellung)**

<sup>205</sup> Vgl. *Hommel / Pauly (2007)*, S. 1158 f.

<sup>206</sup> Vgl. *ebenda*, S. 1156.

<sup>207</sup>  $9,436\% = 8,25\% \cdot (1+0,14377)$

<sup>208</sup> Siehe zu den Voraussetzungen hierfür *Wiese (2007b)*, S. 371.

<sup>209</sup> Vgl. auch *Lippmann (2007)*, S. 8-12; *Aders (2007)*, S. 2-8 *Wegener (2008)*, S. 939.



Folge dieser Berechnung ist eine Minderung des Kapitalisierungszinssatzes nach Steuern um rund 0,6 Prozentpunkte.

Fraglich ist jedoch, ob der Kapitalmarkt eine Absenkung der Nachsteuerrendite hinnehmen wird. Sofern die Teilnehmer des Kapitalmarktes von der Besteuerung der Bruttoerträge unabhängige, also konstante Nachsteuerrenditen in ihren Anlagekalkül einbeziehen, könnte zumindest auf lange Sicht eine Tendenz zu steigenden Vorsteuerrenditen entstehen. Unterstellt man dies, so errechnen sich unter Verwendung der neuen steuerlichen Rahmen- daten und einer effektive Haltedauer von einem Jahr folgende Vor- und Nachsteuerrenditen:

	Vorsteuer- kalkül	Nachsteuer- kalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,945%
- Marktrisikoprämie:	6,323%	4,655%
- Beta:	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	10,323%	7,600%

**Tabelle 3-7: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Annahme konstanter Nachsteuerrenditen und einer effektiven Haltedauer von einem Jahr**

beziehungsweise in der alternativen Darstellung:

	Vorsteuer- kalkül	Nachsteuer- kalkül
- Aktienrendite:	4,645%	3,420%
- Dividendenrendite:	5,677%	4,180%
⇒ Kapitalisierungszinssatz	10,323%	7,600%

**Tabelle 3-8: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Annahme konstanter Nachsteuerrenditen und einer effektiven Haltedauer von einem Jahr (alternative Darstellung)**

Zu einem vergleichbaren Ergebnis hinsichtlich der Höhe der Nachsteuerrendite führt die Annahme einer angepassten Vorsteuerrendite gemäß Tabelle 3-5 und einer effektive Kursgewinnsteuer i.H.v. 12,5 %:<sup>210</sup>

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,945%
- Marktrisikoprämie:	5,436%	4,722%
- Beta:	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	9,436%	7,667%

**Tabelle 3-9: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Annahme angepasster Vorsteuerrenditen und einer effektiven Kursgewinnsteuer in Höhe von 12,5 %**

Auch hier ist eine alternative Darstellung möglich:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Aktienrendite:	4,246%	3,126%
- Dividendenrendite:	5,190%	4,541%
⇒ Kapitalisierungszinssatz	9,436%	7,667%

**Tabelle 3-10: Eigenkapitalkosten bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Annahme angepasster Vorsteuerrenditen und einer effektiven Kursgewinnsteuer in Höhe von 12,5 % (alternative Darstellung)**

In den folgenden Kapiteln werden ausschließlich solche Nachsteuergrößen verwandt, die sich unter Annahme einer (nahezu) konstanten Nachsteuerrendite bzw. einem Kalkül bei einer effektiven Kursgewinnsteuer von 12,5 % ergeben würden.

	Vorsteuerrendite	Nachsteuerrendite
▪ Halbeinkünfteverfahren	8,250%	7,600%
▪ Unternehmensteuerreform 2008	9,436%	7,667%

**Tabelle 3-11: Übersicht über die verwendeten Eigenkapitalkosten**

Da empirisch beobachtete Renditegrößen nicht vorliegen und damit jedwede Berechnung von Auswirkungen der Steuerreform auf die Höhe von Nachsteuerrenditen spekulative Elemente beinhaltet, erscheint es geboten durch

<sup>210</sup> Zu vergleichbaren Ergebnissen für den Kapitalisierungszinssatz nach Einkommensteuer kommen *Zeidler / Schöniger / Tschöpel (2008)*, S. 288, Tabelle 6.

die gewählte Vorgehensweise Effekte aus einer Änderung dieser Größen zu eliminieren. Insoweit sind alle in den betreffenden Kapiteln dargestellte Änderungen des Unternehmenswerts in Folge der Unternehmensteuerreform 2008 lediglich geringfügig auf eine Variation der Nachsteuerrendite zurückzuführen.

Die Eigenkapitalkosten gemäß Tabelle 3-11 finden sowohl in Kapitel 6 (Ertragswertverfahren bei Kapitalgesellschaften) als auch in Kapitel 7 (Ertragswertverfahren bei Personengesellschaften) ausschließlich Berücksichtigung für den Bewertungskalkül bei Annahme vollständiger Eigenfinanzierung. Da in beiden Kapiteln der Kalkül erst in einem zweiten Schritt um die Einbeziehung von Fremdkapital<sup>211</sup> erweitert wird, werden auch erst dort die Folgen für die Kapitalisierungszinssätze dargestellt.

Zusammenfassend ist zur Bestimmung von Kapitalkosten für Zwecke der Unternehmensbewertung abschließend festzuhalten, dass sich nach dem derzeitigen Stand der Empirie verlässliche Aussagen über

- Auswirkungen von Steuerreformen in Deutschland auf Kapitalmarkrenditen im Allgemeinen  
und
- der Unternehmensteuerreform 2008 im Besonderen

kaum treffen lassen. Hier bedarf es dringender Abhilfe durch statistische Erhebung. Fraglich ist jedoch, ab wann eine signifikante Auswirkung überhaupt beobachtet werden kann. Gerade aufgrund der gegenläufigen Effekte der einzelnen Elemente der Steuerreform sowie der unterschiedlichen Anwendungszeiträume, werden kurzfristig generierte Kapitalmarktdaten kaum verlässliche Auskünfte geben.<sup>212</sup>

---

<sup>211</sup> Vgl. zu den Auswirkung der Fremdfinanzierung auf die Eigenkapitalkosten *Krause (2006)*, S. 710 – 714.

<sup>212</sup> Vgl. zu den Problem einer empirisch gestützten Analyse der Reaktion des Kapitalmarkts auf Steueränderungen in Deutschland *Gieralka / Drajewicz (2001)*, S. 311-321 sowie zur langfristigen Entwicklung der Aktienrendite im Vergleich zur Realwirtschaft *Ruh (2004)*, S. 763-774.

## 4 Ausgewählte Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung als Beurteilungsmaßstab für Verfahren der Unternehmensbewertung

### 4.1 Systematisierung von Grundsätzen und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung

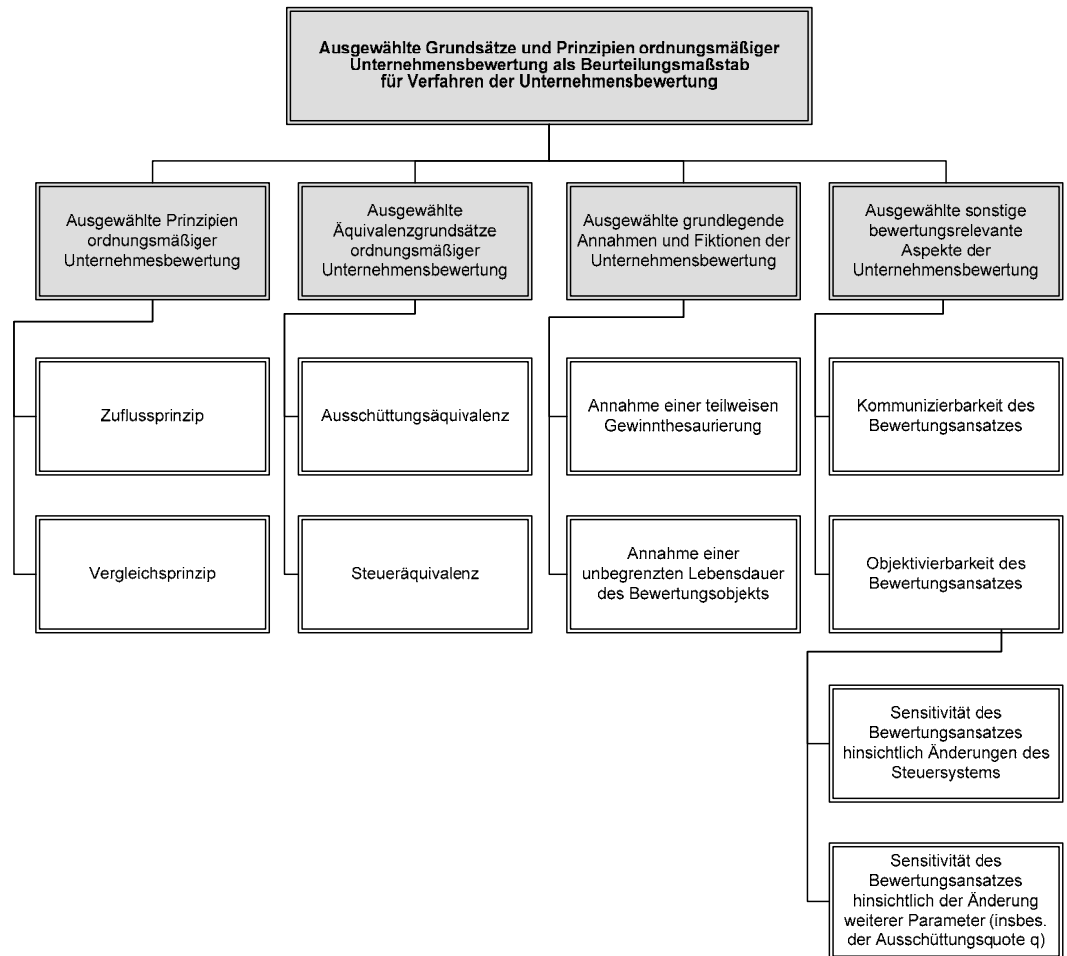
In den nachfolgenden Kapiteln zur Bewertung von Kapital- und Personengesellschaften werden der APV-Ansatz sowie das Ertragswertverfahren unter Variation der Annahmen im Kontext zur Unternehmensteuerreform 2008 fortgeschrieben. Sofern für die Abbildung bewertungsrelevanter Steueränderungen mehrere Varianten denkbar sind, werden diese vorgestellt und diskutiert. Am Ende einer jeden Diskussion stellt sich jedoch die Frage nach den absoluten und relativen Vor- und Nachteilen einer jeden Variante.

In diesem kurzen Kapitel soll daher ein Katalog ausgewählter Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, ergänzt um bestimmte weitere bewertungsrelevante Annahmen und Aspekte, zusammengestellt werden. Dieser Katalog soll der Untersuchung in den folgenden Kapiteln als Beurteilungsmaßstab für dargestellte und erarbeitete Lösungsansätze dienen. Aufgrund dieses fokussierten Zwecks der folgenden Ausführungen ist das Verfassen eines schlüssigen und umfassenden Normensystems nicht Gegenstand dieser Arbeit. Stattdessen soll auf die anerkannten Normensysteme in Theorie und Bewertungspraxis verwiesen und auf diese zurückgegriffen werden.<sup>213</sup>

---

<sup>213</sup> Vgl. hierzu insbesondere *Moxter (1983)*; *IDW (1983)*; darüber hinaus *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 890 sowie die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung zusammengefasst in *IDW S 1* in der jeweiligen Fassung. Für eine ausführliche Darstellung vgl. *Matschke / Brösel (2007)*, S. 717 – 768.

Die nachstehende Übersicht fasst die für diese Untersuchung relevanten Grundsätze, Prinzipien sowie Annahmen und Aspekte zusammen:



**Abbildung 4-1: Systematisierung ausgewählter Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung**

Auch wenn die überwiegende Zahl der in Abbildung 4-1 einbezogenen Maßstäbe bereits hinreichend in der Bewertungsliteratur dargestellt und diskutiert wurden, sollen diese kurz – zur Wahrung eines einheitlichen Verständnisses – inhaltlich erläutert werden.

## 4.2 Ausgewählte Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung

### 4.2.1 Zuflussprinzip

Das *Zuflussprinzip* dient der Abgrenzung und Identifikation der aus dem Bewertungsobjekt resultierenden bzw. mit dem Halten der Anteile an dem Bewertungsobjekt verbundenen Zahlungsströme auf Ebene des Anteilseigners. Diese sind in den Bewertungskalkül einzubeziehen. *Moxter* unterteilte das *Zuflussprinzip*<sup>214</sup> in

- das Ausschüttungsprinzip sowie
- das Vereinfachungsprinzip.

Während sich das *Vereinfachungsprinzip* mit einer Verstetigung der Mittelzuflüsse in der ewigen Rente beschäftigt und hier nicht weiter betrachtet werden soll, ist das *Ausschüttungsprinzip* kurz zu beleuchten.

*Zufluss* bedeutet nach *Moxter*, „daß sich in einem bestimmten Zeitraum die Bedürfnisbefriedigungsmöglichkeiten des Eigners erhöhen“<sup>215</sup>. Weiter heißt es hierzu: „Maßgeblich für den Ertragswert sind die künftigen tatsächlichen Ausschüttungen des Unternehmens, also die künftigen tatsächlichen Zuflüsse beim Unternehmenseigner. Bloße potentielle Zuflüsse bilden keine Erträge: nicht Gewinne, sondern Ausschüttungen zählen als Erträge.“<sup>215</sup> *Moxter* trennt damit sehr deutlich die Gesellschafter- von der Gesellschaftsebene. Gewinnthesaurierungen durch die Unternehmung werden von ihm ausdrücklich aus der Ertragswertbetrachtung ausgeklammert bzw. ausschließlich insoweit einbezogen als diese die Höhe künftiger Gewinnausschüttungen beeinflussen.

Das *Zuflussprinzip* gilt heute als eines der grundlegenden Prinzipien der Unternehmensbewertungstheorie und –praxis<sup>216</sup> und ist insoweit von besonderer Bedeutung für die Beurteilung der später folgenden Bewertungsmodelle.

---

<sup>214</sup> Vgl. *Moxter* (1983), S. 79 – 84.

<sup>215</sup> *Moxter* (1983), S. 79.

<sup>216</sup> Vgl. insbesondere *IDW* (2007c), S. 20; *Ballwieser* (2007), S. 16, 184.

## 4.2.2 Vergleichsprinzip

Auch das *Vergleichsprinzip* wird ausführlich von *Moxter* beschrieben.<sup>217</sup> Aus diesen Ausführungen stammt auch der vielzitierte Satz „Bewerten heißt vergleichen [...]“<sup>218</sup>.

Bekanntermaßen stellen die anerkannten Verfahren der Unternehmensbewertung, insbesondere das Ertragswertverfahren sowie die DCF-Verfahren, auf einen Barwertkalkül ab. Durch die Diskontierung künftiger Zahlungsmittelzuflüsse des Bewertungsobjekts an die Anteilseigner mit der Rendite einer Alternativinvestition wird dabei indirekt von „dem bekannten Preis des Vergleichsobjekts auf den unbekanntem Preis (Wert) des Bewertungsobjekts geschlossen“<sup>218</sup>. Auf die aus dieser Überlegung resultierenden Äquivalenzanforderungen wird noch eingegangen.

Bedeutsam ist das *Vergleichsprinzip* insbesondere deshalb, weil ein sinnvoller Vergleich und damit die Ableitung eines vertretbaren Werts für das Bewertungsobjekt nur dann möglich ist, sofern das Vergleichsobjekt auch tatsächlich eine Investitionsalternative für den Investor darstellt.<sup>219</sup> Nicht zuletzt aus diesem Grund wurde mit der Überarbeitung des *IDW S 1 i.d.F. 2005* die Anlage in ein Aktienportfolio<sup>220</sup> als Alternativanlage in den Bewertungsstandard aufgenommen. Die Annahme einer Investition in festverzinsliche Wertpapiere statt in das Bewertungsobjekt erschien nicht mehr sachgerecht.

---

<sup>217</sup> Vgl. *Moxter (1983)*, S. 123 – 131.

<sup>218</sup> *Moxter (1983)*, S. 123.

<sup>219</sup> Vgl. *Moxter (1983)*, S. 124 sowie *Ballwieser (2007)*, S. 89.

<sup>220</sup> Vgl. hierzu auch schon *Maier (2002)*, S. 73-79.

Die Bestimmung des Vergleichsobjekts mag den Bewerter mitunter vor erhebliche Schwierigkeiten stellen.<sup>221</sup> Deshalb ist es wiederum *Moxter*, der bei der praktischen Durchführung der Unternehmensbewertung Möglichkeiten der Vereinfachung sucht und beschreibt.<sup>222</sup> Gleichzeitig aber betont er, eine Vereinfachung dürfe nicht dazu führen, dass das Vergleichsobjekt lediglich *gegriffen* wird – dies führe auf Basis einer ökonomischen Betrachtungsweise zu „Schein-Bewertungen“<sup>223</sup>.

Dementsprechend erscheint das *Vergleichsprinzip* durch einen Bewertungskalkül dann gewahrt, wenn im Rahmen der *Subjekt – Objekt – Objekt – Beziehung*<sup>224</sup> das Vergleichsobjekt eine ökonomisch sinnvolle und relevante Alternative zum Bewertungsobjekt darstellt.

---

<sup>221</sup> Zu denken ist hier insbesondere an die Definition und Abgrenzung von in den Kalkül einzubeziehende Unternehmen einer Peer Group. Gerade bei kleineren und mittelständischen Unternehmen (*KMU*) mit geografisch begrenztem Tätigkeitsgebiet sind in der Bewertungspraxis Kapitalmarktdaten für unmittelbar vergleichbare Unternehmen oftmals schwer zu finden. Zu den Problemen bei der Bewertung von *KMU* vergleiche *Behringer (2001)*, S. 719-724.

<sup>222</sup> Vgl. *Moxter (1983)*, S. 124 f.

<sup>223</sup> *Moxter (1983)*, S. 125.

<sup>224</sup> Vgl. *Sieben (1989)*, S. 194.



## 4.3 Ausgewählte Äquivalenzgrundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung

### 4.3.1 Ausschüttungsäquivalenz

Aufgrund der Gültigkeit des *Zuflussprinzips* ist das *unterstellte Ausschüttungsverhalten* des Bewertungsobjekts von zentraler Bedeutung für die Wertfindung. Sowohl die allgemein ausgerichtete Darstellung zum Werteinfluss des Ausschüttungsverhaltens von *Kruschwitz / Löffler*<sup>225</sup> als auch der Beitrag von *Laitenberger / Tschöpel*<sup>226</sup> zum Halbeinkünfteverfahren zeigen den großen Einfluss der Ausschüttungspolitik auf die Unternehmensbewertung.<sup>227</sup>

Um im Rahmen einer objektivierten Wertfindung solche Einflussfaktoren zu neutralisieren, wurde durch *IDW S 1 i.d.F. 2005* für diese Zwecke der Grundsatz der *Ausschüttungsäquivalenz* eingeführt.<sup>228</sup> Demnach soll während der Detailplanungsphase zwar die unternehmensindividuelle Ausschüttungspolitik in den Kalkül einfließen, für die Phase der ewigen Rente ist dagegen von einem, zu der Alternativanlage äquivalenten Ausschüttungsverhalten auszugehen.

Abweichungen von der *Ausschüttungsäquivalenz* sind nach Auffassung des Berufsstands der Wirtschaftsprüfer lediglich dann zu unterstellen, sofern nicht branchenspezifische Besonderheiten oder Besonderheiten der Kapitalstruktur sowie der rechtlichen Rahmenbedingungen dem entgegenstehen.<sup>229</sup>

---

<sup>225</sup> Vgl. *Kruschwitz/Löffler (1998)*, S. 1041-1043.

<sup>226</sup> Vgl. hierzu insbesondere *Laitenberger / Tschöpel (2003)*, S. 1364 f. Auch *Schwetzler (2005a)*, S. 614 f. sowie *Schwetzler (2005b)*, S. 1125 f. und *Knoll (2005a)*, S. 1120 f., bejahen die Existenz einer unendlichen Sprungstelle im Zusammenhang mit thesaurierungsbedingtem Wachstum. Hinsichtlich der zusätzlichen Berücksichtigung nicht thesaurierungsbedingtem Wachstums vgl. *Wiese (2005)*, S. 617 f. sowie die vorstehend genannten Arbeiten von *Schwetzler* und *Knoll*.

<sup>227</sup> Vgl. hierzu auch die Ausführungen in Kapitel 6.

<sup>228</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2005*, Tz. 47; *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 37; *IDW (2007c)*, S. 30 und *Hommel / Dehmel / Pauly (2005)*, S. 15.

<sup>229</sup> Vgl. *IDW (2007c)*, S. 32.

### 4.3.2 Steueräquivalenz

Der Grundsatz der *Steueräquivalenz* wird ebenfalls von *Moxter* beschrieben. Dabei versteht dieser den Grundsatz als die Vereinheitlichung von Bewertungsobjekt und Alternativanlage im Sinne einer Vor- oder Nacheinkommensteuerrechnung.<sup>230</sup> Eine Vereinheitlichung beider Anlagen im Sinne einer in jeder Hinsicht identischen Besteuerung<sup>231</sup>, scheint dagegen nicht Gegenstand der Forderung nach äquivalenter Besteuerung zu sein. Fraglich ist, ob es eines solch weitergehenden Äquivalenzverständnisses bedarf.

*Kuhner/Maltry* bejahen dies für den Fall einer Alternativanlage, die zwar potentiell dem Investor zur Verfügung stünde, faktisch aber keine Handlungsoption für diesen darstellt.<sup>232</sup> Sie verweisen dabei auf die frühere Annahme einer Alternativinvestition in festverzinsliche Wertpapiere und die damit einhergehenden Folgen der Nachsteuerrechnung für die Unternehmensbewertung. Inzwischen ist dieser Mangel in der Auswahl des Vergleichsobjekts, wie schon ausgeführt, behoben. Die zu vergleichenden Objekte stehen sich nun als echte Investitionsalternativen ausgewogen gegenüber. Insoweit erscheint die Forderung nach einer weitergehenden *Steueräquivalenz* nicht zwingend.

Deutlich wird dies auch bei Betrachtung der Bewertung von Personengesellschaften und Einzelunternehmen. Auch für diese Gruppe von Unternehmen erscheint die Annahme sachgerecht, die Alternativinvestition sei die Anlage in ein Aktienportefeuille. Aufgrund der einkommensteuerlichen Transparenz dieser Rechtsformen werden Cash-flows aus einem solchen Bewertungsobjekt und der Alternativanlage zwangsläufig unterschiedlich besteuert.<sup>233</sup> Auch die Einführung der begünstigten Besteuerung nicht entnommener Gewinne nach § 34a EStG n.F. ändert hieran nichts. Der in Abschnitt 2.5.2 skizzierte Kalkül zeigt vielmehr, dass unter realistischen Annahmen die Besteuerung

---

<sup>230</sup> Vgl. *Moxter (1983)*, S. 177 f.; *Kuhner / Maltry (2006)*, S. 89.

<sup>231</sup> Denkbar wäre beispielsweise die Vereinheitlichung von effektivem Einkommensteuersatz oder das Verfahren zur Ermittlung der Bemessungsgrundlage.

<sup>232</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry (2006)*, S. 89 f.

<sup>233</sup> Vgl. zur Frage nach der Möglichkeit einer mittelbaren Typisierung bei Personengesellschaften *IDW (2007c)*, S. 2.

auch der nicht entnommenen Gewinne keinesfalls mit der körperschaftsteuerlichen Belastung von Kapitalgesellschaften vergleichbar ist.

Insoweit könnte sich eine weitergehende Definition des Grundsatzes der *Steueräquivalenz* nicht auf Personengesellschaften und Einzelunternehmen beziehen. Ob ein erweitertes Verständnis bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften möglich oder sogar geboten erscheint, soll an dieser Stelle nicht diskutiert werden. Hierauf wird jedoch später noch einmal zurückzukommen sein.<sup>234</sup>

*Kruschwitz / Löffler* weisen darauf hin, dass *Steueräquivalenz* keinesfalls mit *Steuerneutralität* verwechselt werden darf.<sup>235</sup> Während *Steueräquivalenz* im Sinne eines „vergleichbaren Steuersystem[s]“<sup>236</sup> zu verstehen sei, liege *Steuerneutralität* gerade nicht vor.<sup>237</sup> Auch auf diesen Aspekt ist später noch einzugehen.

---

<sup>234</sup> Siehe Abschnitt 4.4.2 und Abschnitt 6.2.3.3.

<sup>235</sup> Vgl. *Kruschwitz / Löffler (2005b)*, S. 77 f.

<sup>236</sup> Ebenda, S. 77.

<sup>237</sup> Vgl. ebenda, S. 78.

## 4.4 Grundlegende Annahmen und Fiktionen

Über die Prinzipien und Äquivalenzgrundsätze hinaus finden sich in der Bewertungstheorie und –praxis verschiedene grundlegende Annahmen und Fiktionen, die für die Unternehmensbewertung von großer Bedeutung sind. Auf zwei ausgewählte Annahmen / Fiktionen soll hier noch kurz eingegangen werden.

### 4.4.1 Annahme einer teilweisen Gewinnthesaurierung

Vorstehend wurde schon die Forderung nach *Ausschüttungsäquivalenz* kurz behandelt und deren Notwendigkeit herausgestellt. Tatsächlich bedurfte es dieses Äquivalenzgrundsatzes erst, nachdem die herrschende Lehre die *Vollausschüttungshypothese*, so, wie sie noch im Bewertungsstandard *IDW S 1 i.d.F. 2000* festgeschrieben war, aufgegeben hatte.<sup>238</sup> An ihre Stelle trat die *Annahme einer teilweisen Gewinnthesaurierung*.<sup>239</sup>

### 4.4.2 Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts und Annahme einer (un-)endlichen Haltedauer

Sofern dem nicht besondere Gründe entgegenstehen<sup>240</sup>, wird grundsätzlich bei der Bewertung von Unternehmen von einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts ausgegangen.<sup>241</sup> Diese Annahme ist notwendig, da eine Beschränkung der Lebensdauer auf eine bestimmte Anzahl von Perioden mit weiteren, schwerwiegenden Problemen verbunden wäre.<sup>242</sup> Insbesondere wäre eine Entscheidung über die Einbeziehung des Nettoendver-

---

<sup>238</sup> Vgl. für deutliche Kritik an der Vollausschüttungshypothese *Löhr (1992)*, S. 527 sowie zu den Problemen der Vollausschüttungshypothese bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren *Gorny / Rosenbaum (2004)*, S. 864 (865); *Schmidtbauer (2002)*, S. 209-220 sowie *Dinstuhl (2002)*, S. 79-90.

<sup>239</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2005*, Tz. 45-47. Vgl. zur Bedeutung von Gewinnthesaurierungen bei deutschen Aktiengesellschaften *Jonas (2006)*, S. 479-485. Für eine Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Ausschüttungspolitik und Eigenkapitalkosten vgl. *Wiese (2006d)*, S. 1-31 (Internetquelle).

<sup>240</sup> Denkbar ist hier beispielsweise die zeitliche Beschränkung von Projektgesellschaften qua Satzung. Auch bei Unternehmen, die ausschließlich auf den Abbau knapper natürlicher Ressourcen (Erdöl- und Erdgasförderung, Kiesgruben, etc.) bei beschränkten Abbaurechten ausgerichtet sind, kann die Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer nicht sachgerecht sein.

<sup>241</sup> Vgl. *IDW (2007c)*, S. 52.

<sup>242</sup> Vgl. zur Annahme einer begrenzten Lebensdauer *IDW (2007c)*, S. 62.

mögens des Unternehmens zu treffen. Die damit einhergehenden Schwierigkeiten allein bei der Bestimmung des Marktwertes dieses Endvermögens scheinen kaum lösbar.<sup>243</sup>

Unmittelbar mit dieser Annahme verbunden ist die Frage nach einer (un-) begrenzten Haltedauer der Anteile an dem Bewertungsobjekt durch den Investor. Auf diese Frage wurde bereits im Rahmen der Ermittlung der Kapitalkosten, dort in Bezug auf die Alternativanlage, eingegangen. Bedingt durch die tatsächlich beobachtbaren, nicht unendlichen Haltedauern am Kapitalmarkt wurde dort diese Frage dahingehend beantwortet, dass unter Rückgriff auf die Einschätzung des *IDW* eine endliche Haltedauer und damit eine effektive Kursgewinnsteuer in den Kalkül der Kapitalkosten einbezogen wurde.

Ob dies auf das Bewertungsobjekt übertragbar ist, soll hier nun diskutiert werden.

Zunächst einmal ist festzustellen, dass in einer Vielzahl von Bewertungsfällen mit Bezug zu börsennotierten Bewertungsobjekten die Annahme einer regelmäßigen Realisation von Kursgewinnen gelten wird, wenn von einem typisierten Anteilseigner als Minderheitsgesellschafter (Beteiligung < 1 %) ausgegangen wird. Insoweit erscheint die Annahme einer beschränkten Haltedauer und damit die Einbeziehung einer effektiven Kursgewinnsteuer sachgerecht.<sup>244</sup>

Dem steht jedoch die erhebliche Anzahl von Bewertungsfällen insbesondere bei familien- und erbrechtlichen sowie gesellschaftsrechtlichen Anlässen<sup>245</sup> bei nicht börsennotierten Unternehmen entgegen. Die Bewertungsobjekte

---

<sup>243</sup> Vgl. hierzu aber *Bausch / Pape (2005)*, S. 474-486.

<sup>244</sup> So auch *Richter (2007)*, S. 6 (Internetquelle), wenngleich ausschließlich unter Rückgriff auf „das Äquivalenzprinzip“ und ohne nähere Diskussion der Wechselwirkungen der verschiedenen Äquivalenzgrundsätze und –prinzipien; ebenso unter Verweis auf am Kapitalmarkt beobachtbare Kursgewinnrealisationen *Zeidler / Schöniger / Tschöpel (2008)*, S. 279 f.

<sup>245</sup> Vgl. zum Einfluss der Besteuerung auf zivilrechtliche Abfindungs- und Ausgleichsansprüche insbesondere *Wagner (2007)*, S. 929-937.

stellen in diesem Kontext überwiegend kleinere und mittelgroße Unternehmen (KMU) dar für die ein regelmäßiger Gesellschafterwechsel ausgeschlossen werden kann. Tatsächlich zeigt die praktische Erfahrung, dass gerade im deutschen Mittelstand Unternehmen Generationen übergreifend in der Hand einer Familie bleiben und die Unternehmenswertsteigerungen mit ertragsteuerlicher Wirkungen nicht realisiert werden. Eine Reduzierung der Haltedauer auf eine bestimmte Anzahl von Jahren ist hier – im Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen – deutlich schwerer begründbar.

Der Umstand, dass in Theorie und Praxis bei KMU Fungibilitätsabschläge diskutiert werden<sup>246</sup>, zeigt das Problem der Veräußerung von Anteilen an diesen auf. Nicht zuletzt der Mangel eines aktiven Markts für KMU spricht eher für sehr lange, denn kürzere Haltedauern. Diese dürften jedenfalls weit über den am Kapitalmarkt beobachtbaren Haltedauern liegen.

Doch selbst wenn eine endliche Haltedauer unterstellt würde, erscheint diese für KMU schwerlich einer empirischen Ermittlung zugänglich zu sein. Eine Übertragung der am Kapitalmarkt beobachtbaren Haltedauer ist aus den genannten Gründen nicht sachgerecht.

Grundsätzlich unabhängig von der Frage, ob es sich um ein am Kapitalmarkt notiertes Unternehmen oder ein KMU handelt, ist das Problem der zutreffenden Abbildung aller Einflussfaktoren eines Kalküls unter Annahme einer endlichen Haltedauer mit der Folge einer Veräußerungsgewinnbesteuerung an deren Ende.

Im Falle einer Kapitalgesellschaft wären zunächst die Anschaffungskosten des Investors für die Beteiligung an dem Bewertungsobjekt für Zwecke der Ermittlung des Veräußerungsgewinns festzustellen. Bei börsennotierten Unternehmen werden sich diese jedoch aufgrund der Vielzahl von Anteilseignern kaum ermitteln lassen. Darüber hinaus bedürfte es für die zutreffende Herleitung des Veräußerungsgewinns einer Schätzung der Transaktionskosten. Diese können auch unter dem neuen Steuerregime von Minderheits-

---

<sup>246</sup> Vgl. *Barthel* (2003), S. 1181-1186.

gesellschaftern steuermindernd geltend gemacht werden (§ 20 Abs. 4 S. 1 EStG n.F.).<sup>247</sup> Für wesentlich Beteiligte i.S.v. § 17 Abs. 1 S. 1 EStG regelt § 17 Abs. 2 S. 1 EStG unverändert den Abzug von Veräußerungskosten.

Bei der Bewertung einer gewerblichen Personengesellschaft richtet sich die Veräußerungsgewinnbesteuerung nach § 16 EStG, so dass neben dem steuerlichen Buchwert der Beteiligung (§§ 16 Abs. 2 S. 2 i.V.m. 4 Abs. 1, 5 EStG) auch die Veräußerungskosten (§ 16 Abs. 2 S. 1 EStG) zu bestimmen sind. Letztere können einen erheblichen Umfang annehmen.

Insbesondere stellt aber die Bestimmung des Veräußerungspreises des Bewertungsobjekts in der fernen Zukunft den mit der Unternehmensbewertung Betrauten vor kaum lösbare Probleme:

Bekanntlich besteht zwischen dem Wert und dem Preis eines Unternehmens ein Unterschied.<sup>248</sup> Während im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung ein Wert zu ermitteln ist, kommt für Zwecke der Veräußerungsgewinnbesteuerung sowohl bei Kapital- als auch Personengesellschaften ein Preis zur Anwendung. Dieser Preis in dem weit entfernt liegenden Zeitpunkt der fingierten Veräußerung ist das Ergebnis eines Zusammenspiels aller relevanten Marktteilnehmer und einer Vielzahl von Faktoren. Die Ableitung eines Preises zu diesem Zeitpunkt bedürfte daher eines hoch komplexen (Kapital-)Marktmodells.

Selbst wenn man vereinfachend statt eines Preises den Wert des Bewertungsobjekts unterstellen würde, wäre die Aufgabe nahezu unlösbar komplex, da alle für eine Wertermittlung notwendigen Parameter für die Kapitalisierung (insbesondere risikoloser Basiszinssatz, Marktrisikoprämie, Betafaktoren) für *diesen Zeitpunkt* neu ermittelt werden müssten. Darüber hinaus wäre für diesen Zeitpunkt eine zukunftsorientierte Planung vorzunehmen. Die schlichte Übernahme der zum Bewertungsstichtag beobachteten Parameterausprä-

---

<sup>247</sup> Auf wesentlich Beteiligte im Sinne von § 17 EStG sowie auf die Sonderfälle nach § 32d Abs. 2 Nr. 3 EStG i.d.F.d. JStG 2008 wird hier nicht eingegangen.

<sup>248</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 13.

gungen bzw. der zu diesem Zeitpunkt geplanten Größen wäre zwangsläufig mit einem nicht kalkulierbaren Fehlerrisiko verbunden.

Vor diesem Hintergrund erscheint die Einbeziehung besonderer steuerlicher Begünstigungen von Veräußerungsgewinnen nach §§ 16 Abs. 4, 34 EStG wenig problematisch, wenngleich in der praktischen Anwendung bei KMU nicht ohne Bedeutung.

Zu beachten ist, dass die vorstehend beschriebenen Probleme nicht einmalig in den Kalkül einzubeziehen sind. Aufgrund der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts ist der Veräußerungsvorgang, wenn auch in Abständen entsprechend der Haltedauer, wiederholt in dem Kalkül abzubilden.

Neben den vorstehend bereits beschriebenen Kritikpunkten, tritt bei Personengesellschaft ein zusätzlicher, steuerlich motivierter Aspekt hinzu, wenn unterstellt würde, periodisch werde ein Teil der Kursgewinne realisiert, was der Veräußerung eines Teils der Unternehmensanteile gleich käme. Dieser jüngst von *Streitferdt* vorgetragene Ansatz<sup>249</sup> hätte eine periodische zusätzliche Einkommen- und Gewerbesteuerlast zur Folge. Gemäß § 16 Abs. 1 Satz 2 EStG liegt laufender und damit auch der Gewerbesteuer unterliegender Gewinn vor, sofern lediglich ein Teil eines Mitunternehmeranteils veräußert wird. Insoweit trägt dieser Lösungsansatz kaum zur Komplexitätsreduktion bei.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Annahme einer begrenzten Haltedauer in Bezug auf das Bewertungsobjekt mit nicht unerheblichen Schwierigkeiten verbunden ist. Die zu beantwortenden Fragestellungen erinnern dabei an die Probleme im Zusammenhang mit der Annahme einer endlichen Existenz des Bewertungsobjekts. Die hieraus resultierende Komplexität des Bewertungskalküls wurde daher ja bekanntlich zugunsten einer nicht endlichen Lebensdauer aufgegeben.

---

<sup>249</sup> Vgl. *Streitferdt* (2008), S. 268, 273ff.



In den später folgenden Ausführungen zur objektivierten Bewertung von Kapitalgesellschaften im Phasenmodell (Kapitel 6) werden sowohl Modelle betrachtet, die eine endliche wie auch eine unbegrenzte Haltedauer unterstellen. Bedingt durch die vorstehend aufgeführten erheblichen Probleme im Zusammenhang mit der Bewertung von Personenunternehmen und einer begrenzten Haltedauer wird in Kapitel 7 ausschließlich von einer unbegrenzten Haltedauer ausgegangen.

In allen nachfolgenden Kapiteln wird in Bezug auf die Alternativanlage die effektive Kursgewinnbesteuerung einbezogen.<sup>250</sup> Sofern für das Bewertungsobjekt eine unendliche Haltedauer unterstellt wird, soll im Gegensatz zu weiten Teilen der aktuellen Bewertungsliteratur insoweit die vorstehend bereits diskutierte *Steueräquivalenz* deutlich weiter gefasst werden.

---

<sup>250</sup>

Vgl. hierzu schon Kapitel 3.

## 4.5 Sonstige bewertungsrelevante Aspekte

### 4.5.1 Objektivierbarkeit des Bewertungsansatzes

Im Rahmen der objektivierten Bewertung von Unternehmen, die Wirtschaftsprüfer insbesondere in der Funktion des *Neutralen Gutachters* vorzunehmen haben<sup>251</sup>, sind intersubjektiv nachprüfbare Zukunftserfolgswerte<sup>252</sup> zu ermitteln. Die Gewährleistung der intersubjektiven Nachprüfbarkeit eines ermittelten Unternehmenswerts hängt dabei von den in den Kalkül einfließenden Parametern ab. Je größer die Sensitivität des finanzmathematisch ermittelten Unternehmenswerts auf die Variation der Parameter ist, desto größer ist die Gefahr unbotmäßiger Beeinflussung des Bewertungsergebnisses.<sup>253</sup>

Die in den folgenden Kapiteln dargestellten Vorgehensmodelle sollen daher auch daraufhin beurteilt werden, inwieweit sie dem Objektivierungsgedanken genügen. Besonderes Augenmerk soll dabei

- auf die Sensitivität des Bewertungsansatzes hinsichtlich der Änderung des Steuersystems sowie
- der Änderung weiterer Parameter (z.B. der Ausschüttungsquote  $q$ )

gelegt werden.

---

<sup>251</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 12.

<sup>252</sup> *IDW (2007c)*, S. 9.

<sup>253</sup> Bekanntermaßen führt beispielsweise schon eine geringe Variation des Betafaktors zu mitunter erheblichen Auswirkungen auf den ermittelten Unternehmenswert.

#### 4.5.2 Kommunizierbarkeit des Bewertungsansatzes

Objektivierte Unternehmensbewertungen kommen regelmäßig bei potentiell konfliktträchtigen Anlässen zur Anwendung.<sup>254</sup> Daher ist die Kommunizierbarkeit des Bewertungsansatzes von großer Bedeutung, um seitens der betroffenen Parteien anerkannt zu werden. *Ballwieser/Leuthier* sprechen von der *Kommunikationsfunktion* der objektivierten Wertermittlung.<sup>255</sup> Das *IDW* weist ausdrücklich auf die Nachvollziehbarkeit der *Bewertungsmethodik* hin.<sup>256</sup> Dementsprechend ist im Verlauf der vorliegenden Arbeit auch immer wieder die Frage nach der Kommunizierbarkeit vorgestellter Ansätze zu beantworten.

---

<sup>254</sup> Vgl. *IDW (2007c)*, S. 8 f.

<sup>255</sup> Vgl. *Ballwieser / Leuthier (1986)*, S. 545 f.

<sup>256</sup> Vgl. *IDW (2007c)*, S. 9.

## 5 Grundlegende Arbitrageüberlegungen und die objektivierte Bewertung von Kapitalgesellschaften im einfachen Rentenmodell (Bewertungsfallgruppe 1)

### 5.1 Annahmen und grundlegende Prämissen

Die bisherigen Kapitel der vorliegenden Untersuchung haben zusammengefasst folgende Erkenntnisse erbracht:

- Steuern beeinflussen signifikant einen Entscheidungskalkül bei dem der Investor, hier verstanden als natürliche Person, im Mittelpunkt der Betrachtung steht. Daher sind Steuern grundsätzlich in einen Kalkül, wie er der Unternehmensbewertung zugrunde liegt, einzubeziehen.
- Aufgrund der umfassenden und tiefgreifenden Änderungen in der Besteuerung der Personen- und Kapitalgesellschaften ist zu erwarten, dass der Kalkül *Unternehmensbewertung* von der Unternehmensteuerreform 2008 beeinflusst wird.
- Auch nach der jüngst im Lichte der Unternehmensteuerreform 2008 überarbeiteten Fassung des IDW S 1 sind Steuern in den Bewertungskalkül einzubeziehen.
- Die Beeinflussung des Kalküls des Kapitalisierungszinssatzes durch die Unternehmensteuerreform 2008 konnte in dem vorhergehenden Kapitel deutlich herausgearbeitet werden.
- Offen bleibt allerdings, inwieweit der Kapitalmarkt die Auswirkung der Unternehmensteuerreform 2008 auf die Unternehmensrenditen antizipiert. Daher erscheint es geboten, für Zwecke der folgenden Untersuchungen, grundsätzlich einen Kalkül auf Basis (nahezu) konstanter Nachsteuerrenditen durchzuführen. Hierdurch werden Auswirkungen aus einer Änderung der Nachsteuerrendite ausgeschlossen.

Das folgende Kapitel soll nun dazu dienen, diese grundsätzlichen Überlegungen mit einem Unternehmensbewertungskalkül zu verbinden. Dabei beziehen sich die Ausführungen in diesem Kapitel ausschließlich auf die objektivierte Bewertung von Kapitalgesellschaften mittels APV-Ansatz (*Adjusted*

*Present Value*).<sup>257</sup> Um den Kalkül zunächst möglichst einfach zu gestalten, beschränkt sich die Untersuchung auf das einfache Rentenmodell. Demnach befindet sich das Unternehmen in einem „eingeschwungenen Zustand“:

- Die Zielkapitalstruktur ist erreicht.<sup>258</sup>
- Gewinne werden vollständig an die Anteilseigner ausgeschüttet.
- Investitionen und Abschreibungen entsprechen sich.
- Zuführung und Verbrauch von Rückstellungen entsprechen sich.<sup>259</sup>
- Tilgung von Krediten und Kreditneuaufnahmen entsprechen sich.

Analog der Fiktion des IDW S 1 i.d.F. 2005 soll auch für Zwecke dieser Untersuchung als Bewertungsobjekt eine unbeschränkt in Deutschland steuerpflichtige natürliche Person angenommen werden, deren Anteil an dem gezeichneten Kapital des Bewertungsobjekts den Grenzwert nach § 17 Abs. 1 EStG in Höhe von 1 % unterschreitet (*Minderheitsgesellschafter*).<sup>260</sup> Nachfolgend werden ausgewählte Vorschriften zur steuerlichen Behandlung von Finanzierungsentgelten betrachtet. Sofern darüber hinausgehend Sondervorschriften nicht genannt werden, sind diese nicht Gegenstand dieser Untersuchung.<sup>261</sup> Desweiteren gelten die in Kapitel 3 in Bezug auf die Alternativanlage dargestellten steuerlichen Prämissen sowie die Annahme, das Bewertungsobjekt sei in Deutschland Steuersubjekt<sup>262</sup>.

---

<sup>257</sup> Die Ausführungen in diesem Kapitel sollen verkürzt als Bewertungsfallgruppe 1 zusammengefasst werden. In Kapitel 6 und Kapitel 7 werden weitere Fallgruppen unterschieden.

<sup>258</sup> Vgl. hierzu in Bezug zum APV-Ansatz *Steiner / Wallmeier (1999)*, S. 5.

<sup>259</sup> Vgl. zur Berücksichtigung von Rückstellungen in der Unternehmensbewertung *Zimmermann / Meier (2005)*, S. 654-658; *Schüler / Schwetzler (2006)*, S. 249-252 sowie *Schwetzler (2006)*, S. 109-127.

<sup>260</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2005*, Tz. 102. *IDW S 1 i.d.F. 2008* nimmt diese Typisierung nicht mehr vor. Vielmehr wird in Tz. 31 des Standards in der aktuellen Fassung allgemein auf eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige Person abgestellt.

<sup>261</sup> Beispielsweise werden die Auswirkungen des § 8a KStG a.F. auf den Bewertungskalkül nicht untersucht.

<sup>262</sup> Vgl. zur Bewertung ausländischer Unternehmen *Weber (1993)*, S. 1270-1276; *Schmidt (1994)*, S. 1149-1155 und *Großfeld (2001)*, S. 1836-1840.

Vereinfachend soll darüber hinaus die periodengleiche Ein- und Auszahlung der betrachteten Ertrags- und Aufwandsgrößen unterstellt werden. Gleiches soll für Zahlungsströme zwischen dem Bewertungsobjekt und dem Bewertungssubjekt sowie den Fremdkapitalgebern gelten. Hierbei wird ergänzend angenommen, die Zahlungsströme fließen jeweils zum Ende einer Planungsperiode.

## 5.2 Grundlegende Überlegungen und Darstellung der Vorgehensweise

Der APV-Ansatz stellt eine Ausprägung der Discounted Cash Flow-Verfahren dar.<sup>263</sup> Wie der WACC-Ansatz handelt es sich dabei um einen Brutto- bzw. Entity-Ansatz. Aufgrund der gesonderten Ermittlung steuerlich begründeter Wertbeiträge der Fremdfinanzierung können anhand des APV-Ansatzes die Folgen einer Änderung des Steuersystems besonders gut dargestellt werden.<sup>264</sup> Dabei erfolgt die Anwendung des APV-Verfahrens in vier Schritten.<sup>265</sup>

- (1) Grundlage der folgenden drei Stufen sind die – wie bei allen fundierten Verfahren der Unternehmensbewertung – Plan-Bilanz, -GuV und -Finanzrechnung. Die vorgesehene Tilgungs-, Ausschüttungs- und Investitionspolitik kommen darin zum Ausdruck. Da im Folgenden aber vereinfachend von einem einfachen Rentenmodell ausgegangen wird, sind Plan-Bilanz und Plan-Finanzrechnung nicht dargestellt.
- (2) Die erste Anpassung der obigen Planzahlen zur Umsetzung des APV-Verfahrens beruht auf der Annahme, dass das Unternehmen vollständig durch Eigenkapital finanziert ist. Wird reine Eigenfinanzierung

---

<sup>263</sup> Vgl. für einen Überblick über die DCF-Verfahren bspw. *Ballwieser (1998)*, S. 81-92 und *Ballwieser (2007)*, S. 116-118. Grundlegende Literatur zum APV-Ansatz *Drukarczyk / Richter (1995)*, S. 559 ff. Darauf aufbauend: *Drukarczyk / Schüler (2007)*, S. 165-206; weiterhin *Krolle (2001)*, S. 18-30 und *Wiese (2006b)*, S. 1-33 (Internetquelle). Zu fünf zentralen Problemen der DCF-Verfahren vgl. *Kruschwitz / Löffler (2003)*, S. 731-733; kritisch hierzu *Ballwieser (2003)*, S. 734-735. Vgl. für die Anwendung des APV-Ansatzes unter Verwendung von Beispielrechnungen *Siepe (1998)*, S. 325-338.

<sup>264</sup> Vgl. *Ring / Castedello / Schlumberger (2000)*, S. 356 und *Auge-Dickhut / Moser / Widmann (2000)*, S. 362.

<sup>265</sup> Vgl. *Drukarczyk / Schüler (2007)*, S. 165 f.

unterstellt, so fallen Zinszahlungen nicht an. Die ausschüttbaren Überschüsse erhöhen sich dementsprechend. Nach ihrer Ermittlung werden die Zuflüsse zugunsten der Gesellschafter auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Dazu wird  $i_{U;EK}$  verwandt.<sup>266</sup> Es ergibt sich ein erster Unternehmensgesamtwert bei unterstellter Eigenfinanzierung. Im Folgenden wird das Ergebnis des zweiten Schrittes mit  $G^E$  (Gesamtunternehmenswert bei Eigenfinanzierung) bezeichnet.

- (3) Die ausschließliche Eigenfinanzierung bedingt, dass der Jahresüberschuss vor (allen) Ertragsteuern entsprechend höher ausfällt. Daraus resultiert eine höhere Belastung mit Gewerbesteuer und definitiver Körperschaftsteuer. Die tatsächlich realisierte Kapitalstruktur führt jedoch zu einer Gewerbe- und Körperschaftsteuerersparnis. Eine entsprechende Korrektur des unter (2) errechneten Wertes ist daher notwendig. In einem dritten Schritt wird folglich der Wertbeitrag der Finanzierungsseite<sup>267</sup> errechnet. Man spricht auch vom *Wertbeitrag der Fremdfinanzierung*  $WB^F$ .<sup>268</sup> Dieser Wert ist insgesamt null oder größer und erhöht deshalb immer den Unternehmens(gesamt)wert. Allerdings können einzelne Komponenten von  $WB^F$  negativ werden, wie noch zu zeigen sein wird.
- (4) Letztlich interessiert den Bewerter jedoch nicht der Unternehmensgesamtwert, sondern der Wert des Eigenkapitals, so dass der bisherige Wert um den Marktwert des *Fremdkapitals*  $F$  gemindert wird.

Zusammengefasst ergibt sich der Unternehmenswert als Wert des Eigenkapitals bei anteiliger Fremdfinanzierung  $E^F$  wie folgt:

$$E^F = G^E + WB^F - F$$

Formel 5–1

<sup>266</sup> Der Kapitalisierungszinssatz  $i_{U;EK}$  soll dabei den Eigenkapitalkosten eines fiktiv unverschuldeten Unternehmens entsprechen.

<sup>267</sup> Vgl. Siepe (1998), S. 330.

<sup>268</sup> Vgl. bspw. Günther, T. (1997), S. 132; Schildbach (1998), S. 314.

## 5.3 Ermittlung des Werts eines unverschuldeten Unternehmens

### 5.3.1 Ermittlung des Free Cash-flow ( $FCF_U$ )

Der Wert eines unverschuldeten Unternehmens ( $G^E$ ) entspricht dem Barwert des Free Cash-flows ( $FCF_U$ ) nach Steuern des Unternehmens und der Anteilseigner ohne Berücksichtigung der Fremdkapitalkosten<sup>269</sup>:

$$G^E = \frac{FCF_U}{i_{U;EK}}$$

Formel 5–2

Wie oben bereits kurz ausgeführt, sind die Steuern auf Basis der höheren, fiktiven Bemessungsgrundlage, mithin also dem  $EBIT$ <sup>270</sup>, zu berechnen, da der in dem zu bewertenden Unternehmen anfallende Zinsaufwand nicht in die Berechnung einfließt.

In einer vereinfachten Betrachtungsweise errechnet sich der  $FCF_U$  für das Halbeinkünfteverfahren – hier exemplarisch dargestellt – wie folgt:<sup>271</sup>

Tatsächliches Jahresergebnis	49,1
+ Tatsächliche KSt/SolZ	+ 17,6
+ Tatsächliche GewSt <sup>272</sup>	+ 13,3
= <b>EBT</b>	<b>80,0</b>
+ Tatsächlicher Zinsaufwand	+ 20,0
= <b>EBIT</b>	<b>100,0</b>
./. GewSt	./. 16,7
./. KSt/SolZ	./. 22,0
= <b>Ausschüttung</b>	<b>61,3</b>
./. ESt/SolZ <sup>273</sup>	./. 10,7
= <b><math>FCF_U</math></b>	<b>50,6</b>

Tabelle 5-1: Ermittlung des Free Cash-flow bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens

<sup>269</sup> Vgl. hierzu *Ballwieser (2007)*, S. 119.

<sup>270</sup> Gegebenenfalls ist der FCF vor Steuern noch um nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge (z.B. Dotierung von Pensionsrückstellungen) und um nicht ertragswirksame Zahlungsströme (z.B. Investitionen) zu korrigieren.

<sup>271</sup> Vgl. *Blum (2008b)*, S. 457.

<sup>272</sup> Es wird ein Hebesatz in Höhe von 400 % verwendet.

<sup>273</sup> In Übereinstimmung mit *IDW S 1 i.d.F. 2005* wurde ein einheitlicher Steuersatz für Einkommensteuer und Solidaritätszuschlag in Höhe von 35 % unterstellt.



Durch die in Kapitel 2 dargestellten Änderungen in der Besteuerung von Kapitalgesellschaften und deren Anteilseignern resultiert folgende Fortschreibung des  $FCF_U$ :<sup>274</sup>

Tatsächliches Jahresergebnis		56,1
+ Tatsächliche KSt/Solidaritätszuschlag	+	12,7
+ Tatsächliche GewSt	+	11,2
<b>= EBT</b>		<b>80,0</b>
+ Tatsächlicher Zinsaufwand	+	20,0
<b>= EBIT</b>		<b>100,0</b>
./. GewSt	./.	14,0
./. KSt/SolZ	./.	15,8
<b>= Ausschüttung</b>		<b>70,2</b>
./. ESt/SolZ	./.	18,5
<b>= <math>FCF_U</math></b>		<b>51,7</b>

**Tabelle 5-2: Ermittlung des Free Cash-flow bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008**

Im Vergleich der Steuerregime führt die Unternehmensteuerreform 2008 – wie bereits gezeigt – zu einer Reduzierung der steuerlichen Belastung von Gewinnausschüttungen.<sup>275</sup> Insoweit ist mit der Unternehmensteuerreform ein Anstieg von  $G^E$  verbunden.

<sup>274</sup> Vgl. *Blum (2008b)*, S. 457 sowie *Hommel / Pauly (2007)*, S. 1157.

<sup>275</sup> Vgl. auch *Herzig (2007a)*, S. 9.

### 5.3.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten eines fiktiv unverschuldeten Unternehmens ( $i_{U;EK}$ )

An dieser Stelle sei auf die Diskussion um die Fortschreibung des Kapitalisierungszinssatzes in Kapitel 3 verwiesen. Für die später in diesem Kapitel folgende quantitative Untersuchung werden die bereits dargestellten Kapitalisierungszinssätze verwendet. Es soll angenommen werden, sie entsprechen den risikoadjustierten Kapitalisierungszinssätzen der Alternativenanlage.

Demnach gilt für das Halbeinkünfteverfahren:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,600%
- Marktrisikoprämie:	4,250%	5,000%
- Beta: <sup>276</sup>	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	8,250%	7,600%

**Tabelle 5-3: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens**

... und für das Unternehmensteuerrecht nach der Steuerreform 2008:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,945%
- Marktrisikoprämie:	5,436%	4,722%
- Beta:	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	9,436%	7,667%

**Tabelle 5-4: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008**

<sup>276</sup> Hier sei unterstellt, das genannte Beta  $\beta$  sei für ein vollständig eigenfinanziertes Unternehmen zum Beispiel durch *unlevern* von Daten einer Peer Group ermittelt worden. Vgl. hierzu insbesondere *IDW S 1 i.d.F. 2005*, Tz. 131. Für ein Beispiel im Rahmen einer Fallstudie vgl. *Copeland / Koller / Murrin (2002)*, S. 283.

## 5.4 Wertbeitrag der Fremdfinanzierung $WB^F$ und Risikoniveau I und II nach *Drukarczyk/Schüler*

Nach dem Grundmodell effizienter Kapitalmärkte nach *Modigliani/Miller*<sup>277</sup> ist die Finanzierungsstruktur eines Unternehmens grundsätzlich sowohl für den Wert dieses Unternehmens<sup>278</sup> als auch für die Risikoposition des Investors ohne Bedeutung<sup>279</sup>. Durch private Geldaufnahme oder –anlage kann ein Investor stets ein seiner Risikotoleranz äquivalentes Portefeuille strukturieren. Möglichkeiten der Arbitrage bestehen daher für die Marktteilnehmer nicht.

Nach *Drukarczyk/Schüler* sind Arbitrageüberlegungen, als theoretische Grundlage für die Bewertung von Unternehmen aber dann vorzunehmen, wenn zusätzlich die Regelungen des Halbeinkünfteverfahrens deutscher Prägung in die Betrachtung einbezogen werden. Für diesen Fall sind nach *Drukarczyk/Schüler* zwei Risikopositionen, *Risikoniveau I* und *Risikoniveau II*, als Ausgangspunkte für Bewertungsüberlegungen zu unterscheiden und entsprechend unterschiedliche Berechnungsformeln für  $WB^F$  abzuleiten:<sup>280</sup>

<b>Arbitragekalkül und Risikoniveau nach <i>Drukarczyk / Schüler</i></b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <i>Risikoniveau I:</i> Abbildung der Beteiligung an einem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen durch:               <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kauf des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens <u>und</u></li> <li>▪ Private Kapitalanlage</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <i>Risikoniveau II:</i> Abbildung der Beteiligung an einem (teilweise) fremdfinanzierten Unternehmen durch:               <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kauf des vollständig eigenfinanzierten Unternehmens <u>und</u></li> <li>▪ Private Verschuldung zur Finanzierung der Beteiligung an dem vollständig eigenfinanzierten Unter-</li> </ul> </li> </ul>

**Tabelle 5-5: Arbitragekalkül und Risikoniveau nach *Drukarczyk / Schüler***

<sup>277</sup> In diesem Grundmodell wird von Steuern abstrahiert.

<sup>278</sup> Vgl. *Copeland / Koller / Murrin (2002)*, S. 188.

<sup>279</sup> Vgl. *Drukarczyk / Schüler (2007)*, S. 131.

<sup>280</sup> Vgl. *Drukarczyk / Schüler (2007)*, S. 177 und *Castedello / Davidson / Schlumberger (2004)*, S. 371 sowie *Lobe (2002)*, S. 645-652.

Sowohl *Drukarczyk / Schüler*<sup>281</sup> als auch weitere Stimmen der Literatur plädieren für die Verwendung der Berechnungsvorgaben auf Basis von *Risikoniveau I*<sup>282</sup>. Gleichwohl soll auf beide Risikopositionen in den nun folgenden Ausführungen eingegangen werden, um die Vollständigkeit der Untersuchung zu gewährleisten.

## 5.5 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren

### 5.5.1 Bewertungskalkül bei Annahme des Risikoniveaus I

Ausgehend von einem arbitragefreien Markt kann ein Investor mit einer Präferenz für eine Beteiligung an einem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen (*Risikoniveau I*) diese durch die Kombination einer Investition in ein verschuldetes Unternehmen und einer privaten Geldanlage abbilden.

In dem folgenden Unterkapitel (Abschnitt 5.5.1.1) soll dargestellt werden, wie dies bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens erreicht wird.<sup>283</sup> Sodann soll hieraus das für den APV-Ansatz notwendige Tax Shield abgeleitet werden (Abschnitt 5.5.1.2). Wie bereits ausgeführt, hat die Wiedergabe des Kalküls unter Annahme des bisherigen Steuerregimes ausschließlich die Funktion eines Referenzrahmens für die dann folgende Ausarbeitung unter Einbeziehung der reformierten steuerlichen Vorgaben.

---

<sup>281</sup> Vgl. *Drukarczyk / Schüler* (2007), S. 183-186.

<sup>282</sup> Vgl. auch *Kuhner / Maltry* (2006), S. 225.

<sup>283</sup> Vgl. zu den folgenden Ausführungen zum Halbeinkünfteverfahren bereits ausführlich *Kuhner / Maltry* (2006), S. 215-231.

### 5.5.1.1 Grundlegende Überlegungen zur Abbildung einer Investition in ein vollständig eigenfinanziertes Unternehmen

#### 5.5.1.1.1 Schritt 1: Verkauf des vollständig eigenfinanzierten Unternehmens

Mit dem Verkauf des vollständig eigenfinanzierten Unternehmens gibt der Investor seine Beteiligung am Gesamtkapital des Unternehmens  $G^E$  auf. Da für die Ausarbeitung in diesem Kapitel grundsätzlich Vollausschüttung unterstellt wird (vergleiche Abschnitt 5.1), „verliert“ der Investor durch diesen Schritt die Vereinnahmung des Jahresergebnisses nach Unternehmen- und Einkommensteuer. Im Falle der ausschließlichen Eigenfinanzierung stellt dies den um die Steuern vom Einkommen und Ertrag geminderten EBIT dar.

Entsprechend stellen sich Mitteleinsatz und künftig (nicht mehr) zu erwartende Cash-flows wie folgt dar.<sup>284</sup>

- Mitteleinsatz:  $-G = -G^E$

- Erwarteter Cash-flow (pro Periode):

$$CF_I^{E,HV} = - \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot \underbrace{(1 - 0,5 \cdot s^{ESt})}_{\frac{1}{2} \text{ ESt-Satz gem. HV}}$$

Formel 5–3

mit:

$CF_I^{E,HV}$  : Zukünftig nicht mehr zufließender Cash-flow pro Periode aus dem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren und Risikoniveau I

$EBIT$  : Gewinn vor Zinsen und Unternehmensteuern

$\Delta BMG^{GewSt}$  : Abweichung der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage von dem nach handelsrechtlichen Vorgaben ermittelten  $EBIT$ .  $\Delta BMG^{GewSt}$  umfasst auch jene Anpassungen der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage, die durch andere Steuergesetze als das GewStG vorgegeben werden (zum Beispiel Einkommensermittlungsvorschriften und steuerliche Bilanzierungsvorschriften nach dem EStG und

<sup>284</sup> Vgl. Kuhner / Maltry (2006), S. 217.

- $\Delta BMG^{KSt}$  : Abweichung der Körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage von dem nach handelsrechtlichen Vorgaben ermittelten *EBIT*.  $\Delta BMG^{KSt}$  umfasst auch jene Anpassungen der Körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage, die durch andere Steuergesetze als das KStG vorgegeben werden (zum Beispiel Einkommensermittlungsvorschriften und steuerliche Bi-
- $S_{\text{eff}}^{\text{GewSt}}$  : Effektiver Gewerbesteuersatz bei Gültigkeit des Unternehmensteuerrechts vor dem UntStRefG 2008
- $S_{\text{HV}}^{\text{KSt}}$  : Körperschaftsteuersatz bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens
- $S^{\text{ESt}}$  : Persönlicher Einkommensteuersatz des Investors

Zur Abbildung der steuerlichen Bemessungsgrundlage:

Regelmäßig wird in der Bewertungsliteratur vereinfachend davon ausgegangen, dass das nach handelsrechtlichen Vorschriften ermittelte Ergebnis der steuerlichen Bemessungsgrundlage entspricht. Durch diese Annahme können Terme erheblich vereinfacht und zusammengefasst werden.

Wie in Formel 5–3 soll jedoch für Zwecke dieser Ausarbeitung grundsätzlich die Abweichung der steuerlichen Bemessungsgrundlagen angenommen und abgebildet werden. Grund hierfür ist, Vereinfachungen der Terme zu vermeiden, die mit der Abbildung der tatsächlichen Verhältnisse in der Bewertungspraxis nicht kompatibel sind.

*5.5.1.1.2 Schritt 2: Kauf des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens*

Durch den Erwerb der Anteile an dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen erwirbt der Investor den Anspruch auf Auszahlung des jährlichen Ergebnisses nach Unternehmensteuern. Hierbei ist allerdings zu beachten, dass nun das Jahresergebnis auf Ebene des Unternehmens noch gemindert wird durch die (vorrangig) zu bedienenden Fremdkapitalentgelte. Entsprechend ist zusätzlich der Fremdkapitalterm in die Betrachtung einzubeziehen.<sup>285</sup>

---

<sup>285</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry (2006)*, S. 217.

- Mitteleinsatz:  $E^F$
- Erwarteter Cash-flow pro Periode:

$$CF_i^{F,HV} = \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{ESt}) - F \cdot i \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{ESt})$$

Formel 5–4

mit:

- $CF_i^{F,HV}$  : Zukünftig zufließender Cash-flow pro Periode aus dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahren und Risikoniveau I
- $F$  : Marktwert des (verzinslichen) Fremdkapitals
- $i$  : Einheitlicher Zinssatz für Geldanlage und Geldaufnahme für alle Marktteilnehmer (Unternehmen, Privatleute) in einem vollkommenen Kapitalmarkt
- $s_U^{HV}$  : Einheitlicher Unternehmensteuersatz bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens unter Berücksichtigung der Hinzurechnungsvorschrift nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. für Dauerschuldzinsen; dabei gilt:<sup>285</sup>

$$s_U^{HV} = \left( s_{HV}^{KSt} + 0,5 \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot (1 - s_{HV}^{KSt}) \right)$$

Formel 5–5

Vergleiche zur Herleitung von Formel 5–4 den Berechnungsnachweis in Abschnitt 5.10.1 zu diesem Kapitel auf Seite 142.

Durch die Definition eines effektiven Unternehmensteuersatzes  $s_U^{HV}$  unter Berücksichtigung der nur hälftigen Abziehbarkeit der Dauerschuldzinsen von der gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage fließt ein erster Tax Shield in die Betrachtung mit ein.<sup>286</sup>

<sup>286</sup> Vgl. Kuhner / Maltry (2006), S. 214.

### 5.5.1.1.3 Schritt 3: Anlage privater Finanzmittel zum Ausgleich der Fremdfinanzierung auf Ebene des Unternehmens

Abschließend ist auf die Anlage privater Finanzmittel einzugehen. Zweck dieser Geldanlage ist die „Neutralisation“ der Fremdfinanzierung auf Ebene des verschuldeten Unternehmens. Nach *Modigliani/Miller* kann in einem vollkommenen Kapitalmarkt (ohne Steuern) so erreicht werden, dass sich die Risikopositionen des Investors vor und nach Verkauf der Anteile an dem ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmen nicht unterscheiden.

Bei entsprechender Anwendung auf einen Kapitalmarkt mit Steuern müssen die künftigen Cash-flows aus der Geldanlage die Cash-flow-Minderung in Formel 5–4 genau ausgleichen. Hieraus ergibt sich folgender Mitteleinsatz und die damit verbundenen künftigen Cash-flows pro Periode:<sup>287</sup>

- Mitteleinsatz: Private Geldanlage (GA) mit

$$GA = \frac{F \cdot i \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})}{i \cdot (1 - s^{EST})} = \frac{F \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})}{(1 - s^{EST})}$$

Formel 5–6

- Erwartete Cash-flows pro Periode:

$$CF_I^{GA,HV} = \frac{F \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})}{(1 - s^{EST})} \cdot i \cdot (1 - s^{EST})$$

$$\Leftrightarrow CF_I^{GA,HV} = F \cdot i \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})$$

Formel 5–7

mit:

$CF_I^{GA,HV}$  : Zukünftig zufließender Cash-flow pro Periode aus der privaten Geldanlage bei Gültigkeit des Steuerregimes vor dem UntStRefG 2008 und Risikoniveau I

Hinsichtlich der Ableitung der Cash-flows aus der privaten Geldanlage vergleiche den Berechnungsnachweis in Abschnitt 5.10.2 auf Seite 143.

<sup>287</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry (2006)*, S. 217.



Da Zinserträge nach dem bisherigen Steuerrecht der vollen Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz unterliegen, ist der Einkommensteuersatz im Nenner der vorstehenden Brüche nicht um 50 % zu kürzen.

### 5.5.1.2 Ableitung des Tax Shields für den APV-Ansatz

Auf der Grundlage der vorstehenden drei Schritte kann der Tax Shield für den APV-Ansatz abgeleitet werden.

Wie bereits ausgeführt, muss für arbitragefreie Märkte gelten, dass die Investition in ein eigenfinanziertes Unternehmen in Höhe von  $G^E$  durch eine Investition in das Eigenkapital des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens  $E^F$  und einer privaten Geldanlage  $GA$  nachgebildet werden kann. Folglich gilt:

$$G^E = E^F + GA$$

Formel 5-8

Weiterhin gilt, dass mit dem APV-Verfahren der Wert des Eigenkapitals des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens über den Gesamtwert des ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmens zuzüglich des Tax Shields des Fremdkapitals und abzüglich des Marktwerts des Fremdkapitals ermittelt wird:

$$E^F = G^E + WB^F - F$$

Formel 5-9

Dementsprechend lässt sich für  $E^F$  auch schreiben:

$$E^F = E^E + GA + WB^F - F$$

Formel 5-10

... und damit für den Wertbeitrag der Fremdfinanzierung  $WB_i^{F,HV}$  bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens unter Annahme von Risikoniveau I

$$WB_i^{F,HV} = F - GA$$

Formel 5-11

Dabei lässt sich Formel 5–11 entsprechend den Berechnungen für  $F$  und  $GA$  noch umformen, so dass das Tax Shield in zwei Komponenten zerlegt werden kann:<sup>288</sup>

$$WB_i^{F,HV} = \underbrace{\frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})}{i \cdot (1 - s^{EST})}}_{\text{Tax Shield Unternehmensteuern}} - \underbrace{\frac{i \cdot F \cdot 0,5 \cdot s^{EST}}{i \cdot (1 - s^{EST})}}_{\text{Tax Shield Einkommensteuer}}$$

Formel 5–12

Hinsichtlich der Ableitung von Formel 5–12 vergleiche die detaillierte Darstellung in Abschnitt 5.10.3 auf Seite 144.

Der Wertbeitrag der Finanzierung in Form eines Tax Shields setzt sich – wie aus Formel 5–12 ersichtlich – aus einem positiven wie einem negativen Tax Shield zusammen. Während das positive Tax Shield aus den Unternehmensteuern resultiert, steht das negative Tax Shield im Zusammenhang mit der Einkommensteuer des Investors. Durch die Einbeziehung von  $s_U^{HV}$  in den Bewertungskalkül wird der nur eingeschränkt „abschirmenden“ Wirkung von Dauerschuldzinsen betreffend die Gewerbesteuer Rechnung getragen. Es zeigt sich, dass die gewerbesteuerliche Hinzurechnung der hälftigen Dauerschuldzinsen nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. eine Minderung des steuerlichen Vorteils von Fremdkapital nach sich zieht. Dies erscheint auch intuitiv erklärlich: Sofern Fremdkapitalzinsen die steuerliche Bemessungsgrundlage nicht oder nur eingeschränkt (hier eben nur zu 50 %) mindern, so können diese Fremdkapitalentgelte auch nur eingeschränkt eine nachhaltig realisierbare Steuerersparnis bewirken.

Der Umstand, dass der gesamte Tax Shield  $WB_i^{F,HV}$  durch den einkommensteuerinduzierten Teil gemindert wird, ist zurückzuführen auf die unterschiedliche Besteuerung von Gewinnausschüttungen und Zinserträgen nach dem vor der Unternehmensteuerreform 2008 gültigen Steuerregime. Diese Differenzierung in der Besteuerung ist für die Ableitung von  $WB_i^{F,HV}$  auf Basis der vorstehenden Überlegungen von grundlegender Bedeutung.

<sup>288</sup> Vgl. *Kuhner/Maltry (2006)*, S. 218 und *Ballwieser (2007)*, S. 133.

### 5.5.1.3 Berechnung des Unternehmenswerts nach dem APV-Verfahren bei Annahme von Risikoniveau I und Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens

Entsprechend Formel 5–1 und der vorstehenden Berechnungen ergibt sich der Wert eines verschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und bei Annahme von Risikoniveau I wie nachfolgend dargestellt.<sup>289</sup>

$$G_{V;I}^{E;HV} = G_U^{E;HV} + WB_I^{F;HV} - F$$

$$\Leftrightarrow G_{V;I}^{E;HV} = \frac{FCF_U^{HV}}{i_{U;EK}^{HV}} + \left[ \frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})}{i \cdot (1 - s^{EST})} - \frac{i \cdot F \cdot 0,5 \cdot s^{EST}}{i \cdot (1 - s^{EST})} \right] - F$$

Formel 5–13

mit:

- $G_{V;I}^{E;HV}$  : Marktwert des Eigenkapitals eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Annahme von Risikoniveau I
- $G_U^{E;HV}$  : Marktwert des Eigenkapitals eines unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Annahme von Risikoniveau I (vergleiche Formel 5–2)

<sup>289</sup>

Vgl. Kuhner / Maltry (2006), S. 218 und Ballwieser (2007), S. 133.

## 5.5.2 Bewertungskalkül bei Annahme des Risikoniveaus II

### 5.5.2.1 Grundlegende Überlegungen zur Abbildung einer Investition in ein anteilig fremdfinanziertes Unternehmen

Die grundsätzliche Vorgehensweise zur Abbildung einer Investition in ein anteilig fremdfinanziertes Unternehmen (*Risikoniveau II*) entspricht überwiegend der Darstellung in dem vorstehenden Abschnitt 5.5.1 mit „umgekehrten“ Vorzeichen. Eine bedeutende Abweichung ist jedoch in der Besteuerung der Cash-flows aus der privaten Verschuldung zu identifizieren, vergleiche hierzu den folgenden Abschnitt 5.5.2.1.3.

#### 5.5.2.1.1 Schritt 1: Verkauf des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens

- Mitteleinsatz:  $- E^F$
- Erwarteter Cash-flow pro Periode:

$$CF_{II}^{F,HV} = - \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST}) + F \cdot i \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})$$

Formel 5-14

mit:

$CF_{II}^{F,HV}$  : Zukünftig nicht mehr zufließender Cash-flow pro Periode aus dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Risikoniveau II

Da für Zwecke dieses Abschnitts nun von dem Verkauf des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens ausgegangen wird, entspricht die vorstehende Formel der mit -1 multiplizierten Berechnung auf Seite 108.

### 5.5.2.1.2 Schritt 2: Kauf des vollständig eigenfinanzierten Unternehmens

- Mitteleinsatz:  $G = G^E$
- Erwarteter Cash-flow pro Periode:

$$CF_{II}^{E,HV} = \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})$$

Formel 5–15  
(vgl. Formel 5–3 auf Seite 106)

mit:

$CF_{II}^{E,HV}$  : Zukünftiger Cash-flow pro Periode aus dem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Risikoniveau II

### 5.5.2.1.3 Schritt 3: Private Kreditaufnahme zur Finanzierung des Anteilserwerbs an dem rein eigenfinanzierten Unternehmen

- Mitteleinsatz: Private Kreditaufnahme (KA) mit:<sup>290</sup>

$$KA = - \frac{F \cdot i \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})}{i \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})} = -F \cdot (1 - s_U^{HV})$$

Formel 5–16

- Erwartete Cash-flows pro Periode:

$$CF_{II}^{KA,HV} = \frac{F \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})}{(1 - 0,5 \cdot s^{Est})} \cdot i \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})$$

$$\Leftrightarrow CF_{II}^{KA,HV} = F \cdot i \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})$$

Formel 5–17

mit:

$CF_{II}^{KA,HV}$  : Zukünftiger Cash-flow pro Periode aus der Kreditaufnahme bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Risikoniveau II

<sup>290</sup> Vgl. Kuhner / Maltry (2006), S. 219.

In der Ableitung des Mitteleinsatzes sowie der Cash-flows aus der privaten Kreditaufnahme für Zwecke der Finanzierung des Anteilserwerbs an dem ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmen wird die Folge der Beschränkung nach § 3c Abs. 2 EStG deutlich. Aufwendungen im Zusammenhang mit Einkünften, die dem Halbeinkünfteverfahren unterliegen, mindern effektiv nur hälftig die einkommensteuerliche Bemessungsgrundlage. Entsprechend ist in dem Einkommensteuerfaktor eine Reduktion von  $s^{ESt}$  zu berücksichtigen und schreibt sich dieser für die vorstehende Betrachtung mit  $(1 - 0,5 \times s^{ESt})$ . Die Folgen für die Ableitung des Tax Shields werden in dem nun folgenden Abschnitt dargestellt.

### 5.5.2.2 Ableitung des Tax Shields für den APV-Ansatz

Auch für die Ableitung des Tax Shields für den APV-Ansatz unter Annahme des Risikoniveaus II stellt Ausgangspunkt der Überlegung wieder der Abgleich der Komponenten der vorstehenden drei Schritte dar:

$$E^F \stackrel{!}{=} G^E + KA$$

Formel 5–18

Mit Formel 5–9 (Seite 111) folgt wiederum

$$E^F = E^E - KA + WB^F - F$$

Formel 5–19

und damit

$$\begin{aligned} WB^F &= F + KA \\ \Leftrightarrow WB^F &= F + -F \cdot (1 - s_U^{HV}) \\ \Leftrightarrow WB^F &= F - F + F \cdot s_U^{HV} \\ \Leftrightarrow WB^F &= F \cdot s_U^{HV} \end{aligned}$$

Formel 5–20

und fortgeschrieben zu einer differenzierten Betrachtung von Unternehmens- und Einkommensteuereffekt:<sup>291</sup>

$$WB_{II}^{F,HV} = \underbrace{\frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{ESt})}{i \cdot (1 - s^{ESt})}}_{\text{Tax Shield Unternehmensteuer}} - \underbrace{\frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot 0,5 \cdot s^{ESt}}{i \cdot (1 - s^{ESt})}}_{\text{Tax Shield Einkommensteuer}}$$

Formel 5–21

In Abschnitt 5.10.4 (Seite 145) ist die Ableitung von Formel 5–21 wiedergegeben.

Deutlich wird der Unterschied zu dem in Abschnitt 5.5.1.2 ermittelten Tax Shield. Der Bruch zur Ermittlung des Tax Shields aus der Einkommensteuer ist nun ergänzt um den Faktor  $s_U^{HV}$ . Da für alle real existierenden Körper-

<sup>291</sup> Vgl. Kuhner / Maltry (2006), S. 220 und Ballwieser (2007), S. 133.



schaft- und Gewerbesteuersätze der Faktor  $s_U^{HV}$  einen Wert von 1 nicht überschreitet, resultiert hieraus:<sup>292</sup>

$$WB_{II}^{F,HV} > WB_I^{F,HV}$$

Formel 5–22

Damit gilt, dass je nach Risikoniveau der anfänglich unterstellten Vermögensposition durch dann vorzunehmende Schritte der sich ergebende Einkommensteuereffekt unterschiedlich hoch ausfällt. Zurückzuführen ist dies auf die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Fremdfinanzierungskosten und Zinserträgen auf Ebene des Anteilseigners. Folge dessen sind unterschiedlich hohe Marktwerte des zu bewertenden Unternehmens bei Einbeziehung dieses Ergebnisses in einen Bewertungskalkül mittels APV-Ansatz.

Dies mag zunächst verwundern, da die Sanktionierung der privaten Verschuldung durch die Einschränkung des Werbungskostenabzugs nach § 3c Abs. 2 EStG a.F. intuitiv eher für eine Benachteiligung des Investors unter Risikoniveau II spricht.

Tatsächlich führt diese Benachteiligung zu einer – in absoluten Größen gesprochen – Reduzierung des notwendigen privaten Engagements des Investors im Fall von Risikoniveau II. Um die Cash-flows aus der Unternehmensverschuldung zu simulieren, muss ein privater Investor persönlich weniger Kredit aufnehmen als das zu simulierende, verschuldete Unternehmen.

Dies wiederum führt zu folgendem Sachverhalt: Während  $G^E$  und  $E^F$  absolut in beiden Szenarien identisch sind, unterscheiden sich  $GA$  und  $KA$  in einer Betrachtung der absoluten Beträge:

$$|GA| \neq |KA|$$

$$\Leftrightarrow \left| F \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot \underbrace{\frac{(1 - 0,5 \cdot s^{ESt})}{(1 - s^{ESt})}}_{>1} \right| \neq \left| -F \cdot (1 - s_U^{HV}) \right|$$

Formel 5–23

<sup>292</sup> Vgl. Kuhner / Maltry (2006), S. 221.

Anders ausgedrückt könnte man sagen, dass im Falle von Risikoniveau I „mehr Geld“ notwendig ist, um insgesamt einen Ausgleich der Positionen zu erreichen. Dieses „Mehr“ wiederum, führt zu dem beschriebenen relativen Nachteil.

### 5.5.2.3 Berechnung des Unternehmenswerts nach dem APV-Verfahren bei Annahme von Risikoniveau II und Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens

Entsprechend der vorstehenden Ermittlung des Tax Shields ergibt sich für die Ermittlung des Unternehmenswerts unter Annahme des *Risikoniveaus II* folgende formale Darstellung:<sup>293</sup>

$$G_{V;II}^{E;HV} = G_U^{E;HV} + WB_{II}^{F;HV} - F$$

$$\Leftrightarrow G_{V;II}^{E;HV} = \frac{FCF_U^{HV}}{i_{U;EK}^{HV}} + \left[ \frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})}{i \cdot (1 - s^{Est})} - \frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot 0,5 \cdot s^{Est}}{i \cdot (1 - s^{Est})} \right] - F$$

Formel 5–24

mit:

$G_{V;II}^{E;HV}$  : Marktwert des Eigenkapitals eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Annahme von Risikoniveau II

Fraglich ist, ob durch die Unternehmensteuerreform 2008 das Auseinanderfallen der Ergebnisse nach dem APV-Ansatz in Abhängigkeit von der gewählten Ausgangsposition weiterhin besteht. Dieser Frage soll in dem folgenden Abschnitt 5.6 nachgegangen werden.

<sup>293</sup> Vgl. Kuhner / Maltry (2006), S. 220 und Ballwieser (2007), S. 133.

## 5.6 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des neuen Unternehmenssteuerrechts<sup>294</sup>

### 5.6.1 Bewertungskalkül bei Annahme des Risikoniveaus I

#### 5.6.1.1 Grundlegende Überlegungen zu Abbildung einer Investition in ein vollständig eigenfinanziertes Unternehmen

Da die grundsätzliche Vorgehensweise identisch ist mit der Darstellung in Abschnitt 5.5.1 soll die Herleitung der drei Schritte zur Abbildung einer Investition in ein vollständig eigenfinanziertes Unternehmen durch Kauf des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens und Anlage privater Finanzmittel zum Ausgleich der Fremdfinanzierung auf Ebene des Unternehmens hier ausschließlich tabellarisch dargestellt werden:

Schritt 1: Verkauf des vollständig eigenfinanzierten Unternehmens <sup>295</sup>	
a) Mitteleinsatz	$-G = -G^E$
b) Erwartete Cash-flows	$CF_I^{E,2008} = - \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG_{2008}^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG_{2008}^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A)$ <p style="text-align: center;">Formel 5-25</p>

mit:

- $CF_I^{E,2008}$  : Zukünftiger Cash-flow pro Periode aus dem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit des Steuerrechts nach der Unternehmensteuerreform 2008 und Risikoniveau I
- $s_A$  : Einheitlicher Abgeltungssteuersatz für Kapitaleinkünfte
- $s_{2008}^{GewSt}$  : Effektiver Gewerbesteuersatz nach der Unternehmensteuerreform 2008

<sup>294</sup> Die folgenden Ausführungen sind in aggregierter Form auch nachzulesen bei *Blum (2008b)*, S. 455-463. Darüber hinaus hat sich *Streitferdt* ebenfalls mit den Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf den APV-Ansatz unter vereinfachten Annahmen, jedoch eingebettet in eine einheitliche Darstellung aller DCF-Verfahren, beschäftigt (vgl. *Streitferdt (2008)*, S. 268-276). Vgl. zu den Auswirkungen auf das Tax Shield auch *Bachmann / Schultze (2008)*, S. 8-33; *Hommel / Pauly / Schuster (2008)*, S. 412-423 sowie *Mai (2008)*, S. 35-51.

<sup>295</sup> Vgl. *Blum (2008b)*, S. 462.

Da zukünftig die Gewerbesteuer weder ihre eigene noch die körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage mindert, vereinfacht sich die Bestimmung des Cash-flows aus dem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen dahingehend, dass der Tax Shield der Gewerbesteuer für Zwecke der Körperschaftsteuer nicht mehr zu berücksichtigen ist.

Darüber hinaus ist in dem Einkommensteuerfaktor nun die einheitliche Abgeltungsteuer einzubeziehen. Der persönliche Einkommensteuersatz des Investors ist nicht mehr von Bedeutung.

Schritt 2: Kauf des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens <sup>296</sup>	
a) Mitteleinsatz	$E^F$
b) Erwartete Cash-flows	$CF_i^{F,2008} = \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG_{2008}^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG_{2008}^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A)$ $- F \cdot i \cdot \left[ 1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt} \right] \cdot (1 - s_A)$ <p style="text-align: center;">Formel 5-26<sup>297</sup></p>

mit:

$CF_i^{F,2008}$  : Zukünftiger Cash-flow pro Periode aus dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 und Risikoniveau I

$\zeta$  : Anteil der nicht abziehbaren Zinsaufwendungen aufgrund der Anwendung der Zinsschrankenregelungen; qua definitionem gilt:  $0 \leq \zeta \leq 1$ <sup>298</sup>

<sup>296</sup> Vgl. *Blum (2008b)*, S. 462.

<sup>297</sup> Vgl. für den Berechnungsnachweis die Darstellung in Abschnitt 5.10.5 auf Seite 124.

<sup>298</sup> Vgl. hierzu Abschnitt 2.3.2 (insbesondere Tabelle 2-3). Ein Zinsvortrag ist hier aufgrund des unterstellten eingeschwungenen Zustands der ewigen Rente nicht zu berücksichtigen. Selbst in dem Fall  $\zeta > 0$  und dem damit verbundenen Zinsvortrag, beeinflusst dieser den Kalkül nicht. Vielmehr sind diese Zinsaufwendungen für steuerliche Zwecke „verloren“.

Während der erste Teilterm in Formel 5–26 die aus Formel 5–25 bekannten Cash-flows aus dem ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmen darstellt, repräsentiert der zweite Teilterm die Wirkung der Fremdfinanzierung auf die künftig zu erwartenden Cash-flows. Dies sind:

1. Minderung der Cash-flows aufgrund der an die Gläubiger zu entrichtenden Fremdkapitalzinsen,
2. Erhöhung der Cash-flows aufgrund des gewerbesteuerlichen Tax Shields der Fremdkapitalzinsen sowie
3. Erhöhung der Cash-flows aufgrund des Körperschaftsteuerlichen Tax Shields der Fremdkapitalzinsen.

*Ad 2.*

Wie in Kapitel 2 dargestellt, wurde durch die Unternehmensteuerreform 2008 die Hinzurechnung von Finanzierungsentgelten zur gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage dahingehend geändert, dass diese zu 25 % hinzuzurechnen sind. Dabei bleiben allerdings Finanzierungsentgelte für Fremdkapital unbeachtet, sofern diese aufgrund der Regelungen nach § 8 Abs. 1 Satz 1 KStG i.V.m. §§ 4h Abs. 1 EStG n.F., 8a KStG n.F. (*Zinsschranke*) die ertragsteuerliche Bemessungsgrundlage nicht gemindert haben.

Beide Sachverhalte fließen in den gewerbesteuerlichen Tax Shield in Formel 5–26 ein. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass beide die Steuer abschirmende Wirkung der Fremdfinanzierung reduzieren und daher negativ in die Berechnung einfließen müssen. So entspricht der Faktor 0,75 im zweiten Teilterm der um die 25 % reduzierten 100 % der Fremdkapitalzinsen. Wegen der Ausnahme für die von der Zinsschrankenregelung betroffenen Zinsaufwendungen, ist jedoch noch der Faktor  $(1 - \zeta)$  in den gewerbesteuerlichen Tax Shield einzubeziehen.

Ad 3.

Die Erhöhung der Körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage aufgrund der Zinsschrankenregelung mindert den Tax Shield der Fremdkapitalentgelte  $F \cdot i$  durch die Reduzierung des Körperschaftsteuersatzes  $s_{2008}^{KSt}$  um den Faktor  $(1 - \zeta)$ .

Schritt 3: Private Geldanlage GA <sup>299</sup>	
a) Mitteleinsatz	$GA = \frac{F \cdot i \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)}{i \cdot (1 - s_A)}$ $\Leftrightarrow GA = F \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt})$ <p style="text-align: center;">Formel 5-27</p>
b) Erwartete Cash-flows	$CF_i^{GA,2008} = F \cdot i \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)$ <p style="text-align: center;">Formel 5-28</p>

mit:

$CF_i^{GA,2008}$  : Zukünftiger Cash-flow pro Periode aus der privaten Geldanlage bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 und Risikoniveau I

Der Mitteleinsatz sowie die Cash-flows aus der privaten Geldanlage ergeben sich wieder unmittelbar als „Korrektur“ zu den Anteilen an dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen. Hierbei ist die Besteuerung der privat vereinnahmten Zinserträge mit dem Abgeltungsteuersatz  $s_A$  zu berücksichtigen.

<sup>299</sup> Vgl. Blum (2008b), S. 462.

### 5.6.1.2 Ableitung des Tax Shields für den APV-Ansatz

In analoger Vorgehensweise zu den bisherigen Darstellungen kann nun auch für das Risikoniveau I unter dem Regime des durch die Unternehmensteuerreform 2008 geänderten Steuersystems der Wertbeitrag der Finanzierung ermittelt werden:<sup>300</sup>

$$\begin{aligned}WB_i^{F,2008} &= F - GA \\ \Leftrightarrow WB_i^{F,2008} &= F - F \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \\ \Leftrightarrow WB_i^{F,2008} &= F - F + F \cdot (0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \\ \Leftrightarrow WB_i^{F,2008} &= F \cdot (0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt})\end{aligned}$$

Formel 5–29

Neben einer erheblichen Vereinfachung des Terms zur Bestimmung des Tax Shields ist insbesondere zu vermerken, dass im Vergleich zu  $WB_i^{F,HV}$  der Wertbeitrag der Finanzierung im Falle des Risikoniveaus I  $WB_{i;\zeta}^{F,2008}$  zukünftig nicht mehr durch einen Einkommensteuereffekt beeinflusst wird.

Dies erscheint auch plausibel. Im Gegensatz zum Halbeinkünfteverfahren, bei dem Gewinnausschüttungen und Zinserträge faktisch unterschiedlich besteuert wurden, unterliegen zukünftig beide Arten von Einnahmen der einheitlichen Besteuerung in Höhe des Abgeltungsteuersatzes  $s_A$ . Rechnerisch ermöglicht die Abgeltungsteuer ein Herauskürzen des einkommensteuerlichen Faktors im Ermittlungskalkül des notwendigen Mitteleinsatzes der privaten Geldanlage – hier abgebildet in Formel 5–27.

In dem weiterhin bestehenden Tax Shield aus den Unternehmensteuern spiegelt sich die geänderte gewerbe- und körperschaftsteuerliche Behandlung der Fremdfinanzierungskosten wider. Sowohl die gewerbesteuerliche Hinzurechnung von 25 % des Zinsaufwands wie auch die Zinsschrankenregelung mindern den Vorteil des Tax Shields. Für den Grenzfall  $\zeta = 1$  verschwindet der Tax Shield in Gänze. Auch dies ist intuitiv nachvollziehbar:

<sup>300</sup> Vgl. Blum (2008b), S. 459.

Sofern die Fremdkapitalkosten die steuerliche Bemessungsgrundlage nicht mindern, kann Fremdkapital einen den Unternehmenswert steigernden Effekt nicht haben.

### 5.6.1.3 Berechnung des Unternehmenswerts nach dem APV-Verfahren bei Annahme von Risikoniveau I und Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008

Unmittelbar ableitbar ist aus dem Vorstehenden die Berechnung des Unternehmenswerts unter den neuen Rahmenbedingungen und der Annahme des Risikoniveaus I:<sup>301</sup>

$$G_{V;I}^{E;2008} = G_U^{E;2008} + WB_I^{F,2008} - F$$

$$\Leftrightarrow G_{V;I}^{E;2008} = \frac{FCF_U^{2008}}{i_{U;EK}^{2008}} + \left[ F \cdot \left( 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt} \right) \right] - F$$

Formel 5–30

Abschließend sollen die Folgen der Unternehmensteuerreform 2008 auf die Überlegungen auf Basis des Risikoniveaus II erfolgen. Hierbei ist ergänzend auf Ebene des Anteilseigners und zusätzlich zur Abgeltungsteuer das Abzugsverbot für Werbungskosten im Zusammenhang mit Gewinnausschüttungen zu beachten.

<sup>301</sup> Vgl. Blum (2008b), S. 460.



## 5.6.2 Bewertungskalkül bei Annahme des Risikoniveaus II

### 5.6.2.1 Grundlegende Überlegungen zur Abbildung einer Investition in ein anteilig fremdfinanziertes Unternehmen

Die ersten beiden Schritte bei der Abbildung einer Investition in ein anteilig fremdfinanziertes Unternehmen entsprechen – mit Ausnahme des Vorzeichens des Mitteleinsatzes sowie der zu erwartenden Cash-flows – der Ausarbeitung im vorstehenden Abschnitt 5.6.1.1:

Schritt 1: Verkauf des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens <sup>302</sup>	
a) Mitteleinsatz	$-E^F$
b) Erwartete Cash-flows	$CF_{II}^{F,2008} = - \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A)$ $+ F \cdot i \left[ 1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt} \right] \cdot (1 - s_A)$ <p style="text-align: center;">Formel 5–31</p>

mit:

$CF_{II}^{F,2008}$  : Zukünftig nicht mehr zufließender Cash-flow pro Periode aus dem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 und Risikoniveau II

Schritt 2: Kauf des vollständig eigenfinanzierten Unternehmens <sup>302</sup>	
a) Mitteleinsatz	$G = G^E$
b) Erwartete Cash-flows	$CF_{II}^{E,2008} = - \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A)$ <p style="text-align: center;">Formel 5–32</p>

mit:

$CF_{II}^{E,2008}$  : Zukünftiger Cash-flow pro Periode aus dem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 und Risikoniveau II

<sup>302</sup> Vgl. Blum (2008b), S. 463.

Bei der Ableitung des Mitteleinsatzes für die private Kreditaufnahme sind nun jedoch zwei Kriterien zu beachten:

Zunächst gilt (weiterhin), dass die aus der privaten Kreditaufnahme resultierenden Cash-flows die Cash-flows auf Ebene des vollständig eigenfinanzierten Unternehmens so ergänzen müssen, dass die Summe dieser Mittelzu- und -abflüsse den Cash-flows des anteilig verschuldeten Unternehmens entspricht.

Weiterhin ist aber zu beachten, dass aufgrund des Abzugsverbots für Werbungskosten im Zusammenhang mit Einnahmen aus Kapitalvermögen bei der Diskontierung der Cash-flows aus der privaten Kreditaufnahme zur Ermittlung des Marktwerts des Kredits der Fremdkapitalzinssatz vor Steuern zur Anwendung kommen muss. Dies ist in Formel 5–33 erkennbar:

Schritt 3: Private Kreditaufnahme zur Finanzierung des Kaufs von G <sup>E</sup> 303	
a) Mitteleinsatz	$KA = - \frac{F \cdot i \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)}{i}$ $\Leftrightarrow KA = -F \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)$ <p style="text-align: center;">Formel 5–33</p>
b) Erwartete Cash-flows	$CF_{II}^{KA,2008} = \frac{F \cdot i \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)}{i} \cdot i$ $\Leftrightarrow CF_{II}^{KA,2008} = F \cdot i \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)$ <p style="text-align: center;">Formel 5–34</p>

mit:

$CF_{II}^{KA,2008}$  : Zukünftiger Cash-flow pro Periode aus der Kreditaufnahme bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 und Risikoniveau II

<sup>303</sup> Vgl. Blum (2008b), S. 463.

### 5.6.2.2 Ableitung des Tax Shields für den APV-Ansatz

Aus den vorstehenden drei Schritten ergibt sich für  $WB_{II}^{F,2008}$  folgender Term:<sup>304</sup>

$$WB_{II}^{F,2008} = F \cdot \underbrace{\left(0,75 \cdot (1-\zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1-\zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}\right)}_{\text{Tax Shield Unternehmensteuern}} + \underbrace{F \cdot s_A \cdot \left(1 - \left(0,75 \cdot (1-\zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1-\zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}\right)\right)}_{\text{Tax Shield Einkommensteuer}}$$

Formel 5–35<sup>305</sup>

Die Nichtabziehbarkeit von Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit der Akquisitionsfinanzierung führt auf Ebene des privaten Investors zu einem zusätzlichen Tax Shield aus der Einkommensteuer. Für alle real existierenden Steuersätze gilt dabei, dass dieser Tax Shield nicht negativ werden kann. Für  $\zeta = 1$  entfällt – wiederum – der Tax Shield aus den Unternehmensteuern; der Tax Shield aus der Einkommensteuer beträgt hierbei  $F \cdot s_A$  und ist damit immer größer null.

Daraus folgt, dass durch das künftig geltende Steuersystem ein zusätzlicher positiver Wertbeitrag erzeugt werden kann. Wie mit Formel 5–12 und Formel 5–21 zu zeigen war, reduzierte im Gegensatz dazu der Tax Shield Einkommensteuer den Wertbeitrag der Fremdfinanzierung bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.

Da Formel 5–35 grundsätzlich einen positiven Wertbeitrag leistet, wird auch zukünftig – analog zu Formel 5–22 – der Wertbeitrag aus der Finanzierung unter Annahme des Risikoniveaus II den Wertbeitrag nach Risikoniveau I übersteigen und es gilt:<sup>306</sup>

$$WB_{II}^{F,2008} > WB_I^{F,2008}$$

Formel 5–36

<sup>304</sup> Vgl. *Blum (2008b)*, S. 463.

<sup>305</sup> Der Berechnungsnachweis zu Formel 5–35 ist in Abschnitt 5.10.6 auf Seite 125 wiedergegeben.

<sup>306</sup> Vgl. *Blum (2008b)*, S. 463.

Damit bleibt auch weiterhin das konzeptionelle Problem einer zusätzlichen Annahme betreffend die Risikoposition des privaten Investors bei Verwendung des APV-Ansatzes zur Bewertung von Unternehmen bestehen. *Drukarczyk / Schüler* verweisen schon im Zusammenhang mit ihren Untersuchungen für das Halbeinkünfteverfahren auf die damit verbundenen Schwierigkeiten.<sup>307</sup> Einer empirischen Lösung wird dieses Problem kaum zugänglich sein.

*Kuhner/Maltry* bevorzugen die Annahme von Risikoniveau I.<sup>308</sup> Sie begründen dies mit der Vermutung, dass sich am Kapitalmarkt der niedrigere Gleichgewichtswert durchsetzen würde. Bedingt durch das Verhältnis der Wertbeiträge der Fremdfinanzierung zueinander, wäre dies Risikoniveau I und zwar unabhängig davon, ob als Rahmenbedingung das Halbeinkünfteverfahren oder die Besteuerung nach der Unternehmensteuerreform 2008 angenommen würde.

Für Zwecke dieser Ausarbeitung soll von dieser Frage abstrahiert werden. Vielmehr werden im Folgenden beide Ausprägungen in die Betrachtung einbezogen.

Fraglich ist aber, warum die vollständige Untersagung des Werbungskostenabzugs der Akquisitionsfinanzierung überhaupt einen *positiven* Effekt haben kann. Die Antwort hierfür findet sich erneut in dem unmittelbaren Vergleich der privaten Beiträge des Investors zum Arbitragekalkül:<sup>309</sup>

$$|GA| \neq |KA|$$

$$\Leftrightarrow \left| F \cdot \left( 1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt} \right) \right| \neq \left| -F \cdot \left( 1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt} \right) \cdot (1 - s_A) \right|$$

Formel 5–37

<sup>307</sup> Vgl. *Drukarczyk / Schüler (2007)*, S. 183-186.

<sup>308</sup> Vgl. *Kuhner / Maltry (2006)*, S. 225.

<sup>309</sup> Wie für das Halbeinkünfteverfahren bereits ausgeführt, gilt auch für das künftige Steuerrecht, dass sowohl  $G^E$  als auch  $E^E$  in beiden Szenarien (absolut) identisch sind.

Wie Formel 5–37 zeigt, unterschreitet erneut die Kreditaufnahme  $KA$  absolut die Höhe der Geldanlage  $GA$  für einen Abgeltungsteuersatz  $s_A$  gemäß Unternehmensteuerreform 2008. Da für  $GA$  gezeigt werden konnte, dass ein Tax Shield aus der Einkommensteuer künftig nicht mehr zu beobachten sein wird<sup>310</sup>, muss die Kreditaufnahme im Kalkül nach Risikoniveau II zu einem positiven Beitrag führen. Die steuerliche Diskriminierung der privaten Verschuldung ist so umfassend, dass im Vergleich zu Risikoniveau II bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens nur noch ein geringer Betrag an Fremdkapital aufgenommen werden muss.

### 5.6.2.3 Berechnung des Unternehmenswerts nach dem APV-Verfahren bei Annahme von Risikoniveau II und Gültigkeit des neuen Unternehmensteuerrechts

Bevor die theoretischen Erkenntnisse aus den vorstehenden Abschnitten nun einer einfachen quantitativen Untersuchung zugeführt werden, ist noch der Bewertungskalkül als Abschluss von Abschnitt 5.6 anzugeben:

$$G_{V;II}^{E;2008} = G_U^{E;2008} + WB_I^{F,2008} - F$$

$$\Leftrightarrow G_{V;II}^{E;2008} = \frac{FCF_U^{2008}}{i_{U;EK}^{HV}} + \left[ \begin{array}{l} F \cdot (0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \\ + F \cdot s_A \cdot (1 - (0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt})) \end{array} \right] - F$$

Formel 5–38

<sup>310</sup> Vgl. hierzu auch *Kuhner / Maltry (2006)*, S. 222.

## 5.7 Quantitatives Beispiel zur Bewertung von Kapitalgesellschaften mittels APV-Verfahren

In den nun folgenden Ausführungen sollen die Erkenntnisse aus den vorhergehenden Abschnitten anhand eines einfachen Beispiels quantitativ untersucht werden.<sup>311</sup> Dabei wird für diese Zwecke weiterhin von den anerkannten Typisierungen für die objektivierte Bewertung von Kapitalgesellschaften ausgegangen (siehe hierzu die Vorbemerkung zu diesem Kapitel auf Seite 97).

### 5.7.1 Parameter des Beispielunternehmens

Für Zwecke der Bewertung sollen folgende Daten für das Beispielunternehmen unterstellt werden:

Earnings before interest and tax	EBIT	50.000
Marktwert der Nettofinanzverbindlichkeiten bei realisierter Kapitalstruktur	F	100.000
Nettoinvestitionen in das Anlagevermögen <sup>312</sup>	$\Delta AV$	0,00

Entsprechend den steuerlichen Verhältnissen vor und nach der Unternehmensteuerreform 2008 sollen die notwendigen Parameter<sup>313</sup> wie folgt in den Bewertungskalkül einfließen:

▪ Kombiniertes Unternehmensteuersatz bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Dauerschuldzinsen <sup>314</sup>	$s_U^{HV}$	32,51%
▪ Körperschaftsteuersatz bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens	$s_{HV}^{KSt}$	26,38%
▪ Effektiver Gewerbesteuersatz (Hebesatz: 400%) bei Gültigkeit des Unternehmensteuerrechts vor dem UntStRefG 2008	$s_{eff}^{GewSt}$	16,67%
▪ Einkommensteuersatz für objektivierte Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i.d.F. 2005, Tz. 53	$s^{ES}$	35,00%

<sup>311</sup> Vgl. hinsichtlich einer kritischen Analyse von Berechnungsbeispielen im Rahmen der Bewertungsliteratur *Kruschwitz / Löffler (2005a)*, S. 419-422.

<sup>312</sup>  $\Delta AV = \text{Investitionen} - \text{Abschreibungen}$

<sup>313</sup> Bei allen steuerlichen Parametern wird der Solidaritätszuschlag einbezogen. Auf eine Berücksichtigung der Kirchensteuer wird verzichtet.

<sup>314</sup> Vgl. hierzu Formel 5-5.

▪ Gewerbesteuersatz (Hebesatz: 400%) nach dem UntStRefG 2008	$s_{2008}^{GewSt}$	14,00%
▪ Körperschaftsteuersatz nach der Unternehmensteuerreform 2008	$s_{2008}^{KSt}$	15,83%
▪ Abgeltungsteuersatz nach der Unternehmensteuerreform 2008 (inkl. SolZ)	$s_A$	26,38%
▪ Anteil der nicht abziehbaren Zinsaufwendungen an den insgesamt geschuldeten Fremdkapitalzinsen aufgrund der Zinsschranke (minimal)	$\zeta_{min}$	0,00%
▪ Anteil der nicht abziehbaren Zinsaufwendungen an den insgesamt geschuldeten Fremdkapitalzinsen aufgrund der Zinsschranke (maximal)	$\zeta_{max}$	100,00%

Aus den vorangestellten Daten, lassen sich für das Beispielunternehmen folgende Free Cash-flows (FCF) ermitteln:<sup>315</sup>

Halbeinkünfteverfahren	
EBIT	50.000,00
$\Delta AV$	0,00
./. KSt/GewSt	-19.324,14
./. ESt	-5.368,27
<b>= FCF<sup>HV</sup></b>	<b>25.307,59</b>

Tabelle 5-6: FCF des unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens

Unternehmensteuerreform 2008	
EBIT	50.000,00
$\Delta AV$	0,00
./. KSt/GewSt	-14.912,50
./. Abgeltungsteuer	-9.254,33
<b>= FCF<sup>2008</sup></b>	<b>25.833,17</b>

Tabelle 5-7: FCF des unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008

Wie vorstehende Kurzberechnungen – in Übereinstimmung mit Tabelle 5-1 und Tabelle 5-2 – zeigen, bedingt die Unternehmensteuerreform 2008 eine leichte Erhöhung der auf Ebene des Anteilseigners verfügbaren FCF, sofern für die Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens in Übereinstimmung mit IDW S 1 i.d.F. 2005, Tz. 53 f., ein persönlicher Einkommensteuersatz in Höhe von 35 % (inkl. Solidaritätszuschlag) unterstellt wird.

<sup>315</sup> Vgl. hierzu Ballwieser (2007), S. 117.

Wie bereits in Abschnitt 5.3.2 erläutert, sollen folgende Eigenkapitalkosten in die Berechnungen einfließen:

- Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens  $i_{U;EK}^{HV}$  7,600%
- Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens bei Gültigkeit der Regelungen der Unternehmensteuerreform 2008  $i_{U;EK}^{2008}$  7,667%

### 5.7.2 Ermittlung der Unternehmensgesamtwerte für ein ausschließlich eigenfinanziertes Unternehmen

Durch Anwendung der vorstehend genannten Daten für  $i_{U;EK}^{HV}$  und  $i_{U;EK}^{2008}$  auf den nach dem jeweils unterstellten Steuersystem ermittelten FCF, lassen sich die Unternehmensgesamtwerte eines vollständig eigenfinanzierten Unternehmens ( $G^{E,HV}$  bzw.  $G^{E,2008}$ ) als Ausgangspunkt für das APV-Verfahren ermitteln. In dem hier unterstellten Beispiel errechnen sich folgende Werte:

	$i_{U;EK}^{HV}$	$i_{U;EK}^{2008}$
Unternehmensgesamtwert bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens ( $G^{E,HV}$ )	332.994,49	--
Unternehmensgesamtwert bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 ( $G^{E,2008}$ )	--	336.939,77

Tabelle 5-8: Unternehmensgesamtwerte nach dem APV-Verfahren für ein vollständig eigenfinanziertes Unternehmen

Aufgrund des leichten Anstiegs der  $FCF_U$  sowie des nahezu konstanten Kapitalisierungszinssatzes steigt der Gesamtwert eines fiktiv vollständig eigenfinanzierten Unternehmens erwartungsgemäß geringfügig.



### 5.7.3 Ermittlung der Wertbeiträge der Fremdfinanzierung

Die nach Formel 5–12, Formel 5–21, Formel 5–29 sowie Formel 5–35 zu ermittelnden Wertbeiträge der Fremdfinanzierung nehmen im Beispielsfall folgende Werte an:<sup>316</sup>

	Tax Shield UNSt	Tax Shield ESt	$\Sigma$
Tax Shield bei Gültigkeit des RN I/HV	41.264,78	-26.923,08	<b>14.341,70</b>
Tax Shield bei Gültigkeit des RN II/HV	41.264,78	-8.753,13	<b>32.511,64</b>
Tax Shield bei Gültigkeit des RN I/2008 ( $\zeta_{\min}$ )	26.325,00	0,00	<b>26.325,00</b>
Tax Shield bei Gültigkeit des RN I/2008 ( $\zeta_{\max}$ )	0,00	0,00	<b>0,00</b>
Tax Shield bei Gültigkeit des RN II/2008 ( $\zeta_{\min}$ )	26.325,00	19.431,78	<b>45.756,78</b>
Tax Shield bei Gültigkeit des RN II/2008 ( $\zeta_{\max}$ )	0,00	26.375,00	<b>26.375,00</b>

**Tabelle 5-9: Wertbeitrag der Fremdfinanzierung in Abhängigkeit des Steuersystems, des Risikoniveaus sowie der Abziehbarkeit von Fremdkapitalzinsen**

Die Anwendung der tatsächlichen Parameterdaten auf die in Abschnitt 5.5 und Abschnitt 5.6 hergeleiteten Formeln für den Tax Shield führt insbesondere zu folgenden Erkenntnisse:

1. Der Tax Shield aus den Unternehmensteuern wird künftig grundsätzlich niedriger ausfallen als bisher. Für  $\zeta_{\max}$  ist ein Tax Shield aus den Unternehmensteuern erwartungsgemäß nicht mehr zu beobachten.
2. Ebenfalls erwartungsgemäß hat der Tax Shield aus der Einkommensteuer künftig im Falle von Risikoniveau II ein positives Vorzeichen und birgt insoweit einen positiven Wertbeitrag für den Unternehmenswert.

Zusammenfassend gilt, dass künftig der gesamte Tax Shield über den bisherigen Größen liegt, sofern die Zinsschrankenregelung nicht zu einem Abzugsverbot für Fremdkapitalentgelte führt. Da gerade bei kleineren und mittleren Unternehmen die Zinsschrankenregelung aufgrund der Freigrenze von EUR 1 Mio. regelmäßig nicht zur Anwendung kommen wird<sup>317</sup>, ist für diese

<sup>316</sup> Vereinfachend wird in Tabelle 5-9 *Risikoniveau* mit *RN* abgekürzt und das jeweilige Steuersystem durch den Jahreszusatz *2007* bzw. *2008* indiziert.

<sup>317</sup> Vgl. hierzu *Herzig / Lochmann / Liekenbrock (2008)*, S. 593-602.

Unternehmen grundsätzlich von einem Anstieg der Wertbeiträge der Fremdfinanzierung auszugehen. Dagegen sinkt der Tax Shield insgesamt unter das bisherige Niveau, sofern ein Abzug der Zinsen von der steuerlichen Bemessungsgrundlage vollständig ausgeschlossen ist ( $\zeta_{\max}$ ). Dies kann insbesondere sehr große Kapitalgesellschaften mit erheblichem Fremdkapitalvolumen betreffen.

#### 5.7.4 Ermittlung der Unternehmenswerte

Die Zusammenfassung der Ergebnisse und die sich hieraus ergebenden Marktwerte für das Eigenkapital sind in der nun folgenden Tabelle 5-10 dargestellt. Dunkelgrau schattiert sind die beiden Extreme für den Marktwert des Eigenkapitals:<sup>318</sup>

		$G^{E,HEV}$ bzw. $G^{E,2008}$	Tax Shield	Fremd- kapital F	Marktwert des EK
UNStR 2007	Marktwert des Eigenkapitals für RN I $G_{V,I}^{E,HV}$	332.994,49	14.341,70	100.000	247.336,19
	Marktwert des Eigenkapitals für RN II $G_{V,II}^{E,HV}$	332.994,49	32.511,64	100.000	265.506,14
UNStR 2008	Marktwert des Eigenkapitals für RN I $G_{V,I}^{E,2008}$ mit $\zeta_{\min}$	336.939,77	26.325,00	100.000	263.264,77
	Marktwert des Eigenkapitals für RN I $G_{V,I}^{E,2008}$ mit $\zeta_{\max}$	336.939,77	0,00	100.000	236.939,77
	Marktwert des Eigenkapitals für RN II $G_{V,II}^{E,2008}$ mit $\zeta_{\min}$	336.939,77	45.756,78	100.000	282.696,55
	Marktwert des Eigenkapitals für RN II $G_{V,II}^{E,2008}$ mit $\zeta_{\max}$	336.939,77	26.375,00	100.000	263.314,77

**Tabelle 5-10: Übersicht über die Marktwerte des Eigenkapitals in Abhängigkeit des Steuerregimes und Risikoniveau I / II**

In Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus den vorhergehenden Abschnitten zeigt Tabelle 5-10 deutlich die künftige Abhängigkeit des Unternehmenswerts von der Abziehbarkeit der Fremdkapitalzinsen von der steuerlichen Bemessungsgrundlage. Ausgehend von im Vergleich zum Halbeinkünfteverfahren konstanten Nachsteuerrenditen bei Risikoniveau I und einem vollständigen Abzugsverbot von Fremdkapitalentgelten von der steuerlichen Bemessungsgrundlage des Unternehmens errechnet sich im Beispielsfall ein

<sup>318</sup> Vgl. auch unter Verwendung teilweise anderer Kapitalisierungszinssätze *Blum (2008b)*, S. 460 f.

Unternehmenswert in Höhe von 236.939,77 [GE], der unter den bisher zu ermittelnden Unternehmenswerten liegt.

Dagegen kann bei Annahme von Risikoniveau II und einer vollständigen Minderung der steuerlichen Bemessungsgrundlage durch Fremdkapitalzinsen ein Anstieg des Unternehmenswerts auf 282.696,55 [GE] beobachtet werden. Dies entspricht einer Abweichung in Höhe von rund 19,3 % gegenüber dem zu beobachtenden Mindestwert und ein Anstieg um rund 6,5 % gegenüber dem korrespondierenden Unternehmenswert bei Risikoniveau II und Halbeinkünfteverfahren.

Unterstellt man mit *Drukarczyk / Schüler* und *Kuhner / Maltry* die Maßgeblichkeit von Risikoniveau I und zieht weiterhin in Betracht, dass für die Mehrzahl der Unternehmen im deutschen Wirtschaftsraum die Zinsschrankenregelung nicht zur Anwendung kommt, so ist nur ein vergleichsweise geringer Anstieg des Unternehmenswerts aufgrund der Unternehmensteuerreform 2008 zu beobachten.<sup>319</sup>

Hierbei ist allerdings zu beachten, dass ein wesentlicher Einflussfaktor im Zusammenhang mit Steuerrechtsänderungen bislang nicht in die Betrachtung eingeflossen ist. So wurde vereinfachend für diesen Kalkül ein einfaches Rentenmodell mit Vollausschüttung unterstellt. Tatsächlich können in der Realität umfangreiche Gewinnthesaurierungen nachgewiesen werden<sup>320</sup> – mit erheblichen Folgen für die Bewertung von Unternehmen. In Kapitel 6 soll dieser Aspekt daher in den Bewertungskalkül einbezogen werden.

Zuvor soll jedoch anhand der in Kapitel 4 dargestellten Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung kurz das APV-Verfahren bei Gültigkeit des reformierten Steuersystems beurteilt werden. Abschließend werden dann noch die Ergebnisse der vorstehenden Ausarbeitung kurz zusammengefasst.

---

<sup>319</sup> So auch schon *IDW (2007a)*, S. 633-634.

<sup>320</sup> Vgl. insbesondere *Jonas (2006)*, S. 479-485.

## 5.8 Beurteilung des APV-Ansatzes zur Bewertung von Kapitalgesellschaften im einfachen Rentenmodell anhand ausgewählter Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung

(1) Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung	
▪ Zuflussprinzip	Aufgrund der eingangs getroffenen – vereinfachenden – Annahme einer vollständigen Gewinndistribution verstößt der Kalkül in seiner dargestellten Form gegen das Zuflussprinzip.
▪ Vergleichsprinzip	Da in dem hier dargestellten Verfahren als Alternative eine Investition in ein Aktienportfolio gegenübergestellt wird, ist das Vergleichsprinzip gewahrt.
(2) Äquivalenzgrundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung	
▪ Ausschüttungsäquivalenz	Bedingt durch die Annahme einer vollständigen Ausschüttung der periodischen Ergebnisse verbunden mit der in den Kapitalkosten implizit unterstellten teilweisen Gewinnthesaurierung durch die Vergleichsinvestition ist die Ausschüttungsäquivalenz nicht gewahrt. Zu beachten ist hierbei, dass im Falle des APV-Verfahrens dieser Äquivalenzgrundsatz ausschließlich in Bezug auf die Diskontierung der $FCF_U$ zur Anwendung kommt. Sowohl der Wertbeitrag der Fremdfinanzierung als auch das Fremdkapital zu Marktwerten sind hiervon nicht betroffen.
▪ Steueräquivalenz	Die Umsetzung des APV-Verfahrens folgt der Forderung der Steueräquivalenz nach einer konsequenten Nach-Einkommensteuerrechnung. Eine Vereinheitlichung der Annahmen über die effektive Haltedauer des Bewertungsobjekts wurde nicht vorgenommen. Da das Vergleichsobjekt auch Kursgewinne (und deren effektive Besteuerung) umfasst, ist im vorstehenden Kalkül eine weitergehende Definition der Steueräquivalenz nicht erfüllt. Hierauf wird in dem nachfolgenden Kapitel 6 ausführlich eingegangen und insoweit auf die dortigen Ausführungen verwiesen.

(3) Grundlegende Annahmen und Fiktionen	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Annahme einer teilweisen Gewinnthesaurierung</li> </ul>	<p>Diese Annahme wurde ausdrücklich für die hier untersuchte Fallgestaltung ausgeschlossen.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts und Annahme einer (un-) endlichen Haltedauer</li> </ul>	<p>Implizit wurde in dem vorstehenden Kalkül eine unbegrenzte Haltedauer für das Bewertungsobjekt unterstellt – und damit auf eine Einbeziehung einer Veräußerungsgewinnbesteuerung verzichtet. Bedingt ist dies durch die Vollausschüttungsannahme, da hierdurch thesaurierte Gewinne nicht zu Kursgewinnen führen können. Ob und inwieweit Kursgewinne und deren Besteuerung künftig in den Bewertungskalkül Eingang finden sollten, wird in Kapitel 6 ausführlich untersucht. Die dortige Erweiterung des Bewertungsmodells um die Einbeziehung thesaurierter Gewinne führt zwangsläufig zu der Notwendigkeit dieses Problem zu beantworten. Auf die dort folgenden Ausführungen wird daher verwiesen.</p>
(4) Sonstige bewertungsrelevante Aspekte	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sensitivität des Bewertungsansatzes hinsichtlich Änderungen des Steuersystems</li> </ul>	<p>Der Kalkül zeigt die Abhängigkeit des Unternehmenswerts von verschiedenen steuerlichen Parametern deutlich auf. Dementsprechend führt auch eine Änderung der steuerlichen Rahmenbedingungen zwangsläufig zu einer Beeinflussung des Unternehmenswerts. Insbesondere eine zukünftige Änderung der Vorschriften zur steuerrechtlichen Behandlung von Fremdkapitalkosten wird Einfluss auf die Unternehmensbewertung und deren Ergebnisse haben.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sensitivität hinsichtlich der Änderung weiterer Parameter (insbesondere der Ausschüttungsquote <math>q</math>)</li> </ul>	<p>Die Variation der Ausschüttungsquote ist in der vorliegenden Fallgestaltung qua definitionem ausgeschlossen worden.</p>

<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Kommunizierbarkeit des Bewertungsansatzes</li></ul>	<p>Im Gegensatz zu anderen Bewertungsverfahren ist das APV-Verfahren in der Bewertungspraxis nicht sehr weit verbreitet. Begründet ist dies nach der hier vertretenen Auffassung insbesondere mit der theoretisch richtigen, aber aus bewertungspraktischer Sicht schwer nachvollziehbaren „Zerlegung“ in die drei Bestandteile (1. Unternehmenswert eines unverschuldeten Unternehmens; 2. Wertbeitrag der Fremdfinanzierung; 3. Fremdkapital zu Marktwerten). Diese sukzessive Herleitung des Unternehmenswerts, kombiniert mit dem hier auch für das künftige Steuerregime nachgewiesenen Problem der Notwendigkeit zur Definition eines Risikoniveaus führen zu erheblichen Kommunikationsproblemen in der Bewertungspraxis. Nicht zuletzt aus diesem Grund wird in den nachfolgenden Kapiteln das in Deutschland weiterhin vorherrschende Ertragswertverfahren angewandt.</p>
---	--

## 5.9 Zusammenfassung der Ergebnisse dieses Kapitels

Die Ergebnisse dieses Kapitels lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Das bisher bereits zu beobachtende Phänomen, dass die Ableitung des Unternehmenswerts mittels APV-Verfahren von der Risikopräferenz des Investors abhängt, ist auch künftig zu beobachten. Daher bedarf es weiterhin zur Ermittlung theoretisch „richtiger“ Unternehmenswerte einer Entscheidung über die Annahme von Risikoniveau I oder II im Sinne von *Drukarczyk / Schüler* bzw. *Kuhner / Maltry*.
- Bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens ist sowohl ein Tax Shield der Unternehmensteuern als auch der Einkommensteuer zu beobachten. Die Existenz des Tax Shields der Einkommensteuer ist dabei abhängig von dem unterstellten Risikoniveau und grundsätzlich negativ.
- Künftig entfällt ein Tax Shield der Einkommensteuer, sofern Risikoniveau I unterstellt wird. In diesem Fall verbleibt ausschließlich eine positive Beeinflussung des Unternehmenswerts durch ein Tax Shield der Unternehmensteuern.
- Hingegen führt die Annahme von Risikoniveau II erneut zu einem Tax Shield der Einkommensteuer – jedoch mit positiven, also werterhöhenden Auswirkungen auf den Unternehmenswert.
- Die Höhe des Tax Shields aus Unternehmensteuern wird unabhängig von dem unterstellten Risikoniveau erheblich durch die Höhe der abziehbaren Zinsaufwendungen beeinflusst. Durch die Berücksichtigung des relativen Anteils der abziehbaren Zinsaufwendungen, hier ausgedrückt durch den Faktor  $\zeta$ , fließt diese Neuerung der Unternehmenssteuerreform 2008 in den Bewertungskalkül ein.
- Für  $\zeta = 1$  wird der Wertbeitrag der Finanzierung sowohl für Risikoniveau I als auch für Risikoniveau II auf Null reduziert; die Fremdfinanzierung hat insoweit keine Auswirkungen auf die Höhe des Unternehmenswerts.

- Wie die Untersuchung von *Herzig / Lochmann / Liekenbrock* zur Bedeutung der Zinsschranke gezeigt hat, sind von dieser insbesondere sehr große Einheiten betroffen. Für die Vielzahl von Bewertungsanlässen bei denen kleinere oder mittelgroße Unternehmen als Bewertungsobjekt zu betrachten sind, wird hingegen der eingeschränkte Abzug von Fremdkapitalentgelten von geringer oder keiner Bedeutung sein. In diesen Fällen werden erhebliche Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf den Unternehmenswert regelmäßig nicht zu beobachten sein.

Die vorstehend zusammengefassten Ergebnisse wurden anhand des APV-Verfahrens ermittelt, um als Ausgangspunkt für alle weiteren Untersuchungen in dieser Arbeit eine grundlegende und theoretisch umfassende Ausarbeitung der Auswirkungen der Steuerrechtsänderungen zu schaffen. Insbesondere die Differenzierung zwischen Risikoniveau I und II wird jedoch in der Bewertungsliteratur nicht immer nachvollzogen; die Bewertungspraxis unterscheidet diese beiden Betrachtungsweisen nicht.

In den nachfolgenden Kapiteln wird daher der theoretische Rahmen des APV-Verfahrens verlassen. Vielmehr kommt das Ertragswertverfahren in der vorherrschenden Form zur Anwendung. Dementsprechend wird auch zu untersuchen sein, inwieweit die nachfolgenden Ergebnisse mit den Erkenntnissen aus diesem Kapitel in Einklang stehen.



## 5.10 Anhang zu Kapitel 4

### 5.10.1 Berechnungsnachweis zu Formel 5–4

- Mitteleinsatz:  $E^F$
- Erwarteter Cash-flow (pro Periode):

$$\begin{aligned}
 CF_i^{F,HV} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - F \cdot i \\ -(EBIT - F \cdot i + \Delta BMG^{GewSt} + I^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBIT - F \cdot i + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBIT - F \cdot i + \Delta BMG^{GewSt} + I^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{ESt}) \\
 \Leftrightarrow CF_i^{F,HV} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - F \cdot i \\ -(-F \cdot i + I^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(-F \cdot i) \cdot s_{HV}^{KSt} - (EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(-F \cdot i + I^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{ESt}) \\
 \Leftrightarrow CF_i^{F,HV} &= \left[ \begin{array}{l} -F \cdot i - (-F \cdot i + I^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} - (-F \cdot i) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(-F \cdot i + I^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{ESt}) \\
 &+ \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{ESt}) \\
 \overset{\text{Überleitung}}{\text{siehe unten}} \Leftrightarrow CF_i^{F,HV} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{ESt}) \\
 &- F \cdot i \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{ESt})
 \end{aligned}$$

mit :

$$I^{FK;GewSt} = 50\% \cdot \overline{F^{DS}} \cdot i_{FK} = 50\% \cdot F \cdot i$$

(letztlich wird unterstellt, dass alle zinstragenden Verbindlichkeiten Dauerschulden sind)

$$\text{mit : } s_U^{HV} = \left( s_{HV}^{KSt} + 0,5 \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot (1 - s_{HV}^{KSt}) \right)$$

## 5.10.2 Berechnungsnachweis zu Formel 5–7

$$\begin{aligned}
 CF_I^{GA,HV} &= - \left[ \begin{aligned} &-F \cdot i - (-F \cdot i + I^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ &-(-F \cdot i) \cdot s_{HV}^{KSt} + (-F \cdot i + I^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{aligned} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST}) \\
 \Leftrightarrow CF_I^{GA,HV} &= - \left[ \begin{aligned} &-F \cdot i - (-F \cdot i + 0,5 \cdot F \cdot i) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ &+F \cdot i \cdot s_{HV}^{KSt} + (-F \cdot i + 0,5 \cdot F \cdot i) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{aligned} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST}) \\
 \Leftrightarrow CF_I^{GA,HV} &= - \left[ \begin{aligned} &-F \cdot i + 0,5 \cdot F \cdot i \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ &+F \cdot i \cdot s_{HV}^{KSt} - 0,5 \cdot F \cdot i \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{aligned} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST}) \\
 \Leftrightarrow CF_I^{GA,HV} &= F \cdot i \cdot \left[ 1 - 0,5 \cdot s_{eff}^{GewSt} - s_{HV}^{KSt} + 0,5 \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST}) \\
 \Leftrightarrow CF_I^{GA,HV} &= F \cdot i \cdot \left[ 1 - \left( 0,5 \cdot s_{eff}^{GewSt} + s_{HV}^{KSt} - 0,5 \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \right) \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST}) \\
 \Leftrightarrow CF_I^{GA,HV} &= F \cdot i \cdot \left[ 1 - \left( s_{HV}^{KSt} + 0,5 \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot (1 - s_{HV}^{KSt}) \right) \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST}) \\
 \Leftrightarrow CF_I^{GA,HV} &= F \cdot i \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})
 \end{aligned}$$

### 5.10.3 Berechnungsnachweis zu Formel 5–12

Da nach dem APV-Verfahren gilt:

$$E^F = G^E + WB^F - F$$

folgt:

$$E^F = E^F + GA + WB^F - F$$

und damit:

$$WB_i^{F,HV} = F - GA$$

$$\Leftrightarrow WB_i^{F,HV} = F - \frac{F \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})}{(1 - s^{Est})}$$

$$\Leftrightarrow WB_i^{F,HV} = \frac{-F \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})}{(1 - s^{Est})} + F$$

$$\Leftrightarrow WB_i^{F,HV} = \frac{-i \cdot F \cdot (1 - s_U^{HV}) \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est}) + F \cdot i \cdot (1 - s^{Est})}{i \cdot (1 - s^{Est})}$$

$$\Leftrightarrow WB_i^{F,HV} = \frac{-i \cdot F + 0,5 \cdot s^{Est} \cdot i \cdot F + i \cdot F \cdot s_U^{HV} - i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot 0,5 \cdot s^{Est} + F \cdot i \cdot (1 - s^{Est})}{i \cdot (1 - s^{Est})}$$

$$\Leftrightarrow WB_i^{F,HV} = \frac{i \cdot F \cdot [-1 + 0,5 \cdot s^{Est} + s_U^{HV} - s_U^{HV} \cdot 0,5 \cdot s^{Est} + 1 - s^{Est}]}{i \cdot (1 - s^{Est})}$$

$$\Leftrightarrow WB_i^{F,HV} = \frac{i \cdot F \cdot [-0,5 \cdot s^{Est} + s_U^{HV} - s_U^{HV} \cdot 0,5 \cdot s^{Est}]}{i \cdot (1 - s^{Est})}$$

$$\Leftrightarrow WB_i^{F,HV} = \frac{i \cdot F \cdot [-0,5 \cdot s^{Est} + s_U^{HV} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})]}{i \cdot (1 - s^{Est})}$$

$$\Leftrightarrow WB_i^{F,HV} = \underbrace{\frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})}{i \cdot (1 - s^{Est})}}_{\text{Tax Shield Unternehmensteuern}} - \underbrace{\frac{i \cdot F \cdot 0,5 \cdot s^{Est}}{i \cdot (1 - s^{Est})}}_{\text{Tax Shield Einkommensteuer}}$$

#### 5.10.4 Berechnungsnachweis zu Formel 5–21

$$\begin{aligned}
 WB_{II}^{F,HV} &= \frac{F \cdot s_U^{HV} \cdot i \cdot (1 - s^{Est})}{i \cdot (1 - s^{Est})} \\
 \Leftrightarrow WB_{II}^{F,HV} &= \frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} - i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot s^{Est}}{i \cdot (1 - s^{Est})} \\
 \Leftrightarrow WB_{II}^{F,HV} &= \frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} - i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot 0,5 \cdot s^{Est} - i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot 0,5 \cdot s^{Est}}{i \cdot (1 - s^{Est})} \\
 \Leftrightarrow WB_{II}^{F,HV} &= \frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est}) - i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot 0,5 \cdot s^{Est}}{i \cdot (1 - s^{Est})} \\
 \Leftrightarrow WB_{II}^{F,HV} &= \frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})}{i \cdot (1 - s^{Est})} - \frac{i \cdot F \cdot s_U^{HV} \cdot 0,5 \cdot s^{Est}}{i \cdot (1 - s^{Est})}
 \end{aligned}$$

### 5.10.5 Berechnungsnachweis zu Formel 5–26

$$\begin{aligned}
 CF_i^{F,2008} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - F \cdot i \\ -(EBIT - F \cdot i + \zeta \cdot F \cdot i + \Delta BMG^{GewSt} + I_{2008,\zeta}^{FK;GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBIT - F \cdot i + \zeta \cdot F \cdot i + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A) \\
 \Leftrightarrow CF_i^{F,2008} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - F \cdot i \\ -(-F \cdot i + \zeta \cdot F \cdot i + I_{2008,\zeta}^{FK;GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(-F \cdot i + \zeta \cdot F \cdot i) \cdot s_{2008}^{KSt} - (EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A) \\
 \Leftrightarrow CF_i^{F,2008} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \\ + [-F \cdot i - (-F \cdot i + \zeta \cdot F \cdot i + I_{2008,\zeta}^{FK;GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (-F \cdot i + \zeta \cdot F \cdot i) \cdot s_{2008}^{KSt}] \end{array} \right] \cdot (1 - s_A) \\
 \Leftrightarrow CF_i^{F,2008} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \\ + \left[ \begin{array}{l} -F \cdot i - (-F \cdot i + \zeta \cdot F \cdot i + 25\% \cdot (F \cdot i - \zeta \cdot F \cdot i)) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(-F \cdot i + \zeta \cdot F \cdot i) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \end{array} \right] \cdot (1 - s_A) \\
 \Leftrightarrow CF_i^{F,2008} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \\ + [-F \cdot i - F \cdot i \cdot (-1 + \zeta + 25\% \cdot (1 - \zeta))] \cdot s_{2008}^{GewSt} - F \cdot i \cdot (-1 + \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A) \\
 \Leftrightarrow CF_i^{F,2008} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \\ + [-F \cdot i - F \cdot i \cdot (-1 + \zeta + 25\% - 25\% \cdot \zeta)] \cdot s_{2008}^{GewSt} - F \cdot i \cdot (-1 + \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A) \\
 \Leftrightarrow CF_i^{F,2008} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \\ - F \cdot i \cdot [1 + (-0,75 + 0,75 \cdot \zeta)] \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A) \\
 \Leftrightarrow CF_i^{F,2008} &= \left[ \begin{array}{l} EBIT - (EBIT + \Delta BMG^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (EBIT + \Delta BMG^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \\ - F \cdot i \cdot [1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta)] \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - s_A)
 \end{aligned}$$

dabei gilt:

$$I_{2008,\zeta}^{FK;GewSt} = 25\% \cdot (F \cdot i - \zeta \cdot F \cdot i) \text{ für } 0 \leq \zeta \leq 1$$

Formel 5–39

### 5.10.6 Berechnungsnachweis zu Formel 5–35

$$WB_{II}^F = F + KA$$

$$\Leftrightarrow WB_{II}^{F,2008} = F + \frac{F \cdot i \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)}{i}$$

$$\Leftrightarrow WB_{II}^{F,2008} = F - F \cdot (1 - 0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)$$

$$\Leftrightarrow WB_{II}^{F,2008} = F - F \cdot (1 - s_A) - F \cdot (-0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} - (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)$$

$$\Leftrightarrow WB_{II}^{F,2008} = F - F + F \cdot s_A + F \cdot (0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - s_A)$$

$$\Leftrightarrow WB_{II}^{F,2008} = F \cdot s_A + F \cdot (0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \\ - F \cdot (0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \cdot s_A$$

$$\Leftrightarrow WB_{II}^{F,2008} = F \cdot (0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}) \\ + F \cdot s_A \cdot (1 - (0,75 \cdot (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{GewSt} + (1 - \zeta) \cdot s_{2008}^{KSt}))$$

## 6 Objektivierete Bewertung von Kapitalgesellschaften im Phasenmodell unter Berücksichtigung thesaurierungsbedingten Wachstums (Bewertungsfallgruppe 2)

### 6.1 Annahmen und Prämissen

In dem nun folgenden Kapitel werden die Erkenntnisse aus den vorhergehenden Überlegungen zur objektivierten Bewertung von Kapitalgesellschaften mittels einfachen Rentenmodells bei Vollausschüttung in ein Modell mit phasenweiser Betrachtung der Zukunftsplanung sowie unter Berücksichtigung thesaurierungsbedingten Wachstums überführt.

Abweichend von Kapitel 5 kommt dabei jedoch nicht das APV-Verfahren, sondern das Ertragswertverfahren<sup>321</sup> (Equity-Verfahren<sup>322</sup>) in der für die deutsche Bewertungspraxis üblichen Form<sup>323</sup> zur Anwendung. Grund hierfür ist, dass mit der vorliegenden Arbeit nicht ausschließlich theoretische Aspekte der Unternehmensbewertung im Mittelpunkt stehen sollen. Vielmehr zielt die Ausarbeitung auch darauf ab, Bewertungstheorie und –praxis in angemessener Weise mit einander zu verbinden. Der APV-Ansatz ist jedoch für die Bewertungspraxis in Deutschland von untergeordneter Bedeutung. Darüber hinaus würde eine Erweiterung des APV-Ansatzes im Phasenmodell unter Berücksichtigung von Gewinnthesaurierung zu erheblich komplexeren Modellen führen, die einer Umsetzung deutlich unzugänglich sind.

Auch die Bewertung von Personengesellschaften, so wie in dem nachfolgenden Kapitel 7 herausgearbeitet, erfolgt üblicherweise anhand des Ertragswertverfahrens. Da die Unternehmensteuerreform 2008 u.a. auf die Herstellung einer vergleichbaren Steuerbelastung von Kapital- und Personengesell-

---

<sup>321</sup> Vgl. hierzu grundlegend *Schmalenbach (1918)*, S. 1-20; *Sieben (1998)*, S. 196 f. sowie unter Berücksichtigung der aktuellen Erkenntnisse *IDW (2007c)*, S. 86-123.

<sup>322</sup> Zur Übereinstimmung des „deutschen“ Ertragswertverfahrens mit dem Equity-Approach nach der DCF-Systematik vgl. *Sieben (1995)*, S. 713-737; *Born (1996)*, S. 1885-1889 und *Weber (2000)*, S. 464-473; *Kohl / Schulte (2000)*, S. 1147-1164; *Ballwieser (2007)*, S. 175 und ergänzend *Schüler (2000)*, S. 1532.

<sup>323</sup> Vgl. hierzu insbesondere *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 889-898 und *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1005-1028.

schaften abzielt, erscheint es sinnvoll, die Untersuchung zum Unternehmenswert anhand eines Verfahrens vorzunehmen, dass die effektive Belastung der betrachteten Gesellschaft und ihrer Gesellschafter deutlich herausstellt. Hier hat das Ertragswertverfahren aufgrund der Anknüpfung an die Sphäre der Gesellschaft und sodann an die Sphäre der Gesellschafter einen Vorteil gegenüber dem APV-Verfahren.

In diesem Kapitel wird zunächst der Kalkül unter der Annahme der vollständigen Eigenfinanzierung herausgearbeitet. Einer Separierung des Tax Shields der Fremdfinanzierung, wie sie im APV-Verfahren in besonderer Weise zum Ausdruck kommt, bedarf es insoweit nicht. Die Annahme der reinen Eigenfinanzierung ist zwar vereinfachend, hat aber den Vorteil, dass Auswirkungen aus der Einbeziehung von Fremdkapital nicht zu diskutieren sind und somit der Effekt aus dem thesaurierungsbedingten Wachstum nicht gesondert separiert werden muss. Erst in einem zweiten Schritt wird Fremdkapital in den Kalkül einbezogen und fließen die besonderen steuerlichen Vorschriften im Zusammenhang mit Fremdfinanzierungskosten in die Bewertung ein.



Um die unterschiedlichen Einflussfaktoren jeweils einer gesonderten Darstellung zugänglich zu machen, werden in diesem Kapitel die folgenden Fälle<sup>324</sup> unterschieden und untersucht:

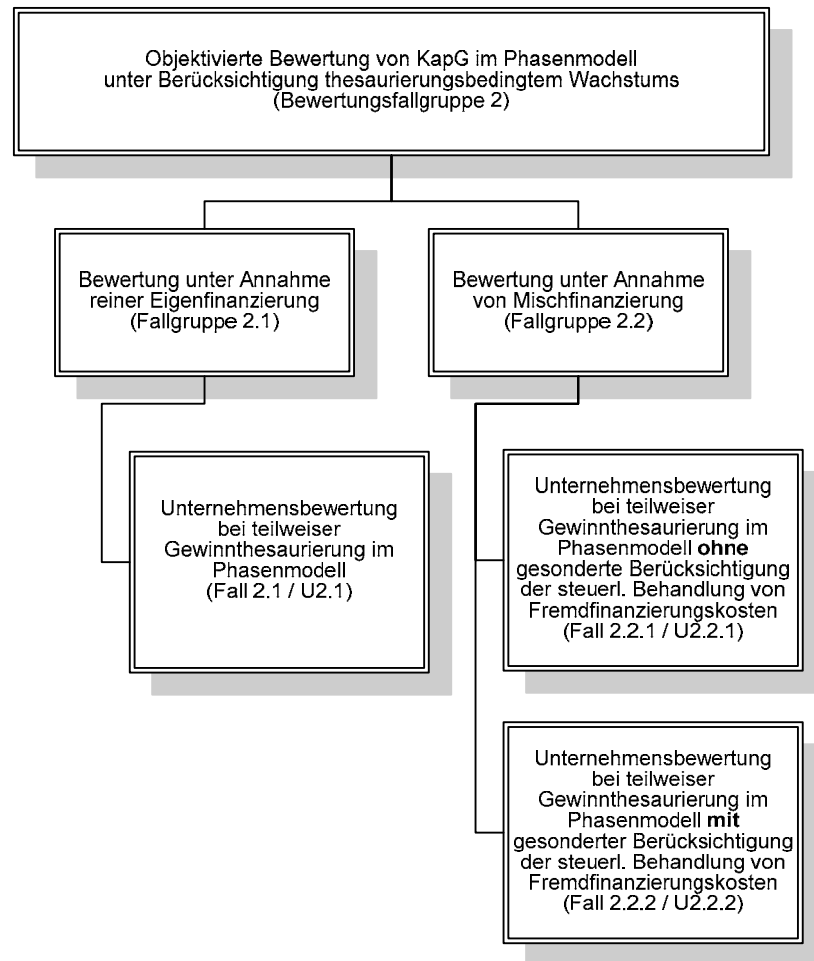


Abbildung 6-1: Übersicht Bewertungsfallgruppe 2

Jene Fälle, die den Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuerrechts vor der Unternehmensteuerreform 2008 abbilden, sind nicht gesondert gekennzeichnet. Dagegen sind die überarbeiteten Varianten durch ein *U* kenntlich gemacht.

Diesem Kapitel liegen die identischen allgemeinen steuerlichen Annahmen in Bezug auf das Bewertungsobjekt zugrunde wie in Kapitel 3 für die Alternativanlage dargestellt. Darüber hinaus wird unterstellt, dass steuerrechtliche Ver-

<sup>324</sup> Die Ausführungen in diesem Kapitel sollen als *Bewertungsfallgruppe 2* zusammengefasst werden. Hieran orientiert sich auch die Nummerierung der Fallvarianten.

luste<sup>325</sup> einer Periode zu Steuererstattungen zum Beispiel aufgrund von Regelungen zum ertragsteuerlichen Verlustrücktrag führen.<sup>326</sup> Weiterhin wird die Annahme getroffen, alle Erträge des Unternehmens unterliegen der Besteuerung in Deutschland und sind nicht etwa von der Besteuerung freigestellt.<sup>327</sup>

In Übereinstimmung mit den bisherigen und auch den späteren Ausführungen wird die periodengleiche Ein- und Auszahlung der betrachteten Ertrags- und Aufwandsgrößen unterstellt. Gleiches soll auch für die Zahlungsströme zwischen dem Bewertungsobjekt und den Gesellschaftern und Fremdkapitalgebern gelten. Hierbei wird ergänzend angenommen, der Zahlungszeitpunkt befinde sich einheitlich am Ende einer Planungsperiode.

Weiterhin wird auf die grundsätzlich aufzustellenden Rechenwerke (Plan-Bilanz und Plan-Finanzrechnung) aus Vereinfachungsgründen verzichtet.<sup>328</sup> Soweit quantitative Untersuchungen unternommen werden, beschränken sich diese auf die Darstellung der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen. Dies impliziert jedoch die Ausschüttbarkeit der prognostizierten Ertragsüberschüsse, mithin also die Existenz von ausreichender Liquidität sowie die Abwesenheit von handels- und privatrechtlichen Ausschüttungssperren<sup>329</sup>.

---

<sup>325</sup> Vgl. zur Bewertung ertragsschwacher Unternehmen *Peemöller / Bömelburg (1993)*, S. 1036-1043.

<sup>326</sup> Vgl. zu den Auswirkungen der steuerlichen Eigenkapitalstruktur auf den Unternehmenswert *Marx / Löffler (2001)*, S. 1425-1430 und *Faß / Hülsmeier (1998)*, S. 1487-1492 sowie zur gesonderten Einbeziehung von Verlustvorträgen in den Bewertungskalkül *Drukarczyk (1997)*, S. 464-469; *Peemöller / Popp (1997)*, S. 303-309; *Oesterle (1998)*, S. 835-840; *Popp (1999)*, S. 1154-1159 und *Kupke / Nestler (2003)*, S. 2279-2285.

<sup>327</sup> Vgl. zur Berücksichtigung von in Deutschland freigestellten ausländischen Erträgen im Rahmen Unternehmensbewertung *Beine (1999)*, S. 1967-1972; *Krolle / Arnold (2000)*, S. 459-463.

<sup>328</sup> Vgl. zu den hiermit verbundenen qualitativen Aspekten *Volk (2005)*, S. 752-758.

<sup>329</sup> Vgl. *Schwetzler (1998)*, S. 697 f.

## 6.2 Unternehmensbewertung unter Annahme reiner Eigenfinanzierung (Fall 2.1 / U2.1)

### 6.2.1 Grundsätzliche Vorgehensweise im Ertragswertverfahren

#### 6.2.1.1 Phasenmodell

Im Falle der Bewertung eines Unternehmens mit dem Ertragswertverfahren unter Anwendung des allgemein üblichen 2-Phasenmodells<sup>330</sup> ergibt sich der Unternehmenswert im Sinne eines Marktwerts des Eigenkapitals aus der Summe der Barwerte der den Anteilseignern zufließenden Cash-flows zum Bewertungsstichtag t=0:

$$UNW_{t=0} = UNW_{Phase I} + UNW_{Phase II}$$

Formel 6–1

mit:

- $UNW_{t=0}$  : Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens zum Bewertungsstichtag t = 0 (*Unternehmenswert*)
- $UNW_{Phase I}$  : Unternehmensteilwert, der dem Barwert der kapitalisierten Zahlungsmittelüberschüsse an die Anteilseigner aus der *Detailplanungsphase* entspricht
- $UNW_{Phase II}$  : Unternehmensteilwert, der dem Barwert der kapitalisierten Zahlungsmittelüberschüsse an die Anteilseigner aus der Phase der *ewigen Rente* entspricht

---

<sup>330</sup> Vgl. IDW (2007c), S. 52-56.

### 6.2.1.2 Eigenkapitalkosten

Auch an dieser Stelle soll auf die Ergebnisse betreffend der Fortschreibung des Kapitalisierungszinssatzes in Kapitel 3 verwiesen werden. Für Zwecke der quantitativen Untersuchung in diesem Abschnitt werden die bereits dargestellten Kapitalisierungszinssätze verwendet. Es soll angenommen werden, sie entsprächen den risikoadjustierten Kapitalisierungszinssätzen der Alternativenanlage:

- Halbeinkünfteverfahren:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,600%
- Marktrisikoprämie:	4,250%	5,000%
- Beta:	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	8,250%	7,600%

**Tabelle 6-1: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens**

- Unternehmensteuerrecht nach der Unternehmensteuerreform 2008:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,945%
- Marktrisikoprämie:	5,436%	4,722%
- Beta:	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	9,436%	7,667%

**Tabelle 6-2: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008**

## 6.2.2 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens

### 6.2.2.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls

Unter der Annahme der teilweisen Ausschüttung des Jahresergebnisses nach Unternehmensteuern an die Anteilseigner und unter Anwendung der Regelungen des Halbeinkünfteverfahrens errechnet sich der Unternehmenswert, der auf die erste Planungsphase für den Fall 2.1 entfällt, wie folgt:<sup>331</sup>

$$UNW_{Phase I}^{2.1} = \sum_{t=1}^n \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_t^{op} + TG_t^{HV,vSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_t \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST})}$$

Formel 6–2

mit:

- $EBT_t^{op}$  : Gewinn vor Steuern aus der operativen Tätigkeit des Unternehmens (ohne Erträge aus der Wiederanlage thesaurierter Gewinne)
- $TG_t^{HV,vSt}$  : Ertrag vor Steuern aus der Wiederanlage von thesaurierten Gewinnen zu den Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern
- $\Delta BMG_t^{GewSt}$  : Abweichung der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage von dem nach handelsrechtlichen Vorgaben ermittelten EBT.  $\Delta BMG_t^{GewSt}$  umfasst auch jene Anpassungen der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage, die durch andere Steuergesetze als das GewStG vorgegeben werden (zum Beispiel Einkommensermittlungsvorschriften und steuerliche Bilanzierungsvorschriften nach dem EStG und dem KStG)
- $\Delta BMG_t^{KSt}$  : Abweichung der Körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage von dem nach handelsrechtlichen Vorgaben ermittelten EBT.  $\Delta BMG_t^{KSt}$  umfasst auch jene Anpassungen der körper-

<sup>331</sup> Vgl. auch die ergänzenden Erläuterungen in Abschnitt 6.5.1 zur Zusammensetzung des Zählers des Bewertungsbruches.

schaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage, die durch andere Steuergesetze als das KStG vorgegeben werden (zum Beispiel Einkommensermittlungsvorschriften und steuerliche Bilanzierungsvorschriften nach dem EStG)

$s_{eff}^{GewSt}$  : Effektiver Gewerbesteuersatz unter Berücksichtigung der Abziehbarkeit der Gewerbesteuer von ihrer eigenen Bemessungsgrundlage

$s_{HV}^{KSt}$  : Körperschaftsteuersatz bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens

$s^{ESt}$  : Persönlicher Einkommensteuersatz des Investors

$i_{\eta}^{nESt}$  : Periodenspezifischer Kapitalisierungszinssatz nach Einkommensteuer gemäß Tax-CAPM

$q_t$  : Jahresüberschuss bezogene Ausschüttungsquote

Da der Ertrag aus der Gewinnthesaurierung von dem Ausschüttungsverhalten des Unternehmens in den vorhergehenden (Plan-)Perioden abhängt, errechnet sich  $TG_t^{HV,vSt}$  mit:

$$TG_t^{HV,vSt} = i_t^U \cdot \left[ \underbrace{\overbrace{J\ddot{U}_{t-1} \cdot (1 - q_{t-1})}^{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Periode } t-1}} + \sum_{\varepsilon=1}^{t-2} \left[ \underbrace{\overbrace{J\ddot{U}_{\varepsilon} \cdot (1 - q_{\varepsilon})}^{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Perioden 1 bis } t-2}} \cdot \prod_{\tau=\varepsilon+1}^{t-1} \underbrace{\left[ 1 + i_{\tau}^U \cdot (1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - s_{HV}^{KSt}) \cdot (1 - q_{\tau}) \right]}^{\text{Thesaurierungsbedingter Aufzinsungsfaktor für die Perioden 2 bis } t-1} \right] \right]$$

Formel 6-3

Dabei ist  $J\ddot{U}_t$  das operative Jahresergebnis nach Unternehmensteuern<sup>332</sup> und stellt  $i_t^U$  bzw.  $i_{\tau}^U$  die Wiederanlagerendite dar. Diese ist als Renditegröße vor Unternehmensteuern durch „Hochrechnen“ des Kapitalisierungszinssatzes vor Einkommensteuer zu ermitteln.<sup>333</sup> Hinter dieser Definition verbirgt sich die Annahme, dass das Bewertungsobjekt zusätzlich zur Verfügung stehendes

<sup>332</sup> Es gilt also:  $J\ddot{U}_t = EBT_t^{op} - (EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} - (EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt} - (EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt}) \cdot s_{HV}^{KSt}$

<sup>333</sup> Zur Herleitung von  $i_t^U$  vergleiche insbesondere Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006), S. 1025. Kritisch hierzu Schultze / Dinh Thi (2007), S. 1197 f.

Kapital in Investitionsmöglichkeiten anlegt, die eine Rendite in Höhe der Eigenkapitalkosten erwirtschaften. Diese Annahme erscheint ökonomisch sachgerecht, da ein Unternehmen, das nicht die Rendite der Alternativanlage erwirtschaftet, Gewinne besser ausschüttet als diese zu thesaurieren. Die zusätzlich distribuierten Gewinne könnten dann seitens der Gesellschafter unmittelbar in die Alternativanlage investiert und die entsprechenden Renditen vereinnahmt werden.

Formal stellt sich die Ableitung von  $i_t^U$  wie folgt dar:<sup>334</sup>

$$i_t^U = \frac{i_t^{vEST}}{(1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - s_{HV}^{KSt})}$$

Formel 6–4

mit:

$i_t^{vEST}$  : Periodenspezifischer Kapitalisierungszinssatz vor Einkommensteuer gemäß Tax-CAPM

Die Berücksichtigung des Ertrags aus der Anlage von thesaurierten Gewinnen ist auf den Umstand zurückzuführen, dass durch die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens und der damit verbundenen Doppelbesteuerung von ausgeschütteten Unternehmensgewinnen die vollständige Ausschüttung des Überschusses (Vollausschüttungsannahme<sup>335</sup>) nicht mehr wertoptimal ist.<sup>336</sup>

Dass Unternehmen tatsächlich in nennenswertem Umfang Gewinne thesaurieren, ist durch empirische Untersuchungen nachgewiesen worden.<sup>337</sup> Dementsprechend ist auch bei der Ableitung des Kalküls für die zweite Phase der ewigen Rente die Thesaurierung sowie die Anlage der thesaurierten Gewinne zu einem Kapitalisierungszinssatz in Höhe der Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern in den Kalkül einzubeziehen. Das hieraus resultierende Wachstum kann in der ewigen Rente durch einen Wachstumsabschlag  $w_{th}$  im

<sup>334</sup> Vgl. Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006), S. 1025.

<sup>335</sup> Vgl. hierzu IDW S 1 i.d.F. 2000, Tz. 44 f.

<sup>336</sup> Vgl. Jonas (2006), S. 479.

<sup>337</sup> Vgl. insbesondere Jonas (2006), S. 482.

Denner<sup>338</sup> (vgl. Formel 6–5) sowie durch Formelanpassung im Zähler des Kalküls (vgl. Formel 6–7) abgebildet werden.<sup>339</sup> Letztere Variante kann ökonomisch zum Beispiel als Aktienrückkauf durch das Bewertungsobjekt interpretiert werden.<sup>340</sup>

$$UNW_{Phase II}^{2.1,A1} = \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_{\infty}^{op} + TG_{\infty}^{HV,vSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt} + TG_{\infty}^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{KSt} + TG_{\infty}^{HV,vSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt} + TG_{\infty}^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})}{i_{\infty}^{nEST} - W_{th}} \cdot \prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})$$

Formel 6–5

mit:<sup>341</sup>

$$\begin{aligned} W_{th} &= i_{\infty}^U \cdot (1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - s_{HV}^{KSt}) \cdot (1 - q_{\infty}) \\ \Leftrightarrow W_{th} &= \frac{i_{\infty}^{vEST}}{(1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - s_{HV}^{KSt})} \cdot (1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - s_{HV}^{KSt}) \cdot (1 - q_{\infty}) \\ \Leftrightarrow W_{th} &= i_{\infty}^{vEST} \cdot (1 - q_{\infty}) \end{aligned}$$

Formel 6–6

<sup>338</sup> Vgl. zur Bedeutung von Wachstumsraten in der Unternehmensbewertung *Laitenberger (2000)*, S. 546-550; *Albrecht (2004)*, S. 732-740; *Meitner (2005)*, S. 5-10 und ausführlich *IDW (2007c)*, S. 74-80.

<sup>339</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 897.

<sup>340</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 897 und *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1021 Vgl. darüber hinaus zu den Auswirkungen des Aktienrückkaufs auf die Eigenkapitalrendite *Nekat / Nippel (2005)*, S. 457-461.

<sup>341</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 897; *Kohl (2005)*, S. 184 f. und *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1025 f.



In der alternativen Darstellung gestaltet sich der Kalkül wie folgt:<sup>342</sup>

$$UNW_{Phase II}^{2.1, A2} = \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_{\infty}^{op} + TG_{\infty}^{HV, vSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt} + TG_{\infty}^{HV, vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{KSt} + TG_{\infty}^{HV, vSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt} + TG_{\infty}^{HV, vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST} \cdot q_{\infty})}{i_{\infty}^{nEST} \prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})}$$

Formel 6–7

### 6.2.2.2 Thesaurierungsbedingtes Wachstum und Unendlichkeitsphänomene

Unter dem Titel „Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung“ veröffentlichten *Kruschwitz/Löffler* im Jahr 1998 ihre Überlegungen zur Abhängigkeit des Unternehmenswerts von der Modellierung der Phase der ewigen Rente.<sup>343</sup> Sie zeigen hierbei unter anderem, dass unter der Annahme einer geometrisch wachsenden Rente und unter Einbeziehung einer proportionalen Einkommensteuer „der Unternehmenswert alle Grenzen“<sup>344</sup> übersteigen kann.<sup>345</sup> Dabei lassen *Kruschwitz/Löffler* die Frage nach dem Grund des geometrischen Wachstums bewusst offen.<sup>346</sup> Dass genau dieses Phänomen auch für thesaurierungsbedingtes Wachstum bei Gültigkeit des Halb-

<sup>342</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 897 und *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1018 f. und *IDW (2007c)*, S. 116. Vgl. zur Diskussion alternativer Ausschüttungspolitiken *Knoll / Hansen (2006)*, S. 1-4 sowie *Vigelius (2000)*, S. 221-230.

<sup>343</sup> Vgl. *Kruschwitz / Löffler (1998)*, S. 1041-1043. Siehe ergänzend zu diesem Beitrag auch *Matschke / Hering (1999)*, S. 920-923; *Blaufus (2002)*, S. 1517-1519 und *Kruschwitz / Löffler (2003)*, S. 1401 f.

<sup>344</sup> *Kruschwitz / Löffler (1998)*, S. 1043.

<sup>345</sup> Vgl. zur Diskussion von Wachstumsannahmen auch *Günther (2003)*, S. 348-355; *Schwetzer (2004)*, S. 198-203 sowie *Günther (2004)*, S. 204 f.

<sup>346</sup> Vgl. *Kruschwitz / Löffler (1998)*, S. 1042.

einkünfteverfahrens zu beobachten ist, wurde ausführlich in der Literatur dargestellt.<sup>347</sup>

Eine Lösung zur Vermeidung dieses „unendlichen Problems“ stellt die Annahme der *Ausschüttungsäquivalenz*<sup>348</sup> dar, die ausdrücklich in den IDW S 1 i.d.F. 2005 aufgenommen wurde.<sup>349</sup> Die Annahme der Ausschüttungsäquivalenz hat zur Folge, dass die Ausschüttungsquote des Bewertungsobjekts dem Anteil der Dividendenrendite der Alternativanlage an deren Gesamtrendite entspricht. Aufgrund des damit unterstellten inneren Zusammenhangs zwischen Dividendenrendite (der Alternativanlage) und Ausschüttungsquote (des Bewertungsobjekts) neben dem ohnehin bestehenden Zusammenhang zwischen der Dividendenrendite und dem Kapitalisierungszinssatz vor Steuern<sup>350</sup>, kann die Irrelevanz der Besteuerung<sup>351</sup> nachgewiesen werden<sup>352</sup> und lassen sich endliche Unternehmenswerte für alle  $q_\infty$  ermitteln. Letztlich entspricht damit der Unternehmenswert unter Anwendung der vorstehend aufgezeigten Vorgehensweise dem Kalkül vor persönlichen Ertragsteuern und der Annahme der Vollausschüttung des periodischen Ertrags.<sup>353</sup> Zum so genannten *Steuerparadoxon* kann es nicht kommen.<sup>354</sup>

---

<sup>347</sup> Vgl. hierzu insbesondere *Laitenberger / Tschöpel (2003)*, S. 1364 f. Auch *Schwetzler (2005a)*, S. 614 f. sowie *Schwetzler (2005b)*, S. 1125 f. und *Knoll (2005a)*, S. 1120 f. bejahen die Existenz einer unendlichen Sprungstelle im Zusammenhang mit thesaurierungsbedingtem Wachstum. Hinsichtlich der zusätzlichen Berücksichtigung nicht thesaurierungsbedingtem Wachstums vgl. *Wiese (2005)*, S. 617 f. sowie die vorstehend genannten Arbeiten von *Schwetzler* und *Knoll* und *Schwetzler (2007)*, S. 2-6. Darüber hinaus beschäftigt sich *Köster (2006)*, S. 830-835, mit der Einbeziehung von mengen- und preisinduzierten Auswirkungen auf den Unternehmenswert in der ewigen Rente. Vgl. aus der aktuellen Literatur *Schüler / Lampenius (2007a)*, S. 2-6.

<sup>348</sup> Vgl. hierzu schon frühzeitig *Laitenberger / Bahr (2002)*, S. 703-708.

<sup>349</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2005*, Tz. 47 sowie kritisch hierzu *DVFA (2005)*, S. 559.

<sup>350</sup> Vgl. Kapitel 3, dort Formel 3–3.

<sup>351</sup> Vgl. für ein quantitatives Beispiel *Laas (2006)*, S. 296.

<sup>352</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 897.

<sup>353</sup> Vgl. hierzu die nachfolgende Beispielrechnung.

<sup>354</sup> Vgl. hierzu *Günther (1999)*, S. 2425-2431; *Bartels / Engler (1999)*, S. 917-920; *Rhiel (2001)*, S. 15-17 sowie *Rhiel (2000)*, S. 550-556.

### 6.2.2.3 Quantitatives Beispiel

Das folgende Standardbeispiel soll den dargestellten Kalkül verdeutlichen:<sup>355</sup>

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	104,54	109,28	114,24	119,42	124,84
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,00	4,54	9,28	14,24	19,42	24,84
./ GewSt (16,670%)	-16,67	-17,42	-18,21	-19,04	-19,90	-20,81
./ KSt (26,375%)	-21,98	-22,98	-24,02	-25,11	-26,25	-27,44
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	61,35	64,14	67,05	70,09	73,27	76,60
./ Thesaurierung lfd. Jahr	-33,74	-35,28	-36,88	-38,55	-40,30	-42,13
= Bruttoausschüttung	27,61	28,86	30,17	31,54	32,97	34,47
./ ESt (35%/2 = 17,500%)	-4,83	-5,05	-5,28	-5,52	-5,77	-6,03
= Nettoausschüttung	22,78	23,81	24,89	26,02	27,20	28,44
⇒ Barwert per 01.01.01	21,17	20,57	19,98	19,41	18,86	643,73
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>743,72</b>					

**Tabelle 6-3: Beispielkalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens unter Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags in der ewigen Rente (Fall 2.1)**

Für alle Perioden wurde einheitlich eine Ausschüttungsquote  $q_t$  bzw.  $q_\infty$  in Höhe von 45% unterstellt. Es wurde durchgängig der Kapitalisierungszinssatz nach Steuern gemäß Abschnitt 6.3.2.2 angewandt. Der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag  $w_{th}$  in Höhe von 4,537% errechnet sich nach Formel 6–6 wie folgt:

$$w_{th} = 8,250\% \cdot (100\% - 45\%) = 4,537\%$$

#### Berechnung 6-1

Die kapitalwertneutrale Wiederanlagerendite ergibt sich nach Formel 6–4 mit:

$$i_t^u = \frac{8,250\%}{(100\% - 16,667\%) \cdot (100\% - 26,375\%)} = 13,446\%$$

#### Berechnung 6-2

<sup>355</sup> Vgl. insbesondere Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004), S. 898; Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006), S. 1018 und IDW (2007c), S. 115. Aufgrund der Methodenäquivalenz wird ausschließlich die Kalkulationsvariante unter Berücksichtigung des Wachstumsabschlags im Nenner des Bruchs zur ewigen Rente dargestellt.

Aufgrund der Prämisse einer Anlage thesaurierter Gewinne zu den Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern steigen die Ergebnisse nach Körperschaft- und Gewerbesteuer sowie die Nettoausschüttung auch in der ewigen Rente um 4,537% und damit der Höhe nach entsprechend dem thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlag  $w_{th}$  an.

Die folgende Tabelle stellt die Entwicklung wesentlicher Größen dar:<sup>356</sup>

	Periode 1	Periode 2 – 5	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^U$	13,446%	13,446%	13,446%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach KSt/GewSt</b>		4,537%	4,537%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum der <b>Nettoausschüttung</b>		4,537%	4,537%

**Tabelle 6-4: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens**

Dass der vorstehende Kalkül äquivalent ist mit einem Kalkül vor persönlicher Einkommensteuer und bei Vollausschüttung, zeigt beispielhaft die folgende Alternativrechnung, die zu dem identischen Ergebnis führt:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
./. GewSt (16,670%)	-16,67	-16,67	-16,67	-16,67	-16,67	-16,67
./. KSt (26,375%)	-21,98	-21,98	-21,98	-21,98	-21,98	-21,98
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	61,35	61,35	61,35	61,35	61,35	61,35
./. Thesaurierung lfd. Jahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Bruttoausschüttung	61,35	61,35	61,35	61,35	61,35	61,35
./. ESt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Nettoausschüttung	61,35	61,35	61,35	61,35	61,35	61,35
⇒ Barwert per 01.01.01	56,68	52,36	48,37	44,68	41,28	500,32
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>743,72</b>					

**Tabelle 6-5: Beispielkalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens bei Vollausschüttung vor persönlicher Einkommensteuer**

<sup>356</sup> Aufgrund der Rundung der Ergebnisse in Tabelle 6-3 lassen sich die Daten in Tabelle 6-4 teilweise nicht unmittelbar aus Tabelle 6-3 herleiten. In der der Ausarbeitung zugrunde liegenden Tabellenkalkulation wird grundsätzlich ohne Rundung gerechnet, so dass die Daten die tatsächliche Entwicklung wiedergeben. Dieses rein darstellungstechnisch bedingte Problem betrifft alle nachfolgenden Ausarbeitungen.

Bei der Berechnung in Tabelle 6-5 wurde der Kapitalisierungszinssatz vor Einkommensteuer in Höhe von 8,250% angewandt.

### 6.2.3 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008

Nach der Darstellung des bekannten Bewertungskalküls bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens, soll nun eine Fortschreibung dieser Vorgaben unter den neuen steuerlichen Rahmenbedingungen untersucht werden. Aufgrund der nicht unerheblichen Probleme im Zusammenhang mit der zutreffenden Abbildung bei der Realisation von Kursgewinnen des Bewertungsobjekts (vergleiche Kapitel 4), wird hierbei im Ursprungskalkül (Abschnitt 6.2.3.1) von einer unbegrenzten Haltedauer ausgegangen. Ergebnisse aus der Thesaurierung von Gewinnen fließen erneut ausschließlich über die Wiederanlageerträge in den Kalkül ein.

#### 6.2.3.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls

Trotz der in Kapitel 2 beschriebenen umfassenden Neuerungen der steuerlichen Rahmenbedingungen ändert sich die „äußere Form“ des Kalküls für die Detailplanungsphase kaum.<sup>357</sup>

$$UNW_{Phase I}^{U2.1} = \sum_{t=1}^n \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_t^{op} + TG_t^{2008,vSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt} + TG_t^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_t \cdot (1 - s_A^{ESt})}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST})}$$

Formel 6–8

mit:

- $TG_t^{2008,vSt}$  : Ertrag vor Steuern aus der Wiederanlage von thesaurierten Gewinnen zu den Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern nach dem UntStRefG 2008
- $s_A^{ESt}$  : Einheitlicher Abgeltungssteuersatz für Kapitaleinkünfte
- $s_{2008}^{GewSt}$  : Effektiver Gewerbesteuersatz nach dem UntStRefG 2008

<sup>357</sup> Vgl. hierzu auch *Wiese (2007b)*, S. 372 sowie die ergänzenden Erläuterungen in Abschnitt 6.5.2.

$s_{2008}^{KSt}$ 

: Körperschaftsteuersatz nach dem UntStRefG 2008

Hierbei ist allerdings zu beachten, dass im Gegensatz zum Halbeinkünfteverfahren mit dem Abgeltungsteuersatz  $s_A^{ESst}$  ein für alle Bewertungssubjekte qua Gesetz einheitlicher Einkommensteuersatz zur Anwendung kommt. Entsprechend der Änderung der Besteuerung der Kapitalgesellschaften ist auch die Herleitung von  $TG_t^{2008,vSt}$  zu überarbeiten:

$$TG_t^{2008,vSt} = i_t^U \cdot \left[ \underbrace{J\ddot{U}_{t-1}^{2008} \cdot (1 - q_{t-1})}_{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Periode } t-1} + \sum_{\epsilon=1}^{t-2} \left[ \underbrace{J\ddot{U}_{\epsilon}^{2008} \cdot (1 - q_{\epsilon})}_{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Perioden 1 bis } t-2} \cdot \prod_{\tau=\epsilon+1}^{t-1} \underbrace{[1 + i_{\tau}^U \cdot (1 - s_{2008}^{GewSt} - s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - q_{\tau})]}_{\text{Thesaurierungsbedingter Aufzinsungsfaktor für die Perioden 2 bis } t-1} \right] \right]$$

Formel 6–9

Wie zuvor auch, wird hierbei  $J\ddot{U}_t$  als Jahresergebnis nach Körper- und Gewerbesteuer aus der *operativen* Tätigkeit des Unternehmens verstanden und errechnet sich die Wiederanlagerendite  $i_t^U$  mit:<sup>358</sup>

$$i_t^U = \frac{i_t^{vESst}}{(1 - s_{2008}^{GewSt} - s_{2008}^{KSt})}$$

Formel 6–10

In allen vorstehenden Formeln kommt die Abschaffung des Betriebsausgabenabzugs für die Gewerbesteuer durch die einfache additive Verknüpfung von  $s_{2008}^{GewSt}$  und  $s_{2008}^{KSt}$  zum Ausdruck.

<sup>358</sup>

Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 53 und IDW (2007c), S. 31.

Vergleicht man die folgende Formel 6–11 zur ewigen Rente unter Einbeziehung eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags mit der Darstellung zum Halbeinkünfteverfahren, ändert sich der Form nach wieder die Angabe zu den anzuwendenden Einkommen- und Unternehmensteuersätzen:

$$UNW_{Phase II}^{U2.1,A1} = \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_{\infty}^{op} + TG_{\infty}^{2008,vSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt} + TG_{\infty}^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{KSt} + TG_{\infty}^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{\frac{i_{\infty}^{nEST} - w_{th}}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})}}$$

Formel 6–11

Hierbei gilt aber nun:

$$\begin{aligned} w_{th} &= i_{\infty}^U \cdot (1 - s_{2008}^{GewSt} - s_{2008}^{KSt}) \cdot (1 - q_{\infty}) \\ \Leftrightarrow w_{th} &= i_{\infty}^{vEST} \cdot (1 - q_{\infty}) \end{aligned}$$

Formel 6–12

Da der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag<sup>359</sup>  $w_{th}$  auch als Produkt des Kapitalisierungszinssatzes vor Einkommensteuer und des Thesaurierungsfaktors  $(1 - q_{\infty})$  analog Formel 6–6 formuliert werden kann, ergeben sich Auswirkungen aufgrund der Unternehmensteuerreform 2008 nur über eine Änderung des Kapitalisierungszinssatzes. Unter Anwendung der in Abschnitt 6.3.2.2 genannten Eigenkapitalkosten ist ein Anstieg der thesaurierungsbedingten Wachstumsrate  $w_{th}$  im Beispielfall zu beobachten. Unter Einbeziehung der neuen steuerlichen Rahmenbedingungen errechnet sich  $w_{th}$  nun wie folgt:

$$w_{th} = 9,436\% \cdot (100\% - 45\%) = 5,190\%$$

Berechnung 6-3

Mit Formel 6–7 erfolgte die Abbildung des thesaurierungsbedingten Wachstums bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens im Zähler des Bewertungs-

<sup>359</sup> Vgl. zur Einbeziehung inflationsbedingter Wachstumsabschläge unter dem neuen Steuerregime *Meidner (2008a)*, S. 248-255 und *Meidner (2008b)*, S. 10-14 sowie kritisch hierzu *Schwetzer (2008)*, S. 15-19.

kalküls. Ökonomisch wurde dies insbesondere als steuerfreie Aktienrückkäufe interpretiert.<sup>360</sup> Aufgrund der künftigen Besteuerung von Veräußerungs- bzw. Spekulationsgewinnen steht dieser Erklärungsansatz jedoch zukünftig nicht mehr zur Verfügung. Gleichwohl ist nachfolgend auch diese Form des Bewertungskalküls dargestellt. Dabei wird allerdings schon auf den ersten Blick klar, dass hier die Unternehmensteuerreform 2008 deutliche Spuren in der formalen Darstellung hinterlassen hat.<sup>361</sup>

$$UNW_{Phase II}^{U2.1, A2} = \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_{\infty}^{op} + TG_{\infty}^{2008, vSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt} + TG_{\infty}^{2008, vSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{KSt} + TG_{\infty}^{2008, vSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST}) \cdot \frac{1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST}}{(1 - s_A^{EST}) \cdot q_{\infty} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST}}}{i_{\infty}^{nEST} \prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})}$$

Formel 6–13

mit:

$s_K^{EST}$  : Effektiver Kursgewinnsteuersatz

<sup>360</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004)*, S. 897.

<sup>361</sup> Hinsichtlich der Überleitung von Formel 6–11 zu Formel 6–13 vergleiche Abschnitt 6.5.3.



### 6.2.3.2 Quantitatives Beispiel

Da die formale Darstellung des Entscheidungskalküls einer ausschließlich theoretischen Analyse der Änderungen aufgrund der Komplexität kaum zugänglich ist, soll stattdessen das obige quantitative Beispiel entsprechend modifiziert werden:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	105,19	110,65	116,39	122,43	128,78
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,00	5,19	10,65	16,39	22,43	28,78
./ GewSt (14,000%)	-14,00	-14,73	-15,49	-16,29	-17,14	-18,03
./ KSt (15,825%)	-15,83	-16,65	-17,51	-18,42	-19,37	-20,38
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	70,18	73,82	77,65	81,68	85,92	90,37
./ Thesaurierung lfd. Jahr	-38,60	-40,60	-42,71	-44,92	-47,25	-49,71
= Bruttoausschüttung	31,58	33,22	34,94	36,75	38,66	40,67
./ ESt (Abgeltungsteuer i.H.v. 26,375%)	-8,33	-8,76	-9,22	-9,69	-10,20	-10,73
= Nettoausschüttung	23,25	24,46	25,73	27,06	28,47	29,94
⇒ Barwert per 01.01.01	21,59	21,10	20,61	20,14	19,67	835,34
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>938,45</b>					

Tabelle 6-6: Barwertkalkül bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008 (Fall U2.1)

Aufgrund der Ausführungen in Kapitel 2 war mit einem Anstieg des Gesamtergebnisses nach Steuern und damit tendenziell auch mit einem Anstieg des Unternehmenswerts zu rechnen. Der im obigen Beispielfall nun zu beobachtende Anstieg des Unternehmenswerts um 26,18% fällt jedoch so deutlich aus, dass es einer näheren Untersuchung bedarf.<sup>362</sup> Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil ein operativ bedingtes Wachstum hier ausscheidet und die Gründe ausschließlich in der Änderung der steuerlichen Verhältnisse zu suchen sind.

Zunächst ist festzustellen, dass der Anstieg des Unternehmenswerts nicht auf die Änderung des Kapitalisierungszinssatzes nach Steuern zurückzuführen ist. Dessen geringfügiger Anstieg um 0,067%-Punkte mindert vielmehr den Unternehmenswert leicht. Diese Entwicklung kann vernachlässigt werden. Gleiches dürfte für den leichten Anstieg der Nettoausschüttungen gelten.

<sup>362</sup> Zu einem vergleichbaren Ergebnis kommend, jedoch ohne weitere Analyse der Ursachen, Lippmann (2007), S. 10.

Deutlicher fällt allerdings der Anstieg des thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags  $w_{th}$  von 4,537% auf 5,190% aus. Die Bedeutung von Wachstumsabschlägen für die Höhe des Unternehmenswerts und die mit ihnen verbundene erhebliche Hebelwirkung sind hinreichend bekannt.<sup>363</sup> In dem hier betrachteten Fall zeigt sich die Bedeutung der Änderung von  $w_{th}$  bei der Durchführung des Bewertungskalküls für *Fall U2.1* mit dem ursprünglichen Wert für  $w_{th}$ . Die Variation dieser Größe auf das ursprüngliche Niveau eliminiert den beobachteten Anstieg des Unternehmenswerts nahezu vollständig, so dass dieser wieder auf 764,35 GE sinken würde.

Damit wird deutlich, dass der Grund für den höheren Unternehmenswert nahezu ausschließlich in dem Barwert der ewigen Rente und damit in Formel 6–11 bzw. Formel 6–13 zu suchen ist.

Mit Rückgriff auf die Ergebnisse von *Laitenberger/Tschöpel*<sup>364</sup> liegt es nahe auch für den Bewertungskalkül unter dem neuen Steuerregime einen unendlichen Anstieg des Unternehmenswerts in Abhängig von der Ausschüttungsquote  $q$  zu vermuten. Die nähere Analyse von Formel 6–11 bestätigt dies: Je stärker sich die Ausschüttungsquote  $q$  dem kritischen Schwellenwert  $\hat{q}$  nähert, desto kleiner wird der Nenner im oberen Bruch des Kalküls nach Formel 6–11.

Es gilt:<sup>365</sup>

$$\hat{q} = \frac{s_K^{EST}}{1 - s_A^{EST} + s_K^{EST}}$$

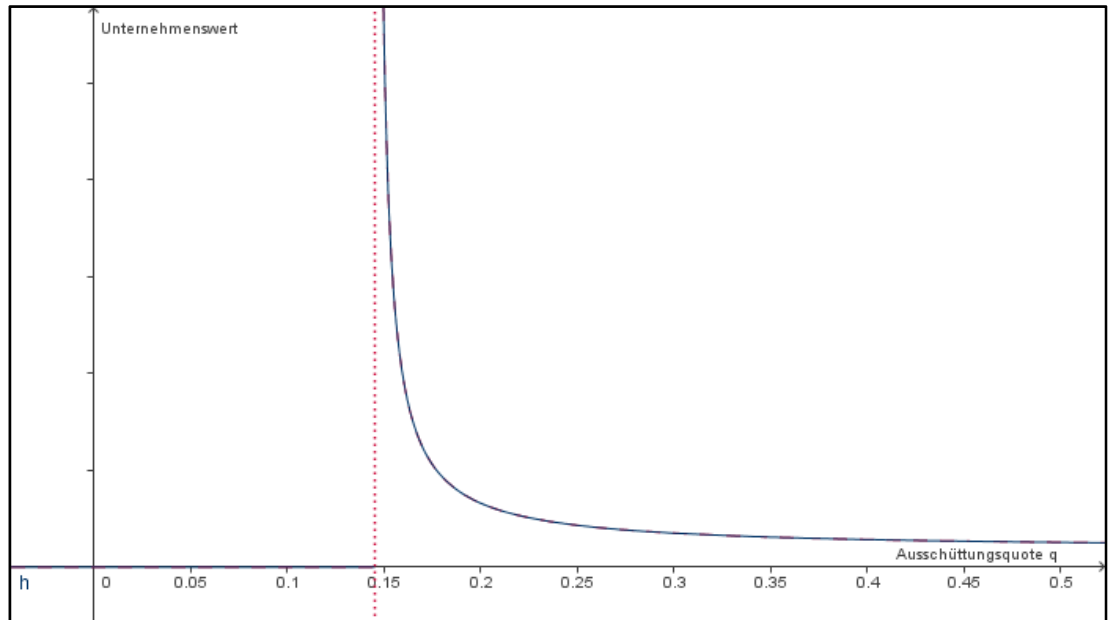
Formel 6–14

<sup>363</sup> Vgl. für eine grafische Darstellung in Bezug auf preisbedingtes Wachstum *IDW (2007c)*, S. 78.

<sup>364</sup> Vgl. *Laitenberger / Tschöpel (2003)*, S. 1363 f.

<sup>365</sup> Vgl. zur Herleitung von  $\hat{q}$  den Berechnungsnachweis in Abschnitt 6.5.4.

Im Extremfall wächst hierdurch der Hauptbruch insgesamt über alle Grenzen. Für  $q \leq \hat{q}$  ist der Bewertungskalkül nicht definiert. Der folgende Graph zeigt die Entwicklung beispielhaft auf.<sup>366</sup>



**Abbildung 6-2: Unendlichkeitsphänomen des Barwertkalküls für  $\hat{q} = 14,5138\%$  bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008**

Nun ist das Vorhandensein eines solchen Unendlichkeitsphänomens grundsätzlich nicht überraschend, da dieses Problem eben auch schon bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens zu beobachten war. Durch die Annahme der Ausschüttungsäquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage konnte dieser Effekt im Bewertungskalkül allerdings aufgrund der dann herrschenden Wertneutralität der Besteuerung vermieden werden. Diese Wertneutralität besteht aber offensichtlich nicht mehr und lässt sich auch nicht durch die Annahme einer Anlage der thesaurierten Mittel zu den Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern herstellen.<sup>367</sup> Diese Überlegung zeigt die vorstehende Berechnung. So kann die in Tabelle 6-2 dargestellte Vorsteuergröße wie folgt in Dividenden- und Kursgewinnrendite aufgeteilt und in

<sup>366</sup> Folgende Parameter wurden unterstellt:

$$i^{vEST} = 9,436\% \quad s_A^{EST} = 26,375\% \quad s_K^{EST} = 12,500\%$$

<sup>367</sup> Vgl. zur formalen Ableitung *Wiese (2007b)*, S. 372.

die entsprechende Nachsteuergröße überführt werden:

	Periode 1 – 5	Ewige Rente
Dividendenrendite	4,246%	4,246%
Kursgewinnrendite	5,190%	5,190%
⇒ Kapitalisierungszinssatz (vor ESt)	9,436%	9,436%
./. ESt auf Dividendenrendite (26,375%) und Kursgewinnrendite (12,500%)	-1,769%	-1,769%
⇒ Kapitalisierungszinssatz (nach ESt; ohne Wachstumsabschlag)	7,667%	7,667%
./. Thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag	0,000%	-5,190%
<b>Kapitalisierungszinssatz (nach ESt; mit Wachstumsabschlag)</b>	<b>7,667%</b>	<b>2,477%</b>

**Tabelle 6-7: Kapitalisierungszinssatz vor und nach Steuern bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008**

Setzt man die obige Dividendenrendite in das Verhältnis zum Kapitalisierungszinssatz vor Einkommensteuer, so zeigt sich die Äquivalenz mit der unterstellten Ausschüttungsquote  $q_\infty$  in Höhe von 45%.

Wie zuvor dargestellt, beträgt der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag  $w_{th}$  im Beispielkalkül 5,190% nach Formel 6–12 und entspricht damit der Höhe nach der Kursgewinnrendite vor Steuern.

Wie die nachstehende Übersicht zeigt, steigen sowohl das Gesamtergebnis nach Unternehmensteuern wie auch die Nettoausschüttung entsprechend:

	Periode 1	Periode 2 – 5	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^U$	13,446%	13,446%	13,446%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach KSt/GewSt</b>		5,190%	5,190%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum der <b>Nettoausschüttung</b>		5,190%	5,190%

**Tabelle 6-8: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit der Unternehmensteuerreform 2008**

Trotz der Einhaltung *dieser* Äquivalenzbeziehung zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage bleibt das Problem mit der „Unendlichkeit“ des Unternehmenswerts bestehen. Grund hierfür ist der von *Wiese* bereits ausführlich beschriebene Mangel an äquivalenter Besteuerung der Kursgewinne des

Bewertungsobjekts und der Alternativanlage.<sup>368</sup> Bedingt durch die hier implizit im Kalkül enthaltene Annahme einer unendlichen Haltedauer für das Bewertungsobjekt<sup>369</sup> werden Kursgewinne nicht realisiert und daher auch nicht der Kursgewinnbesteuerung nach dem neuen Steuerregime unterworfen. Dagegen wird für die Kursgewinne der Alternativanlage eine regelmäßige Realisation und Besteuerung unterstellt und ein, wenn auch im Beispielfall geschätzter effektiver Kursgewinnsteuersatz angesetzt.<sup>370</sup>

Das dieser Wachstumseffekt auch tatsächlich ausschließlich auf die Implementierung der Einkommensteuer nach den neuen steuerlichen Regelungen zurückzuführen ist, lässt sich durch die Überführung des Kalküls in eine Berechnung vor Einkommensteuer und Annahme der Vollausschüttung (analog zu Tabelle 6-5) im Beispielfall nachweisen.

Die nachfolgende Tabelle zeigt das bekannte Ergebnis:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
./. GewSt (14,000%)	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0
./. KSt (15,825%)	-15,8	-15,8	-15,8	-15,8	-15,8	-15,8
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2
./. Thesaurierung lfd. Jahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Bruttoausschüttung	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2
./. ESt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Nettoausschüttung	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2
⇒ Barwert per 01.01.01	64,1	58,6	53,5	48,9	44,7	473,8
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>743,72</b>					

**Tabelle 6-9: Beispielkalkül bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 bei Vollausschüttung vor persönlicher Einkommensteuer**

<sup>368</sup> Vgl. *Wiese (2007b)*, S. 368-375.

<sup>369</sup> Vgl. hierzu insbesondere Kapitel 4.

<sup>370</sup> Zu Zeiten des Halbeinkünfteverfahrens standen sich Bewertungsobjekt und Alternativanlage auch hinsichtlich der Kursgewinnbesteuerung äquivalent gegenüber. Durch die Annahme einer unendlichen Haltedauer für das Bewertungsobjekt und einer Mindestheldauer von mehr als einem Jahr für die Investition in das alternative Aktienportfolio (Spekulationsfrist nach § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG a.F.) konnte die effektive Kursgewinnsteuer für beide Investitionen mit 0 % typisiert werden.

Aufgrund des Anstiegs der Bruttoausschüttung auf 70,2 GE sowie des Kapitalisierungszinssatzes vor Einkommensteuer auf 9,436%, beläuft sich der hieraus resultierende Unternehmenswert auf 743,72 GE. Die Unternehmenssteuerreform 2008 hätte unter diesen (engen) Bedingungen folglich keine Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Auch mit Bezug auf *Wiese* sind nun drei Handlungsoptionen zu nennen, um diesem Problem zu begegnen:<sup>371</sup>

- (1) Vereinheitlichung der Kursgewinnbesteuerung durch Besteuerung der thesaurierten Beträge mit dem effektiven Kursgewinnsteuersatz der Alternativanlage unabhängig vom Zufluss beim Anteilseigner (*Alternativer Bewertungskalkül I*).<sup>372</sup>
- (2) Vereinheitlichung der Kursgewinnbesteuerung durch Annahme einer unendlichen Haltedauer für das Bewertungsobjekt *und* die Alternativanlage zur Vermeidung der Kursgewinnbesteuerung bei beiden Anlageformen (*Alternativer Bewertungskalkül II*).<sup>373</sup>
- (3) Akzeptanz der Divergenz von Bewertungsobjekt und Alternativanlage hinsichtlich der Besteuerung von Kursgewinnen (*Alternativer Bewertungskalkül III*).<sup>374</sup>

Sowohl die erste als auch die zweite Variante zielen auf die Herstellung einer vollkommen äquivalenten Besteuerung von Bewertungsobjekt und Alternativanlage und damit auf eine Wertneutralität der Einkommensteuer<sup>375</sup> ab.<sup>376</sup> Wie in Kapitel 4 schon diskutiert, hatte *Moxter* im Zusammenhang mit der von ihm postulierten *Steueräquivalenz* wohl ausschließlich die Vereinheitlichung von Bewertungsobjekt und Alternativanlage im Sinne einer Vor- oder

---

<sup>371</sup> Für eine weitere Alternative unter periodischer Realisation eines Teils der Kursgewinne vgl. *Streitferdt (2008)*, S. 270 f.

<sup>372</sup> Vgl. auch *Wiese (2007b)*, S. 373 f. sowie *IDW (2007c)*, S. 121-123.

<sup>373</sup> Vgl. auch *Wiese (2007b)*, S. 373 f. sowie *IDW (2007c)*, S. 119-121.

<sup>374</sup> Vgl. auch *Wiese (2007b)*, S. 375.

<sup>375</sup> Vgl. kritisch hierzu *Hommel / Dehmel / Pauly (2005)*, S. 13-18 sowie *Kruschwitz / Löffler (2005b)*, S. 77 f.

<sup>376</sup> Vgl. zu den Bedingungen für die Irrelevanz *Wiese (2003)*, S. 1-39 (Internetquelle).

Nachsteuerrechnung vor Augen.<sup>377</sup> Dagegen würde *Steueräquivalenz* im Kontext der ersten beiden Alternativen eine Vereinheitlichung hinsichtlich

- der Steuerart (Abgeltungsteuer und effektive Kursgewinnsteuer),
- der Steuersätze (Vereinheitlichung des effektiven Kursgewinnsteuersatzes) und,
- in Verbindung mit der (anerkannten) *Ausschüttungsäquivalenz*, der Ableitung der jeweiligen Bemessungsgrundlage (Dividenden- vs. Kursgewinnrendite)

bedeuten.

Inwieweit es eines solch weitergehenden Äquivalenzverständnisses bedarf, wird in Abschnitt 6.2.3.3.4 mit Bezug auf die einzelnen Alternativen diskutiert. Zuvor sollen jedoch alle drei aufgezeigten Varianten einer näheren Betrachtung unterzogen werden.

---

<sup>377</sup> Vgl. *Moxter (1983)*, S. 177 f.

### 6.2.3.3 Ableitung alternativer Bewertungskalküle

#### 6.2.3.3.1 Alternativer Bewertungskalkül I

Eine Vereinheitlichung der Kursgewinnbesteuerung im Sinne des *alternativen Bewertungskalküls I* bedeutet letztlich eine *fiktive* Zurechnung<sup>378</sup> der in jeder Bewertungsperiode thesaurierten und um den effektiven Kursgewinnsteuersatz<sup>379</sup> der Alternativanlage gekürzten Gewinn zu den Gesellschaftern. Weitergehende Erträge aus der Anlage dieser Gewinne in späteren Perioden dürfen nicht erneut in die Berechnung einfließen. Dementsprechend kann der Kalkül für den Detailplanungszeitraum formal wie folgt dargestellt werden:<sup>380</sup>

$$\begin{aligned}
 UNW_{Phase I}^{U2.1;ABI} = & \sum_{t=1}^n \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_t^{op} - (EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_t \cdot (1 - s_A^{EST})}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_\eta^{nEST})} \\
 & + \sum_{t=1}^n \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_t^{op} - (EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - q_t) \cdot (1 - s_K^{EST})}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_\eta^{nEST})}
 \end{aligned}$$

Formel 6–15

Unabhängig von der formalen Darstellung des Kalküls sind die Planungsrechnungen des Bewertungsobjekts unter Abbildung der tatsächlich geplanten Gewinnthesaurierung aufzustellen. Insoweit ist eine zusätzliche Planrechnung unter Berücksichtigung der fiktiven Zurechnung aufzustellen.

<sup>378</sup> Vgl. IDW (2007c), S. 31.

<sup>379</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 36; IDW (2007c), S. 31.

<sup>380</sup> Hinsichtlich alternativer Darstellungen und Berechnungsmethoden vergleiche IDW (2007c), S. 121 – 123.



Im Vergleich zu Formel 6–8 ist die Berechnung periodisch um den zweiten Summanden zu ergänzen und sind Erträge aus der Thesaurierung  $TG_t^{2008, vSt}$  nicht einzubeziehen. Für die unendliche Rente gilt folgende Berechnung:

$$\begin{aligned}
 UNW_{Phase II}^{U2.1, ABI} = & \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_{\infty}^{op} - (EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{i_{\infty}^{nEST}} \\
 & \prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST}) \\
 & + \frac{\left[ \begin{array}{l} EBT_{\infty}^{op} - (EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{KSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot (1 - q_{\infty}) \cdot (1 - s_K^{EST})}{i_{\infty}^{nEST}} \\
 & \prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})
 \end{aligned}$$

Formel 6–16

Ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag darf bei der oben gewählten Vorgehensweise nicht zusätzlich einbezogen werden. Durch die unmittelbare Zurechnung des nicht ausgeschütteten Gewinns durch den zweiten Summanden in Formel 6–16 wird das thesaurierungsbedingte Wachstum vollständig abgebildet.

Die Umsetzung dieses Kalküls für die bekannte beispielhafte Untersuchung führt zu den folgenden Nettozahlungsströmen auf Ebene des Gesellschafters:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	105,19	110,65	116,39	122,43	128,78
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,00	5,19	10,65	16,39	22,43	28,78
./. GewSt (14,000%)	-14,00	-14,73	-15,49	-16,29	-17,14	-18,03
./. KSt (15,825%)	-15,83	-16,65	-17,51	-18,42	-19,37	-20,38
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	70,18	73,82	77,65	81,68	85,92	90,37
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-38,60	-40,60	-42,71	-44,92	-47,25	-49,71
= Bruttoausschüttung	31,58	33,22	34,94	36,75	38,66	40,67
./. ESt (Abgeltungsteuer i.H.v. 26,375%)	-8,33	-8,76	-9,22	-9,69	-10,20	-10,73
⇒ <b>Nettoausschüttung</b>	<b>23,25</b>	<b>24,46</b>	<b>25,73</b>	<b>27,06</b>	<b>28,47</b>	<b>29,94</b>

Tabelle 6-10: Kalkulation der Nettoausschüttungen für den alternativen Bewertungskalkül I

Während dieser stetig ansteigende Zahlungsmittelfluss *tatsächlich* den Gesellschaftern für privaten Konsum oder weitergehende Investitionen zur Verfügung steht, gehen in die Bewertung des fiktiven Beispielunternehmens nach dem *alternativen Bewertungskalkül I* folgende Daten ein:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Liquiditätszufluss aus Gewinnausschüttungen ohne Ergebnisse a.d. Thesaurierung	23,25	23,25	23,25	23,25	23,25	23,25
+ Fiktive Zurechnung der thesaurierten Beträge	38,60	38,60	38,60	38,60	38,60	38,60
./. Fiktive Kursgewinnsteuer (12,500%)	-4,82	-4,82	-4,82	-4,82	-4,82	-4,82
= Zu diskontierende Cash-flows	57,02	57,02	57,02	57,02	57,02	57,02
⇒ Barwert per 01.01.01	52,96	49,19	45,69	42,43	39,41	514,04
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>743,72</b>					

Tabelle 6-11: Barwertkalkül für den alternativen Bewertungskalkül I

Bei der Diskontierung der Zahlungsmittelzuflüsse an die Gesellschafter ist in Tabelle 6-11 der einheitliche Kapitalisierungszinssatz entsprechend Tabelle 6-7 in Höhe von 7,667 % angewendet worden.

Unmittelbar ersichtlich ist die Übereinstimmung des Kalkulationsergebnisses mit der Vorsteuerrechnung in Abschnitt 6.2.2.3. Die Berechnung bestätigt die erwartete Wertneutralität der Einkommensteuer des Kalküls.

### 6.2.3.3.2 Alternativer Bewertungskalkül II

Während vorstehend von einer Vereinheitlichung der Kursgewinnbesteuerung entsprechend den tatsächlichen Verhältnissen für die Alternativanlage ausgegangen wurde, fingiert der nachfolgende Kalkül eine effektive Kursgewinnsteuer in Höhe von 0%.<sup>381</sup> Dies entspricht der tatsächlichen Besteuerung der Kursgewinne des Bewertungsobjekts auf Ebene des Anteilseigners unter der Annahme einer unendlichen Haltedauer. Da dieser Kalkül ausschließlich eine *Fiktion* hinsichtlich der Kursgewinnsteuer umfasst, entspricht die formale Ableitung des Unternehmenswerts der in Abschnitt 6.2.3.1 dargestellten Vorgehensweise. Auf eine erneute Darstellung wird daher verzichtet. Vielmehr soll das quantitative Beispiel aufbereitet werden.

Hierzu bedarf es zunächst allerdings einer Neuberechnung des Kapitalisierungszinssatzes *nach* Einkommensteuer mit  $s_K^{Est} = 0\%$ . Da<sup>382</sup>

$$i^{nEst} = i^{vEst} - d_j \cdot s_A^{Est} - k_j \cdot s_K^{Est}$$

Formel 6–17

mit:

$d_j$  : Dividendenrendite des Bewertungsobjekts

$k_j$  : Kursgewinnrendite des Bewertungsobjekts

gilt für  $i^{vEst} = 9,436\%$  und  $q_t = 45\%$ :

$$i^{nEst} = 9,436\% - 4,246\% \cdot 26,375\% - 5,190\% \cdot 0,00\% = 8,316\%$$

Berechnung 6-4

Unterstellt man – wie hier geschehen – einen konstanten Kapitalisierungszinssatz *vor* Einkommensteuer, so ändern sich die Eigenkapitalrendite *vor* Unternehmensteuern sowie der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag

<sup>381</sup> Vgl. IDW (2007c), S. 119-121.

<sup>382</sup> Vgl. IDW (2007c), S. 72.

nicht. Entsprechend gilt für die nun folgende Beispielrechnung weiterhin:

$$i_t^U : 13,446\% \qquad w_{th} : 5,190\%$$

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	105,19	110,65	116,39	122,43	128,78
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,00	5,19	10,65	16,39	22,43	28,78
./. GewSt (14,000%)	-14,00	-14,73	-15,49	-16,29	-17,14	-18,03
./. KSt (15,825%)	-15,83	-16,65	-17,51	-18,42	-19,37	-20,38
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	70,18	73,82	77,65	81,68	85,92	90,37
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-38,60	-40,60	-42,71	-44,92	-47,25	-49,71
= Bruttoausschüttung	31,58	33,22	34,94	36,75	38,66	40,67
./. ESt (Abgeltungsteuer i.H.v. 26,375%)	-8,33	-8,76	-9,22	-9,69	-10,20	-10,73
= Nettoausschüttung	23,25	24,46	25,73	27,06	28,47	29,94
⇒ Barwert per 01.01.01	21,46	20,85	20,24	19,66	19,09	642,41
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>743,72</b>					

Tabelle 6-12: Barwertkalkül für den alternativen Bewertungskalkül II

Während die Nettoausschüttungen mit der Berechnung in Abschnitt 6.2.3.2 übereinstimmen, sind deren Barwerte ob des gestiegenen Kapitalisierungszinssatzes nach Einkommensteuer deutlich gesunken und summieren sich zu der bekannten Größe von 743,72 GE auf.

Nach der Darstellung der beiden auf Wertneutralität der Einkommensteuer ausgerichteten Varianten, soll nun auf die dritte Alternative eingegangen werden.

#### 6.2.3.3.3 Alternativer Bewertungskalkül III

Der *alternative Bewertungskalkül III* ist auf die Akzeptanz der Divergenz von Bewertungsobjekt und Alternativanlage hinsichtlich der Besteuerung von Kursgewinnen ausgerichtet. Hierbei ist allerdings zu vermerken, dass genau dies natürlich schon den Ursprungskalkül in Abschnitt 6.2.3.1 auszeichnet und zu der Problematik des in die Unendlichkeit wachsenden Unternehmenswerts führt. Daher soll im Folgenden diskutiert werden, wie dieses Problem vermieden werden kann.

Eine Möglichkeit könnte darin bestehen, erneut die früher angenommene Vollausschüttung der distribuierbaren Gewinne pro Periode zu unterstellen. Damit könnte thesaurierungsbedingtes Wachstum ausgeschlossen und ein Wachstum in die Unendlichkeit dem Grunde nach schon vermieden werden. Dies erscheint jedoch kaum mit dem tatsächlichen Ausschüttungsverhalten der Unternehmen vereinbar, so dass diese Variante hier nicht weiter verfolgt werden soll.<sup>383</sup>

Gleichwohl führt ein Blick in die ältere Bewertungsliteratur zu einem weiteren Lösungsansatz.

In der inzwischen 25 Jahre alten IDW St/HFA 2/1983 heißt es in Abschnitt B. 2. b 2,1), die in dem Barwertkalkül zu betrachtende Zukunft des Unternehmens sei in *drei* Phasen einzuteilen.<sup>384</sup> Die erste wie dritte Phase wurde dabei analog zu den heute üblichen zwei Phasen der Bewertung als Detailplanungsphase und Phase der ewigen Rente interpretiert. Die zweite Phase hingegen habe einen Zeitraum von bis zu fünf Jahren zu umfassen. Innerhalb dieses Zeitraums sollten dann die maßgeblichen Größen, zum Beispiel anhand von Trends auf Basis der letzten Detailplanungsperiode, fortentwickelt werden.<sup>385</sup> Praktisch durchgesetzt hat sich dieser Vorschlag nicht.<sup>386</sup>

---

<sup>383</sup> Dies allerdings für einen auf Maximierung angelegten Kalkül bejahend *Schultze / Dinh Thi (2007)*, S. 1199.

<sup>384</sup> Vgl. *IDW (1983)*, S. 471. Vgl. darüber hinaus *Uzik / Weiser (2003)*, S. 709 und *Ballwieser (2007)*, S. 64 m.w.N.

<sup>385</sup> Vgl. auch *Ballwieser (2007)*, S. 64.

<sup>386</sup> Vgl. *Günther (1998b)*, S. 1839.

Im hier diskutierten Fall könnte allerdings die Einführung einer mittleren Phase die Probleme des zuvor diskutierten Ansatzes lösen. Während die erste Phase weiterhin als Detailplanungszeitraum verstanden werden kann, stellt der zweite Planungsabschnitt eine Phase mit weitestgehend eingeschwungenem Zustand dar. Diese Phase wird entgegen IDW St/HFA 2/1983 eine sehr hohe Anzahl von Perioden umfassen müssen ( $\gg 20$ ), was technisch einfach umzusetzen ist.<sup>387</sup> Die Fortschreibung der Daten könnte dabei unter der Annahme von für diese Perioden einheitlichen Regeln erfolgen. Weiterhin erscheint es sachgerecht typisierend das gültige Steuerregime zu unterstellen, einschließlich der Abbildung des thesaurierungsbedingten Wachstums der einzelnen Periodenergebnisse. Gegebenenfalls kann dann zusätzlich noch ein mengen- oder preisinduziertes Wachstum<sup>388</sup> der operativen Ergebnisse des Bewertungsobjekts unmittelbar einbezogen werden.<sup>389</sup>

In der sich dann anschließenden Phase der ewigen Rente soll diese auf Basis der letzten Planungsperiode der zweiten Phase in den Kalkül einbezogen werden. Auf die Einbeziehung einer thesaurierungsbedingten Wachstumsrate ist dabei zu verzichten. Dieser Vorschlag wird hier unterbreitet, obwohl eine Begünstigung von nicht ausgeschütteten Gewinnen in künftigen Steuersystemen und damit thesaurierungsbedingtes Wachstum natürlich möglich ist. Allerdings erscheint die Annahme, künftige Steuersysteme werden dem Heutigen entsprechen und der Wachstumsabschlag errechne sich deshalb in der fernen Zukunft nach Formel 6–12, *mindestens* genauso spekulativ, wie die Verneinung dieser Annahme. Da aber mit der Einbeziehung des Wachstumsabschlags  $w_{th}$  heutiger Prägung die oben beschriebene operativ nicht begründbare Steigerung des Unternehmenswerts verbunden ist, soll der Trade-off zwischen wirtschaftlicher Betrachtungsweise und theoretisch denkbarer Vorgehensweise hier zugunsten der wirtschaftlichen Betrachtungs-

---

<sup>387</sup> Spätestens mit der Einführung der Zinsstrukturkurven zur Ermittlung des Basiszinssatzes durch *IDW S 1 i.d.F. 2005* fließen in den Bewertungskalkül Berechnungen über eine erhebliche Anzahl von Perioden ein. Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2005*, Tz. 127.

<sup>388</sup> Vgl. für eine empirischen Untersuchung von Wachstumsannahmen in Unternehmensbewertungsgutachten *Schüler / Lampenius (2007b)*, S. 232-248.

<sup>389</sup> Vgl. hierzu *Beyer (2008)*, S. 256-267.

weise aufgelöst werden.<sup>390</sup> Durch die Einführung der mittleren Phase wird dieser Konflikt ohnehin schon erheblich entschärft, da der Barwert der unendlichen Rente einen wesentlich geringeren Anteil des Unternehmenswerts ausmachen wird.<sup>391</sup>

Demnach würde sich der Unternehmenswert bei diesem *modifizierten Phasenmodell* aus drei Komponenten zusammensetzen, was auch mit dem Phasenverständnis des aktuellen *IDW S 1 i.d.F. 2008* grundsätzlich in Einklang stünde.<sup>392</sup>

$$UNW_{t=0} = UNW_{Phase I} + UNW_{Phase II} + UNW_{Phase III}$$

Formel 6–18

Da die erste Phase unverändert definiert ist, gelten für  $UNW_{Phase I}$  weiterhin Formel 6–8 bis Formel 6–10. Die eingeschobene zweite Phase aus  $m$  Perioden soll auf Basis eines eingeschwungenen Zustands definiert werden. Dementsprechend wird das *operative* Ergebnis vor Steuern  $EBT_{n+1}^{op}$  sowie die Ausschüttungsquote  $q_{n+1}$  intertemporär konstant dargestellt:

$$UNW_{Phase II}^{U2.1, ABIII} = \frac{\sum_{\lambda=n+1}^{n+m} \left( \frac{EBT_{n+1}^{op} + TG_{\lambda}^{2008, vSt}}{-(EBT_{n+1}^{op} + \Delta BMG_{n+1}^{GewSt} + TG_{\lambda}^{2008, vSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt}} - \frac{EBT_{n+1}^{op} + \Delta BMG_{n+1}^{KSt} + TG_{\lambda}^{2008, vSt}}{-(EBT_{n+1}^{op} + \Delta BMG_{n+1}^{KSt} + TG_{\lambda}^{2008, vSt}) \cdot s_{2008}^{KSt}} \right) \cdot q_{n+1} \cdot (1 - s_A^{EST})}{\prod_{\eta=n+1}^{\lambda} (1 + i_{\eta}^{nEST}) \cdot \prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})}$$

Formel 6–19

<sup>390</sup> Vgl. zur Sicherstellung einer an den ökonomischen Verhältnissen orientierten Betrachtung insbesondere *Moxter (1983)*, S. 125. Betreffend des bewussten Außerachtlassen ausschließlich thesaurierungsbedingtem Wachstums vgl. *Knoll (2005a)*, S. 1120-1125.

<sup>391</sup> Vgl. *Frühling (2004)*, S. 741-746; *Cheridito / Schneller (2004)*, S. 736 sowie *IDW (2007c)*, S. 55.

<sup>392</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 76.

Wie bereits erwähnt, wäre es auch denkbar, in Formel 6–19 eine konstante Wachstumsrate  $w_{op}$  des operativen Gewinns vor Steuern einzubeziehen.<sup>393</sup> In diesem Fall entspräche der operative  $EBT_{\lambda}^{op}$  der Periode  $\lambda$  dem Produkt von operativen  $EBT_{n+1}^{op}$  und  $(1+w_{op})^{\lambda}$ . Der Thesaurierungsgewinn vor Steuern der Periode  $\lambda$  ist analog Formel 6–9 definiert. Daher wird auf eine Wieder-gabe der nur um den Periodenindex geänderten Formel an dieser Stelle ver-zichtet.

Um den formalen Teil des Lösungsansatzes abzuschließen, sind noch die Auswirkungen auf die letzte Phase darzustellen. Dabei wird unterstellt, dass alle Parameter nachhaltig konstant bleiben. Entsprechend diesen Vorgaben ergibt sich  $UNW_{Phase III}$  wie folgt:

$$UNW_{Phase III}^{U2.1;ABIII} = \frac{\left( \frac{\overline{EBT}_{\infty}^{op} + \overline{TG}_{\infty}^{2008,vSt}}{-\overline{EBT}_{\infty}^{op} + \overline{\Delta BMG}_{\infty}^{GewSt} + \overline{TG}_{\infty}^{2008,vSt}} \cdot \overline{s}_{2008}^{GewSt} \right) \cdot \overline{q}_{\infty} - \left( \frac{\overline{EBT}_{\infty}^{op} + \overline{\Delta BMG}_{\infty}^{KSt} + \overline{TG}_{\infty}^{2008,vSt}}{-\overline{EBT}_{\infty}^{op} + \overline{\Delta BMG}_{\infty}^{KSt} + \overline{TG}_{\infty}^{2008,vSt}} \cdot \overline{s}_{2008}^{KSt} \right)}{i_{\infty}^{nEst} \prod_{t=1}^{n+m} (1 + i_t^{nEst})}$$

Formel 6–20

Die formalen Ergebnisse dieses Abschnitts sollen nun noch anhand des be-kannten quantitativen Beispiels betrachtet werden. Die Phase II wird hierbei bis in die Periode 50 ausgedehnt. Hierdurch wird ein sehr langer Zeitab-schnitt typisiert geplant, so dass die Bedeutung der dritten Phase erheblich abnimmt und gleichzeitig thesaurierungsbedingtes Wachstum hinreichend abgebildet wird.

<sup>393</sup> Vgl. zur Berücksichtigung von Wachstum grundlegend *Ballwieser (1997a)*, S. 2393-2396; *Siegel (1997)*, S. 2389-2392; *Günther (1998a)*, S. 382-387.



	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	105,19	110,65		1.134,23	1.193,10	1.255,01
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00		100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thes.	0,00	5,19	10,65		1.034,23	1.093,10	1.155,01
./. GewSt (14,000%)	-14,00	-14,73	-15,49		-158,79	-167,03	-175,70
./. KSt (15,825%)	-15,83	-16,65	-17,51		-179,49	-188,81	-198,61
= Gesamtergebnis n. Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	70,18	73,82	77,65		795,95	837,25	880,71
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-38,60	-40,60	-42,71		-437,77	-460,49	-484,39
= Bruttoausschüttung	31,58	33,22	34,94		358,18	376,76	396,32
./. ESt (Abgeltungsteuer i.H.v. 26,375%)	-8,33	-8,76	-9,22		-94,47	-99,37	-104,53
= Nettoausschüttung	23,25	24,46	25,73		263,71	277,39	291,79
⇒ Barwert per 01.01.01	21,59	21,10	20,61		7,06	6,90	94,69
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>740,11</b>						

**Tabelle 6-13: Barwertkalkül bei Gültigkeit der  
Unternehmensteuerreform 2008 und modifiziertem Phasenmodell**

Bei der Diskontierung der periodischen Cash-flows ist im Beispielsfall der einheitliche Kapitalisierungszinssatz nach Steuern entsprechend Tabelle 6-7 in Höhe von 7,667% zur Anwendung gekommen.

Wie Tabelle 6-13 zeigt, sinkt der Unternehmenswert im Vergleich zur Berechnung nach Tabelle 6-6 durch die Modifikation des Phasenmodells erheblich und entspricht der Höhe nach nahezu den Ergebnissen aus den vorstehenden Abschnitten. Dieses Ergebnis darf aber nicht darüber hinweg täuschen, dass der Unternehmenswert im *modifizierten Phasenmodell* nicht zwangsläufig zu vergleichbaren Ergebnissen führt.

Während die Berechnungsmethoden sowohl in Abschnitt 6.2.3.3.1 als auch in Abschnitt 6.2.3.3.2 von der Ausschüttungsquote  $q$  unabhängig sind, führt die Variation von  $q$  im *modifizierten Phasenmodell* unmittelbar zu einer mehr oder weniger deutlichen Änderung des Unternehmenswerts:

Ausschüttungsquote $q$	Unternehmenswert nach modifiziertem Phasenmodell
10%	389,74
40%	733,25
45%	740,11
50%	741,50
60%	734,16
100%	673,87

**Tabelle 6-14: Unternehmenswerte in Abhängigkeit von der Ausschüttungsquote  $q$  im modifizierten Phasenmodell**

Tabelle 6-14 zeigt für den hier betrachteten Fall eine relative Konstanz des Unternehmenswerts in dem empirisch beobachtbaren Bereich für  $q$  zwischen 40% und 60%.<sup>394</sup> Für  $q = 0\%$  ist der Kalkül nicht definiert.

Dieses Ergebnis ist jedoch nicht ohne weiteres zu verallgemeinern. Daher erfordert eine praktische Anwendung des *modifizierten Phasenmodells* eine sorgfältige Untersuchung der Sensitivität des Kalküls in Abhängigkeit der konkreten Parameter.

In dem nun folgenden Abschnitt werden die drei betrachteten Alternativen anhand der in Kapitel 4 dargestellten Grundsätze einer Beurteilung unterzogen.

<sup>394</sup>

Vgl. Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004), S. 894.

#### 6.2.3.3.4 Beurteilung der alternativen Bewertungskalküle

##### a) Alternativer Bewertungskalkül I

<b>Alternativer Bewertungskalkül I: Vereinheitlichung der Besteuerung der Kursrendite auf die effektive Kursgewinnbesteuerung der Alternativanlage</b>	
<b>(1) Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung</b>	
▪ Zuflussprinzip	Das Zuflussprinzip ist bei Anwendung des <i>Bewertungskalküls I</i> nur sehr bedingt gewahrt. Insbesondere durch die Einbeziehung der nicht ausgeschütteten Gewinnanteile in die Kalkulation des Nettobarwerts wird das Zuflussprinzip durchbrochen. Weiterhin stellt die Reduzierung der <i>tatsächlich</i> geplanten Ausschüttungen um die anteiligen Gewinne aus der Wiederanlage thesaurierter Überschüsse einen Verstoß gegen dieses grundlegende Prinzip dar, wenngleich diese Vorgehensweise im Rahmen der Konzeptionierung des <i>Bewertungskalküls I</i> notwendig erscheint, um eine doppelte Berücksichtigung dieser Erträge zu vermeiden.
▪ Vergleichsprinzip	Das Vergleichsprinzip im zuvor dargestellten Sinn zielt insbesondere auf den Vergleich des Bewertungsobjekts mit einer ökonomisch sinnvollen und relevanten Alternative ab. Da auch der betrachtete Alternativkalkül grundsätzlich auf ein Aktienportfolio als Vergleichsmaßstab rekurriert, erscheint das Vergleichsprinzip insoweit gewahrt.

(2) Äquivalenzgrundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausschüttungs- äquivalenz</li> </ul>	<p>Die Herstellung der Ausschüttungsäquivalenz ist in der Systematik des betrachteten Kalküls von großer Bedeutung. Durch die Annahme einer einheitlich strukturierten Besteuerung bedarf es zwingend der Herstellung der Ausschüttungsäquivalenz, um die angestrebte Wertneutralität der Einkommensteuer zu erzielen. Finanzmathematisch ist diese unproblematisch im Alternativkalkül I herstellbar.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Steueräquivalenz</li> </ul>	<p>Die Steueräquivalenz wird im Rahmen der Konzeption von <i>Bewertungskalkül I</i> sehr eng gefasst. Sowohl für die Alternativanlage wie auch das Bewertungsobjekt wird eine einheitliche Besteuerung der Dividenden- und Kursrendite unterstellt.<sup>395</sup> Für das Bewertungsobjekt ist damit die Annahme einer begrenzten Haltedauer verbundenen. Hierauf wird nachfolgend noch eingegangen.</p>
(3) Grundlegende Annahmen und Fiktionen	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Annahme einer teilweisen Gewinnthesaurierung</li> </ul>	<p>Die Annahme der teilweisen Gewinnthesaurierung fließt zwar zunächst in die Planung der Unternehmung ein. Im Rahmen des Barwertkalküls ist die geplante Gewinnthesaurierung durch die fiktive Hinzurechnung der thesaurierten Beträge letztlich jedoch nur insoweit von Bedeutung, als die fiktiv zugerechneten Beträge dem effektiven Kursgewinnsteuersatz der Alternativanlage unterworfen werden. Damit wird durch die teilweise Gewinnthesaurierung die Höhe der periodisch einfließenden Einkommensteuern beeinflusst.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts und Annahme einer (un-) endlichen Haltedauer</li> </ul>	<p>Für das Bewertungsobjekt wird in Übereinstimmung mit der herrschenden Meinung eine unbegrenzte Lebensdauer unterstellt. Da jedoch gleichzeitig eine begrenzte Haltedauer unterstellt wird, sind Kursgewinne des Bewertungsobjekts in den Kalkül einzubeziehen. Dies geschieht durch die fiktive Zurechnung der um einen effektiven Kursgewinnsteuersatz geminderten Thesaurierungsbeträge. Durch diese Vorgehensweise werden die in Kapitel 4 beschriebenen Probleme umgangen. Fraglich</p>

<sup>395</sup>

Vgl. kritisch zu dieser Vorgehensweise *Kruschwitz / Löffler (2005b)*, S. 77 f.

	<p>bleibt jedoch, inwieweit durch die periodische Zurechnung der nicht ausgeschütteten Gewinne der eigentlich notwendige Barwertkalkül über eine Vielzahl von Perioden mit zwischenzeitlichen Kursgewinnrealisationen im Turnus der typisierten Haltedauer zutreffend abgebildet wird. Rein finanzmathematisch erscheint dies schon aufgrund der nicht vollständigen Abbildung der steuerlichen Effekte einer Kursgewinnrealisation sowie die offensichtlich unterstellte Abwesenheit von Transaktionskosten zumindest in Bezug auf kleinere und mittelgroße, nicht börsennotierte Kapitalgesellschaften fraglich.</p>
(4) Sonstige bewertungsrelevante Aspekte	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sensitivität des Bewertungsansatzes hinsichtlich Änderungen des Steuersystems</li> </ul>	<p>Wie gezeigt werden konnte, ist der Kalkül unabhängig von der Änderung des Steuersystems. Die getroffenen Annahmen führen in dem Berechnungsbeispiel zu dem gleichen Ergebnis wie ein Kalkül vor Einkommensteuer und einer angenommenen Vollausschüttung.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sensitivität hinsichtlich der Änderung weiterer Parameter (insbesondere der Ausschüttungsquote <math>q</math>)</li> </ul>	<p>Durch die Herstellung der Ausschüttungsäquivalenz in Kombination mit der Annahme über die fiktive Hinzurechnung und Besteuerung der thesaurierten Gewinne reagiert der Kalkül nicht auf eine Änderung der Ausschüttungsquote.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kommunizierbarkeit des Bewertungsansatzes</li> </ul>	<p>Aufgrund der genannten Kritik erscheint es fraglich, ob der alternative <i>Bewertungskalkül I</i> in dieser Form ohne weiteres kommuniziert werden kann. Die getroffenen Fiktionen und Annahmen sind sehr weitreichend und stehen zum Teil in Widerspruch zu anerkannten Grundsätzen der Unternehmensbewertung.</p> <p>Für die Kommunizierbarkeit des Kalküls mag dessen Ergebnisübereinstimmung mit dem bisherigen Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und die grundsätzliche Annahme einer Wertneutralität der Einkommensteuer sprechen. Hierdurch wird eine Konstanz der Unternehmenswerte bei im Zeitablauf sich ändernder Steuersystemen in immer kürzer werdenden Zyklen ge-</p>

währleistet.

Darüber hinaus kann die erreichte Irrelevanz der Einkommensteuer zu einer größeren Akzeptanz des Ergebnisses bei den beteiligten Parteien im Fall von Bewertungsanlässen in einem internationalen Kontext führen. Bekanntlich wird gerade in der angelsächsischen Bewertungspraxis grundsätzlich vor Einkommensteuer gerechnet. Sofern dies jedoch von Bedeutung ist, könnte gleich auf einen Voreinkommensteuernkalkül abgestellt werden.

Beiden zuletzt genannten Argumenten zugunsten des Bewertungskalküls ist gemein, dass sie letztlich darauf aufbauen, den tatsächlich vorhandenen Einfluss der Einkommensteuer auf die Beurteilung einer Investition auszublenken.

## b) Alternativer Bewertungskalkül II

<b>Alternativer Bewertungskalkül II: Vereinheitlichung der Besteuerung der Kursrendite auf die effektive Kursgewinnbesteuerung des Bewertungsobjekts</b>	
<b>(1) Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zuflussprinzip</li> </ul>	In den Kalkül fließen ausschließlich die geplanten Cash-flows an die Gesellschafter ein. Das Zuflussprinzip wird hierdurch gewahrt.
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vergleichsprinzip</li> </ul>	Ebenso ist das Vergleichsprinzip durch die unterstellte alternative Anlage in einem Aktienportfolio grundsätzlich gewahrt. Hinsichtlich der fiktiven steuerlichen Freistellung von Kursgewinnen, die mit der tatsächlichen Besteuerung nicht zwangsläufig in Einklang steht, wird auf die folgenden Ausführungen zur Steueräquivalenz verwiesen.
<b>(2) Äquivalenzgrundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausschüttungs- äquivalenz</li> </ul>	Entsprechend der Vorgehensweise des <i>Bewertungskalküls I</i> stellt die Ausschüttungsäquivalenz auch bei der hier betrachteten Ausprägung des Ertragswertverfahrens einen zentralen Äquivalenzgrundsatz dar.
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Steueräquivalenz</li> </ul>	<p>Der Kalkül ist, wie bereits ausgeführt, auf die Herstellung der Wertneutralität der Einkommensteuer ausgerichtet. Durch die Annahme einer äquivalenten Besteuerung mit dem effektiven Kursgewinnsteuersatz des Bewertungsobjekts, also 0 %, wird dieses Ziel erreicht.<sup>396</sup></p> <p>Diese Fiktion bedeutet letztlich eine Übertragung der Annahme einer nicht begrenzten Haltedauer der Anteile an dem Bewertungsobjekt auf die Haltedauer des Aktienportfolios. Dass diese Annahme vermutlich nicht mit den Verhältnissen in der Realität übereinstimmt, liegt nahe. Untersuchungen für andere Wirtschaftsräume zeigen dies auch.<sup>397</sup></p> <p>Darüber hinaus ist mit der unterstellten Ausprägung des</p>

<sup>396</sup> Vgl. kritisch zu dieser Vorgehensweise *Kruschwitz / Löffler (2005b)*, S. 77 f.

<sup>397</sup> Vgl. Kapitel 3.

	<p>effektiven Kursgewinnsteuersatzes eine Inkonsistenz des Kalküls verbunden. Sofern auch für die Alternativanlage eine nicht begrenzte Haltedauer unterstellt wird, flößen dem Investor aus dieser ausschließlich Dividendenerträge zu. Kursgewinne dürften bei konsequenter Umsetzung mangels Zufluss nicht in den Kalkül einbezogen werden. Daher würden Dividenden- und Alternativrendite übereinstimmen. Dies wiederum hätte aufgrund der Annahme der Ausschüttungsäquivalenz die Vollausschüttung der distribuierbaren Gewinne des Bewertungsobjekts zur Folge.<sup>398</sup> Hierdurch würde jedoch die Annahme einer teilweisen Gewinnthesaurierung verletzt.</p> <p>Dieser Konflikt lässt sich nicht ohne weiteres auflösen, so dass bei Präferenz für den alternativen <i>Bewertungskalkül</i> // die Konsistenz des Bewertungsansatzes insoweit nicht gewahrt ist.</p>
(3) Grundlegende Annahmen und Fiktionen	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Annahme einer teilweisen Gewinnthesaurierung</li> </ul>	<p>Siehe unmittelbar vorstehende Ausführungen.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts und Annahme einer (un-) endlichen</li> </ul>	<p>Die Annahme einer unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts und einer unendlichen Haltedauer fließt in den Kalkül ein, führt aber aufgrund der tatsächlich wohl abweichenden Haltedauer für die Alternativanlage zu der beschriebenen Inkonsistenz.</p>

<sup>398</sup> Vgl. Wiese (2007b), S. 373.



(4) Sonstige bewertungsrelevante Aspekte	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sensitivität des Bewertungsansatzes hinsichtlich Änderungen des Steuersystems</li> </ul>	<p>Wie auch für diese Variante gezeigt werden konnte, ist der Kalkül unabhängig von der Änderung des Steuersystems. Das Ergebnis des Berechnungsbeispiels entspricht ebenfalls dem Kalkül vor Einkommensteuer und einer angenommenen Vollausschüttung.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sensitivität hinsichtlich der Änderung weiterer Parameter (insbesondere der Ausschüttungsquote <math>q</math>)</li> </ul>	<p>Durch die Herstellung der Ausschüttungsäquivalenz wirken sich Änderungen der Ausschüttungsquote bei Wahrung des Zusammenhangs mit der Alternativanlage nicht aus. Auf die bestehende Inkonsistenz wurde bereits hingewiesen.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kommunizierbarkeit des Bewertungsansatzes</li> </ul>	<p>Der Ansatz ist vergleichsweise einfach strukturiert und daher ausgesprochen gut kommunizierbar. Die bestehende Inkonsistenz mag sogar von den an einem Bewertungsprozess beteiligten Parteien als praxisorientierte Vereinfachung akzeptiert werden.</p> <p>Hinsichtlich der (denkbaren) Vorteile des letztlich erzielten Vorsteuerkalküls wird auf die Ausführungen unter Abschnitt a) verwiesen.</p>

### c) Alternativer Bewertungskalkül III

<b>Alternativer Bewertungskalkül III: Modifiziertes Phasenmodell</b>	
<b>(1) Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zuflussprinzip</li> </ul>	<p>Das Zuflussprinzip wird ohne Einschränkungen gewährt. Wie bei dem <i>Bewertungskalkül II</i> fließen ausschließlich die tatsächlich geplanten Cash-flows zugunsten der Anteilseigner in die Berechnung ein. Die thesaurierten Ergebnisse erhöhen dabei künftige Dividendenzahlungen aufgrund der angenommenen Anlage zu den Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vergleichsprinzip</li> </ul>	<p>Entsprechend der Vorgehensweise aller Kalküle in diesem Kapitel wird das Vergleichsprinzip durch die Alternativinvestition in ein Aktienportfolio gewährt. Von der Realität abweichende Fiktionen sind dabei nicht notwendig.</p>
<b>(2) Äquivalenzgrundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausschüttungsäquivalenz</li> </ul>	<p>Die Ausschüttungsäquivalenz ist ohne Einschränkungen in dem Kalkül umsetzbar.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Steueräquivalenz</li> </ul>	<p>Der Annahme einer äquivalenten Besteuerung von Bewertungsobjekt und Alternativinvestition im Sinne einer konsistenten Nacheinkommensteuerrechnung wird entsprochen. Die Ausweitung der Steueräquivalenz auch auf eine Äquivalenz</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ der Steuerart (Abgeltungsteuer und effektive Kursgewinnsteuer),</li> <li>▪ der Steuersätze (Vereinheitlichung des effektiven Kursgewinnsteuersatzes) sowie</li> <li>▪ der äquivalenten Ableitung der jeweiligen Bemessungsgrundlage (Dividenden- vs. Kursgewinnrendite)</li> </ul> <p>erfolgt bewusst nicht. Der hieraus resultierende Wachstumseffekt ist konsequent in den Perioden der <i>Phasen I</i> und <i>II</i> abgebildet. Das wirtschaftlich nicht begründbare Wachstum über alle Grenzen wird jedoch durch das Außerachtlassen eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags in der Phase der ewigen Rente vermieden. Diese Auflösung des Trade-off zwischen finanzma-</p>

	<p>thematisch Denkbarem und wirtschaftlich Sinnvollem erfolgt im Sinne von <i>Moxters</i> Verständnis einer ökonomischen Betrachtungsweise.</p> <p>Im Kontext der Abbildung der steuerlichen Verhältnisse ist auf einen weiteren Vorteil des <i>modifizierten Phasenmodells</i> hinzuweisen. Aufgrund der Ausdehnung des Kalküls auf eine erhebliche Anzahl von Perioden können langfristig wirkende Änderungen der steuerlichen Bemessungsgrundlagen unmittelbar abgebildet werden. Auf die später folgende Darstellung zu gemischt finanzierten Unternehmen wird verwiesen.</p>
<b>(3) Grundlegende Annahmen und Fiktionen</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Annahme einer teilweisen Gewinnthesaurierung</li> </ul>	Die Thesaurierung von Gewinnen fließt uneingeschränkt in den Kalkül ein.
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts und Annahme einer (un-) endlichen</li> </ul>	Ebenso ist die Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts gewährt. Eine Ausweitung der Annahme einer unbegrenzten Haltedauer auf die Haltedauer der Alternativanlage bedarf es nicht.

(4) Sonstige bewertungsrelevante Aspekte	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sensitivität des Bewertungsansatzes hinsichtlich Änderungen des Steuersystems</li> </ul>	<p>Der Kalkül ist sensitiv auf Änderungen des Steuersystems. Damit reflektiert der Ansatz die anerkannte Annahme der Beeinflussung eines Investitionskalküls durch die steuerlichen Rahmenbedingungen.</p> <p>Hiermit einher geht die Notwendigkeit einer Anpassung des Kalküls bei Änderungen des Steuersystems. Dieser Mangel an Konstanz in dem anzuwendenden Kalkül mag als Nachteil verstanden werden.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sensitivität hinsichtlich der Änderung weiterer Parameter (insbesondere der Ausschüttungsquote <math>q</math>)</li> </ul>	<p>Wie das einfache Tableau auf Seite 183 zeigt, reagiert der Kalkül auf eine Variation der Ausschüttungsquote <math>q</math>. Daher ist es von besonderer Bedeutung bei der Anwendung des modifizierten Phasenmodells, die Ausschüttungsäquivalenz von Bewertungsobjekt und Alternativanlage zu wahren. Nur so können nicht sachgerechte Beeinflussungen des Bewertungsergebnisses vermieden werden.</p> <p>Weiterhin ist die Sensitivität des Unternehmenswerts in Bezug auf die Anzahl der Perioden der zweiten Phase zu berücksichtigen. Da in der zweiten Phase des modifizierten Phasenmodells das thesaurierungsbedingte Wachstum abgebildet wird, könnte der Bewerter an dieser Stelle ganz unmittelbar das Ergebnis der Kalkulation beeinflussen. Ob dieser Einwand durch die Vorgabe einer bestimmten Anzahl von Perioden aufgelöst werden kann, erscheint fraglich. Letztlich handelt es sich hierbei um einen nicht vermeidbaren Spielraum des Bewertungskalküls, der „im Rahmen eines sachverständigen gutachterlichen Ermessens“<sup>399</sup> auszufüllen ist.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kommunizierbarkeit des Bewertungsansatzes</li> </ul>	<p>Aufgrund der stringenten Beachtung tradierter Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung durch das <i>modifizierte Phasenmodell</i> erscheint der Ansatz grundsätzlich gut kommunizierbar zu sein.</p>

<sup>399</sup>

IDW (2007c), S. 9.

	<p>Anzumerken ist jedoch der im Vergleich zu früheren bzw. den alternativen Kalkülen geringere Charme der komplexen Kalkulation aufgrund der Vielzahl von zu betrachtenden Perioden. Hiermit verbunden ist allerdings der Vorteil einer „Offenlegung“ der unterstellten Unternehmensentwicklung. In einem Kalkül, der die ewige Rente bereits nach wenigen Detailplanungsperioden unterstellt, sind die Wirkung von thesaurierungsbedingten (und mengen- oder preisinduzierten) Wachstumsabschlägen nicht unmittelbar ersichtlich. Sowohl der Bewerter wie auch die beteiligten Parteien kommen im modifizierten Phasenmodell nicht umhin, die Fortentwicklung der Daten im Detail zu analysieren. Auf die Abbildung steuerlicher Änderungen wurde schon hingewiesen.</p>
--	---

Zusammenfassend ist festzustellen, dass keine der vorgestellten Bewertungsalternativen ohne Vereinfachung oder Typisierung auskommt. Die *Bewertungsalternativen I und II* lösen sich dabei in einzelnen Aspekten mehr oder weniger weit von den tatsächlichen Verhältnissen des Bewertungsobjekts bzw. der Alternativanlage. Der dritte Alternativkalkül bedarf dieser Abstraktion nicht; kommt im Gegenzug jedoch nicht ohne die Eröffnung weiterer Bewertungsspielräume aus, die durch gutachterliches Ermessen zu füllen sind.

Aus bewertungspraktischer Sicht erscheinen alle unterbreiteten Verfahren für eine Umsetzung geeignet. Die damit einhergehenden Nachteile können dabei als praktikable Vereinfachung akzeptiert werden. Aufgrund der grundlegenden Annahmen hinsichtlich der Dauer und der Einbeziehung der Halte-dauer an dem Bewertungsobjekt, erscheint eine Anwendung des Bewertungskalküls in Abhängigkeit von dem Bewertungsobjekt sachgerecht:

- Handelt es sich bei dem Bewertungsobjekt um eine börsennotierte Kapitalgesellschaft so erscheint die Annahme einer nicht endlichen Halte-dauer realitätsnah. Auch ist grundsätzlich davon auszugehen, dass die betroffenen Gesellschafter nicht wesentlich im Sinne von § 17 EStG be-

teilt sind. Steuerliche Sonderregelungen, insbesondere die Anwendung des Teileinkünfteverfahrens nach § 3 Nr. 40 EStG n.F., sind daher nicht zu beachten. Auch können Transaktionskosten in diesem Kontext mangels Wesentlichkeit ausgeklammert werden.

In einem solchen Kontext führt der alternative *Bewertungskalkül I* zu sachgerechten Ergebnissen und sollte zur Anwendung kommen.

Aufgrund der Identität der Ergebnisse kann auch hier der alternative Bewertungskalkül II angewandt werden.

- Anders hingegen bei der objektivierten Bewertung mittels Ertragswertverfahren<sup>400</sup> von kleinen und mittelgroßen Kapitalgesellschaften<sup>401</sup>, deren Anteile nur von wenigen Anteilseignern außerhalb des Kapitalmarkts<sup>402</sup> gehalten werden. Bei diesen Unternehmen ist die Annahme einer nicht wesentlichen Beteiligung im Sinne von § 17 EStG kaum mit der Realität in Einklang zu bringen. Daher treten bei diesen Unternehmen auch regelmäßig die in Kapitel 4 beschriebenen Probleme im Zusammenhang mit einer beschränkten Haltedauer auf.

Unterstellt der Bewertende hingegen bei diesen Unternehmen – in Annäherung häufig vorzufindender Verhältnisse in der Bewertungspraxis – eine nicht endliche Haltedauer, so werden die Probleme der Veräußerungsgewinnbesteuerung vermieden. Wertsteigerungen aus der Theaurierung von Gewinnen sind dann bei diesen Unternehmen im Rahmen des *Bewertungskalküls III* abzubilden.

---

<sup>400</sup> Vgl. zu einem Methodenvergleich in Bezug auf KMU *Exler (2004)*, S. 426-433.

<sup>401</sup> Vgl. zur Bewertung von kleineren und mittelgroßen Unternehmen bspw. *Weizsäcker / Krempel (2004)*, S. 808-814; *Keller (2006)*, S. 12-15 sowie *Peemöller (2005c)*, S. 30-35 sowie zu diesem Beitrag *Obermaier / Schüler (2006)*, S. 28-31.

<sup>402</sup> Vgl. zur Herleitung von Kapitalkosten bei nicht börsennotierten Unternehmen *Wangler / Kratz (2005)*, S. 169-176.

## 6.3 Unternehmensbewertung unter Annahme einer anteiligen Fremdfinanzierung

### 6.3.1 Grundlegende Überlegungen zu den Auswirkungen einer anteiligen Fremdfinanzierung auf die Bewertung von Kapitalgesellschaften

Die Ausarbeitung in Abschnitt 6.2 basiert auf der Annahme eines ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmens und ist insoweit mit der Realität (in den weit überwiegenden Fällen) schwer in Einklang zu bringen. Daher soll in diesem Abschnitt auf Basis der bisherigen Ausführungen der Kalkül um die Annahme einer teilweisen Fremdfinanzierung ergänzt und die entsprechenden Folgen für die Besteuerung der Unternehmung eingearbeitet werden.

Auch wenn der Bewertungskalkül durch die Einbeziehung von Fremdkapital eine grundlegende Änderung nicht erfährt, so sind doch zusätzliche Faktoren einzubeziehen, die die Bewertung eines Unternehmens signifikant beeinflussen. Zu nennen sind hier insbesondere:

- (1) Beeinflussung der Cash-flows vor Unternehmensteuern
  - Cash-flows aus der Finanzierungstätigkeit (Kreditneuaufnahme, Tilgungszahlungen, Fremdkapitalentgelte, Nebenkosten)
  - Cash-flows aus der Investitionstätigkeit (zusätzliche fremdfinanzierte Investition und daraus resultierende Cash-flows)
  - Cash-flows aus der operativen Tätigkeit (Finanzierung kurzfristigen Vermögens)
- (2) Beeinflussung der Cash-flows zwischen Unternehmen und Anteilseigner aufgrund der geänderten Liquiditätsverhältnisse auf Ebene des Unternehmens
- (3) Beeinflussung der körper- und gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage (insbesondere Beschränkungen hinsichtlich des Abzugs von Fremdkapitalentgelten)
- (4) Beeinflussung der risikoadjustierten Kapitalkosten

Während die ersten drei Punkte den Zähler des Kalküls (un-)mittelbar beeinflussen, bezieht sich der letzte Aspekt auf den Nenner des Kapitalisierungsbruchs.

Insbesondere die Auswirkungen des Fremdkapitals auf die körper- und gewerbsteuerliche Bemessungsgrundlage sollen in den nachfolgenden formalen Ableitungen dargestellt werden. Hierbei ist zu beachten, dass für das Steuerrecht *vor* der Unternehmensteuerreform 2008 ausschließlich die gewerbsteuerliche Hinzurechnung der hälftigen Fremdkapitalzinsen (Dauerschulden) nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. einbezogen wird. Für die Ausarbeitungen unter dem neuen Steuerregime werden sowohl die Hinzurechnung von Fremdkapitalzinsen nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F. wie auch die Zins-schrankenregelung einbezogen. Hierbei stellt  $\zeta_t$  erneut den für körperschaftsteuerliche Zwecke nicht abzehbaren relativen Anteil der Fremdkapitalzinsen dar. Der Vergleichsrahmen aus Kapitel 4 wird insoweit erneut angelegt.

Die Ausarbeitung des Kalküls unter Berücksichtigung dieser Restriktionen erfolgt sowohl für das Halbeinkünfteverfahren als Referenzrahmen wie auch für das neue Steuerrecht in Abschnitt 6.3.4. Um die Folgen der steuerlichen Abzugsbeschränkungen besser aufzeigen zu können, wird jedoch zunächst in Abschnitt 6.3.3, ebenfalls für beide Steuerregime, der Kalkül bei gemischter Finanzierung ohne steuerliche Restriktionen hergeleitet.



## 6.3.2 Grundsätzliche Vorgehensweise im Ertragswertverfahren

### 6.3.2.1 Modifiziertes Phasenmodell

Um die Auswirkungen der Fremdfinanzierung in dem Kalkül möglichst umfassend darzustellen, soll in diesem Abschnitt sowohl die formale Herleitung als auch die später folgende Beispielrechnung innerhalb des modifizierten Phasenmodells, so wie in Abschnitt 6.2.3.3.3 dargestellt, erfolgen (vergleiche Formel 6–18):

$$UNW_{t=0} = UNW_{Phase I} + UNW_{Phase II} + UNW_{Phase III}$$

Da das in Abschnitt 6.2.3.2 beschriebene Unendlichkeitsphänomen für den Kalkül unter neuen steuerlichen Rahmenbedingungen von der Art der Finanzierung nicht abhängig ist, wird daher auch nachfolgend, analog dem *alternativen Bewertungskalkül III*, der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag in der Phase der ewigen Rente für das neue Steuerregime nicht berücksichtigt. Unter Annahme des Halbeinkünfteverfahrens fließt  $w_{th}$  in der bekannten Form in die Berechnung der ewigen Rente ein.

Die Anwendung der dritten Bewertungsvariante hat für einen Kalkül unter Einbezug von Fremdkapital den Vorteil, dass langfristige Wirkungszusammenhänge zwischen der Fremdfinanzierung, ihrer steuerlichen Behandlung und dem Unternehmenswert durch die Ausdehnung der betrachteten Perioden im Detail aufgezeigt werden können.

### 6.3.2.2 Eigenkapitalkosten und Finanzierungsstrategie

Grundsätzlich soll auch für Zwecke der Ausarbeitung in der folgenden Darstellung auf die Überlegungen betreffend die Fortschreibung des Kapitalisierungszinssatzes in Kapitel 3 zurückgegriffen werden. Im Zusammenhang mit der quantitativen Untersuchung in diesem Abschnitt können jedoch die bereits mehrfach dargestellten Kapitalisierungszinssätze nicht ohne weiteres verwendet werden.

Zu beachten ist vielmehr, dass diese Renditen für ein fiktiv unverschuldetes Unternehmen ermittelt wurden. Da in diesem Abschnitt ein durch Eigen- und

Fremdkapital finanziertes Unternehmen unterstellt wird, bedarf es einer periodischen Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur des Unternehmens.<sup>403</sup> Hierzu ist jedoch zunächst eine Entscheidung hinsichtlich der Finanzierungsstrategie zu treffen:<sup>404</sup>

- a) Annahme einer unternehmenswertorientierten Fremdfinanzierung im Sinne eines konstanten Verschuldungsgrads in Marktwerten (*atmende Finanzierungsstrategie*)<sup>405</sup>

oder

- b) Annahme einer *autonomen Fremdfinanzierung* bei der die Höhe des Fremdkapitalbestands durch das Management des Unternehmens unabhängig von dem Marktwert des Eigenkapitals periodenweise festgelegt wird.

In Folge einer *autonomen Finanzierung* unterliegt der Kapitalisierungszinssatz durch das periodenweise *levern* des Betafaktors  $\beta$  einer stetigen Änderung. Allerdings kann dafür der Bestand an Fremdkapital den Bedürfnissen des Unternehmens angepasst werden. Dagegen führt die *unternehmenswertorientierte Fremdfinanzierung* aufgrund des konstanten Verhältnisses der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital c.p. zu einem konstanten Betafaktor  $\beta$ .

In den später folgenden Beispielrechnungen wird vereinfachend sowohl für die Detailplanung als auch für die Perioden der ewigen Rente einheitlich eine *unternehmenswertorientierte Fremdfinanzierung* unter Annahme einer kon-

---

<sup>403</sup> Vgl. Richter / Drukarczyk (2001), S. 631 f. und 634.

<sup>404</sup> Vgl. Wallmeier (1999), S. 1473-149; Laitenberger (2003), S. 1221-1239; Schultze (2005), S. 240; Drukarczyk / Schüler (2007), S. 154 und IDW (2007c), S. 82 f., 111 sowie und sowie unter Berücksichtigung von Insolvenzrisiko Homburg / Stephan / Weiß (2004), S. 276-295 und IDW (2007c), S. 112.

<sup>405</sup> Vgl. hierzu auch Schumann (2005), S. 24 f.

stanten Zielkapitalstruktur in Marktwerten<sup>406</sup>  $FK/EK^M$  i.H.v.  $5/4$  angenommen.<sup>407</sup> Dies entspricht in Bezug auf die Kapitalstruktur insoweit der üblichen Annahme eines *eingeschwungenen Zustands*<sup>408</sup>. Da durch die Reform des Steuersystems Auswirkungen auf die Innenfinanzierung der Unternehmen zu erwarten sind, werden sich zwangsläufig auch die Finanzierungsbedarfe durch Fremdkapitalgeber ändern. Durch die Annahme einer *atmenden Fremdfinanzierung* werden diese geänderten Fremdkapitalbedarfe modellhaft in den Kalkül einbezogen.

Zu beachten ist, dass es bei Unterstellung eines konstanten Verschuldungsgrads in Marktwerten einer zusätzlichen Annahme über die Verwendung der weiteren pro Periode aufgenommenen Fremdkapitalien bedarf. In den später folgenden quantitativen Untersuchungen soll vereinfachend die Anlage dieser Mittelzuflüsse zum Fremdfinanzierungszinssatz unterstellt werden. Hierdurch beeinflusst die Fremdfinanzierung zwar die Höhe von EBITDA und EBIT, das EBT bleibt jedoch unberührt, da die zusätzliche Anlagerendite und die zusätzlichen Kreditzinsen sich decken. Diese Annahme hat den Vorteil, dass gesondert zu zeigende Wachstumseffekte aus anderen Quellen, namentlich aus thesaurierten Gewinnen und steuerlichen Parametern, nicht durch das rein mengeninduzierte Wachstum zusätzlicher Schulden beeinflusst werden.

Um aus den vorstehenden Eigenkapitalkosten des ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmens die Renditegröße bei Mischfinanzierung zu ermitteln, ist der Betafaktor  $\beta$  an die Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Dabei gilt nach *Drukarczyk / Schüler* sowohl für ein einfaches

---

<sup>406</sup> Vgl. zur Abbildung eines Verschuldungsgrads in Buchwerten im Rahmen von Unternehmensbewertungen *Essler / Kruschwitz / Löffler (2005)*, S. 595-600.

<sup>407</sup>  $EK^M$  : Wert des Eigenkapitals zu Marktwerten  
 $FK$  : Wert des Fremdkapitals zu Marktwerten

<sup>408</sup> Vgl. hierzu *Streitferdt (2003)*, S. 273-279 sowie *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1009.

Gewinnsteuersystem<sup>409</sup> wie auch für das *Halbeinkünfteverfahren* folgende Ableitung für Betafaktoren  $\beta_t^v$  bei *atmender Finanzierungsstrategie*:<sup>410</sup>

$$\beta^v = \beta^u \cdot \left[ 1 + \frac{FK}{EK_V^M} \right]$$

Formel 6–21

mit:

$\beta^v$  : Betafaktor eines verschuldeten Unternehmens

$\beta^u$  : Betafaktor eines unverschuldeten Unternehmens

$EK_V^M$  : Marktwert des Eigenkapitals eines verschuldeten Unternehmens

$FK$  : Marktwert des Fremdkapitals

Unterstellt man (abweichend von bisherigen Annahmen<sup>411</sup>) einen Betafaktor  $\beta^u$  in Höhe von 0,5, gilt für  $\beta^v$  im Beispielfall:

$$\beta^v = 0,5 \cdot \left[ 1 + \frac{5}{4} \right]$$

$$\Leftrightarrow \beta^v = 1,125$$

Berechnung 6-5

Die Folge für den Kapitalisierungszinssatz vor und nach Steuern sind in Tabelle 6-15 dargestellt. Hierbei ist zu beachten, dass aufgrund des in Formel 3–3 (altes Steuerrecht) und Formel 3–5 (neues Steuerrecht) herausgearbeiteten Zusammenhangs zwischen Vor- und Nachsteuerrendite sowie Dividenden- und Kursrendite unter Beachtung der Ausschüttungsäquivalenz auch für Betafaktoren ungleich 1 die Marktrisikoprämie einer Änderung unterliegt. Da die Marktrisikoprämie nach Steuern hier konstant gehalten werden soll, steigt die Marktrisikoprämie vor Steuern leicht an.

<sup>409</sup> Unterstellt man *Risikoniveau I*, so entspricht das Unternehmensteuerrecht nach der Unternehmensteuerreform 2008 einem einfachen Gewinnsteuersystem.

<sup>410</sup> Vgl. Drukarczyk / Schüler (2007), S. 260 sowie mit Bezug auf diese *IDW (2007c)*, S. 111.

<sup>411</sup> Die Annahme eines  $\beta^u$  in Höhe von 0,5 wurde hier unterstellt, um für  $\beta^v$  realistische Größen im Beispiel zu erhalten.

Hieraus lassen sich nun die Kapitalisierungszinssätze wie folgt ableiten:

- Halbeinkünfteverfahren:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,600%
- Marktrisikoprämie:	4,380%	5,000%
- Beta:	1,125	1,125
⇒ Kapitalisierungszinssatz	8,928%	8,225%

**Tabelle 6-15: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens**

- Unternehmensteuerrecht nach der Unternehmensteuerreform 2008:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,945%
- Marktrisikoprämie:	5,477%	4,722%
- Beta:	1,125	1,125
⇒ Kapitalisierungszinssatz	10,162%	8,257%

**Tabelle 6-16: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008**

### 6.3.3 Bewertungskalkül bei uneingeschränktem Abzug von Fremdkapitalentgelten (Fall 2.2.1 / U2.2.1)

In diesem Unterabschnitt soll unterstellt werden, Fremdkapitalzinsen seien uneingeschränkt von der steuerlichen Bemessungsgrundlage abziehbar. Steuerliche Sonderregelungen finden keine Berücksichtigung. Insoweit sind im Folgenden dargestellte Anpassungen der steuerlichen Bemessungsgrundlagen  $\Delta BMG_{KSt}$  bzw.  $\Delta BMG_{GewSt}$  grundsätzlich dergestalt definiert, dass diese ausschließlich solche Anpassungen umfassen, die sich *nicht* auf die Behandlung von Fremdkapital beziehen.

Aufgrund der Erweiterung des Kalküls um die Einbeziehung von verzinslichem Fremdkapital ändert sich dieser nicht in seiner Grundstruktur. Insoweit wird auf die formale Ableitung bei reiner Eigenfinanzierung in Abschnitt 6.2 verwiesen. Nachfolgend dargestellt sind daher ausschließlich die Änderungen des periodenbezogenen Cash-flows, also des Zählers des Bewertungsbruches. Einheitlich unterstellt wird, dass der Bestand an Fremdkapital am Ende einer Periode dem durchschnittlichen Fremdkapitalbestand während

der nachfolgenden Periode entspricht. Tilgung von Krediten sowie Kreditneuaufnahmen erfolgen damit annahmegemäß immer am Ende einer Periode. Darüber hinaus ist der Fremdkapitalzinssatz innerhalb einer jeden Periode konstant.

### 6.3.3.1 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens

#### 6.3.3.1.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls

Unter Annahme der teilweisen Distribution des Jahresergebnisses nach Unternehmensteuern an die Anteilseigner und unter Anwendung der Vorgaben des Halbeinkünfteverfahrens lässt sich der Cash-flow der Periode t in der ersten Phase (bestehend aus n Perioden) wie folgt herleiten:

$$CF_{t,Phase I}^{2.2.1} = \left[ \begin{array}{l} \overbrace{EBIT_t^{op}} \\ EBIT_t^{op} - F_{t-1} \cdot i_t^{FK} + TG_t^{HV,vSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_t \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})$$

Formel 6–22

Der Gewinn aus der Gewinnthesaurierung ist analog den vorhergehenden Ausführungen definiert. Vergleiche insbesondere Abschnitt 6.2.2.1. Dies gilt entsprechend auch für alle nachfolgenden Ausarbeitungen, so dass auch für diese die formale Ableitung von  $TG_t$  nicht erneut aufbereitet wird.

In der zweiten Phase aus m Perioden stellt sich der periodische Cash-flow wie folgt dar:

$$CF_{\lambda,Phase II}^{2.2.1} = \left[ \begin{array}{l} \overbrace{EBIT_\lambda^{op}} \\ EBIT_\lambda^{op} - F_{\lambda-1} \cdot i_\lambda^{FK} + TG_\lambda^{HV,vSt} \\ -(EBT_\lambda^{op} + \Delta BMG_{n+1}^{GewSt} + TG_\lambda^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBT_\lambda^{op} + \Delta BMG_{n+1}^{KSt} + TG_\lambda^{HV,vSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBT_\lambda^{op} + \Delta BMG_{n+1}^{GewSt} + TG_\lambda^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_{n+1} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{Est})$$

Formel 6–23

Da von einer atmenden Finanzierungsstrategie ausgegangen wird, führt dies zu einer periodenweisen Änderung des Fremdkapitalbestands. Im Falle einer autonomen Finanzierung hätte an dieser Stelle ein konstanter Fremdkapitalbestand  $\overline{F}_{n+1}$  unterstellt werden können (sofern ökonomisch sinnvoll). Folge des sich stetig ändernden Fremdkapitalbestands sind auch sich periodisch ändernde operative EBIT und Thesaurierungsgewinne.

Da in der zweiten Phase des modifizierten Phasenmodells grundsätzlich eine Fortschreibung der Daten auf Basis konstanter Verhältnisse erfolgt, bleiben die steuerlichen Anpassungen der jeweiligen Bemessungsgrundlagen sowie die Ausschüttungsquote  $q$  intertemporär konstant. Dies gilt auch für die unterstellten Steuersätze.

In der letzten Phase wird vereinfachend ein vollkommen eingeschwungener Zustand angenommen. Entsprechend bleiben in der ewigen Rente alle Größen konstant und es gilt:

$$CF_{\infty, Phase III}^{2.2.1} = \left[ \begin{array}{l} \overbrace{EBIT_{\infty}^{op} - F_{\infty} \cdot i_{FK}^{FK}}^{EBT_{\infty}^{op}} + TG_{\infty}^{HV, vSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt} + TG_{\infty}^{HV, vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{KSt} + TG_{\infty}^{HV, vSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt} + TG_{\infty}^{HV, vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})$$

Formel 6–24

### 6.3.3.1.2 Quantitatives Beispiel

Das nun folgende quantitative Beispiel entspricht grundsätzlich den bisherigen Kalkulationen in Abschnitt 6.2. Das operative Ergebnis wird konstant mit 100 GE angenommen. Die Anlage der thesaurierten Gewinne erfolgt zu den Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern  $i_t^U$  (vergleiche Formel 6–4). In der Phase der ewigen Rente wird ein Wachstumsabschlag  $w_{th}$  einbezogen, der analog Formel 6–6 definiert ist. Die Ausschüttungsquote  $q$  betrage intertemporär konstant 45 %.

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA)	188,72	197,01	205,70		1.704,48	1.787,20	1.873,98
./. Abschreibungen	-20,00	-20,00	-20,00		-20,00	-20,00	-20,00
Gesamtergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	168,72	177,01	185,70		1.684,48	1.767,20	1.853,98
./. Fremdkapitalzinsen	-68,72	-72,09	-75,64		-686,10	-719,79	-755,13
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	104,91	110,06		998,39	1.047,41	1.098,85
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00		100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thes.	0,00	4,91	10,06		898,39	947,41	998,85
./. GewSt (16,667%)	-16,67	-17,49	-18,34		-166,40	-174,57	-183,14
./. KSt (26,375%)	-21,98	-23,06	-24,19		-219,44	-230,21	-241,52
= Gesamtergebnis n. Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	61,35	64,37	67,53		612,55	642,63	674,19
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-33,74	-35,40	-37,14		-336,90	-353,45	-370,80
= Bruttoausschüttung	27,61	28,97	30,39		275,65	289,18	303,38
./. ESt (35%/2 = 17,500%)	-4,83	-5,07	-5,32		-48,24	-50,61	-53,09
= Nettoausschüttung	22,78	23,90	25,07		227,41	238,58	250,29
⇒ Barwert per 01.01.01	21,05	20,40	19,78		4,73	4,58	145,09
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>687,20</b>						

**Tabelle 6-17: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen)**

Der Unternehmenswert beträgt im Beispielsfall 687,20 GE und liegt damit um 7,6 % unter dem entsprechenden Ergebnis i.H.v. 743,72 GE für das rein eigenfinanzierte Unternehmen (vergleiche Abschnitt 6.2.2.3). Dieser Unterschied ist *nicht* auf eine Veränderung der Cash-flows aus Kreditneuaufnahme zurückzuführen. Auch die Zahlung von Fremdkapitalzinsen hat auf das Bewertungsergebnis keinen unmittelbaren Einfluss. So beläuft sich das operative Ergebnis konstant auf 100 GE. Ausschlaggebend ist hier vielmehr die Höhe der risikoadjustierten Kapitalkosten und in Folge dessen die Höhe von  $w_{th}$  und  $i_t^U$ . Würde die vorstehende Unternehmenswertberechnung – fäl-



schlicherweise – mit den unveränderten Kapitalkosten aus Abschnitt 6.2.2.3 durchgeführt, entspräche das Resultat dem Ergebnis in diesem Abschnitt. Dementsprechend ist auch davon auszugehen, dass die bereits aufgezeigten Zusammenhänge zwischen der Höhe der einzelnen Renditekomponenten und dem Wachstum zentraler Ergebnisse gewahrt bleiben. Die folgenden Tabellen bestätigen dies.

	Periode 1	Periode 2 – 50	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^U$	14,552%	14,552%	14,552%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach KSt/GewSt</b>		4,910%	4,910%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum der <b>Nettoausschüttung</b>		4,910%	4,910%

**Tabelle 6-18: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen)**

Das thesaurierungsbedingte Wachstum des Ergebnisses nach Körperschaft- und Gewerbesteuer sowie der Nettoausschüttungen entspricht der Höhe nach der Kursgewinnrendite vor Steuern  $k_{VSt}$ :<sup>412</sup>

$$k_{VSt} = 8,928\% * (1 - 45\%) = 4,910\%$$

**Berechnung 6-6**

und dem Wachstumsabschlag  $w_{th}$  für die Phase der ewigen Rente. Auch die Entwicklung von Fremd- und Eigenkapital jeweils zu Marktwerten wächst mit dieser konstanten Rate über die betrachteten fünfzig Perioden:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Fremdkapitalbestand am Anfang der Periode	859,00	901,19	945,44		8.576,21	8.997,34	9.439,15
Fremdkapitalzinssatz	8,00%	8,00%	8,00%		8,00%	8,00%	8,00%
Zuführung Fremdkapital am Ende der Vorperiode		42,18	44,25		401,42	421,13	441,81
Zuführung Fremdkapital in %		4,910%	4,910%		4,910%	4,910%	4,910%

**Tabelle 6-19: Entwicklung des Fremdkapitals im Fall 2.2.1**

<sup>412</sup> Vgl. zur formalen Herleitung von  $k_{VSt}$  Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2004), S. 893.

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Unternehmenswert am Anfang einer jeden Periode	<b>687,20</b>	720,95	756,35		6.860,97	7.197,87	7.551,32
Änderung Unternehmenswert zu Marktwerten in %		4,910%	4,910%		4,910%	4,910%	4,910%

Tabelle 6-20: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall 2.2.1

### 6.3.3.2 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008

#### 6.3.3.2.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls

Die formale Ableitung des Bewertungskalküls unterscheidet sich auch für das Steuerregime nach der Unternehmensteuerreform 2008 nicht grundsätzlich von dem Vorherdargestellten:

- Kalkül für Phase I

$$CF_{t,Phase I}^{U2.2.1} = \left[ \begin{array}{l} EBIT_t^{op} - F_{t-1} \cdot i_t^{FK} + TG_t^{2008,vSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt} + TG_t^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_t \cdot (1 - s_A^{ESt})$$

Formel 6-25

- Kalkül für Phase II

$$CF_{\lambda,Phase II}^{U2.2.1} = \left( \begin{array}{l} EBIT_{\lambda}^{op} - F_{\lambda-1} \cdot i_{\lambda}^{FK} + TG_{\lambda}^{2008,vSt} \\ -(EBT_{\lambda}^{op} + \Delta BMG_{n+1}^{GewSt} + TG_{\lambda}^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_{\lambda}^{op} + \Delta BMG_{n+1}^{KSt} + TG_{\lambda}^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right) \cdot \overline{q_{n+1}} \cdot (1 - s_A^{ESt})$$

Formel 6-26

- Kalkül für Phase III

$$CF_{\infty,Phase III}^{U2.2.1} = \left( \begin{array}{l} EBIT_{\infty}^{op} - F_{\infty} \cdot i_{\infty}^{FK} + TG_{\infty}^{2008,vSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{GewSt} + TG_{\infty}^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ -(EBT_{\infty}^{op} + \Delta BMG_{\infty}^{KSt} + TG_{\infty}^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right) \cdot \overline{q_{\infty}} \cdot (1 - s_A^{ESt})$$

Formel 6-27

Ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag wird hier in der dritten Phase nicht in die Betrachtung (des nicht dargestellten Nenners) einbezogen. Anderenfalls wäre erneut das für das neue Steuerregime beschriebene Unendlichkeitsphänomen zu beobachten.

### 6.3.3.2.2 Quantitatives Beispiel

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA)	190,20	199,26	208,79		1.802,77	1.882,04	1.964,06
./. Abschreibungen	-20,00	-20,00	-20,00		-20,00	-20,00	-20,00
Gesamtergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	170,20	179,26	188,79		1.782,77	1.862,04	1.944,06
./. Fremdkapitalzinsen	-70,20	-73,67	-77,30		-422,17	-425,39	-427,12
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	105,59	111,49		1.360,60	1.436,65	1.516,94
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00		100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thes.	0,00	5,59	11,49		1.260,60	1.336,65	1.416,94
./. GewSt (14,000%)	-14,00	-14,78	-15,61		-190,48	-201,13	-212,37
./. KSt (15,825%)	-15,83	-16,71	-17,64		-215,31	-227,35	-240,06
= Gesamtergebnis n. Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	70,18	74,10	78,24		954,80	1.008,17	1.064,51
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-38,60	-40,75	-43,03		-525,14	-554,49	-585,48
= Bruttoausschüttung	31,58	33,34	35,21		429,66	453,67	479,03
./. ESt (Abgeltungsteuer i.H.v. 26,375%)	-8,33	-8,79	-9,29		-113,32	-119,66	-126,34
= Nettoausschüttung	23,25	24,55	25,92		316,34	334,02	352,69
⇒ Barwert per 01.01.01	21,48	20,95	20,43		6,48	6,32	80,85
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>702,01</b>						

**Tabelle 6-21: Barwertkalkül bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen)**

Auch im Fall der neuen steuerlichen Verhältnisse führen die geänderten Parameter zu einer Reduzierung des Unternehmenswerts. Dies fällt mit rund 5,6 % in vergleichbarem Umfang aus, wie für das Halbeinkünfteverfahren dargestellt. Weiterhin gewahrt bleibt der Zusammenhang zwischen dem Wachstum des Ergebnisses nach Unternehmensteuer, der Nettoausschüttung sowie der Kursgewinnrendite  $k_{vSt} (= 10,126\% * (1 - 45\%) = 5,589\%)$ .

	<b>Periode 1</b>	<b>Periode 2 – 50</b>	<b>Ewige Rente</b>
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^U$	14,481%	14,481%	14,481%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach KSt/GewSt</b>		5,589%	5,589%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum der <b>Nettoausschüttung</b>		5,589%	5,589%

**Tabelle 6-22: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen)**

Allerdings ist für das modifizierte Phasenmodell das Wachstum des Marktwerts des Eigenkapitals von dieser Entwicklung abgekoppelt. Dies zeigt das folgende Tableau:

	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>...</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>Ewige Rente</b>
Unternehmenswert am Anfang einer jeden Periode	<b>702,01</b>	736,73	773,02		4.221,67	4.253,93	4.271,18
Änderung Unternehmenswert zu Marktwerten in %		4,945%	4,925%		1,084%	0,764%	0,405%

**Tabelle 6-23: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall U2.2.1**

Durch das Außerachtlassen eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags in der ewigen Rente wird das Wachstum des Unternehmenswerts in die Unendlichkeit – wie gewünscht – unterbunden. Entsprechend höher ist die Bedeutung des Wachstums eines Periodenergebnisses für den Netto-barwert insgesamt. Je näher sich die Betrachtung der uniformen Rente nähert, umso weniger Wachstum „fließt“ in den Kalkül ein.

Aufgrund der gewählten Finanzierungsannahme gilt aber weiterhin das Wachstum des Eigenkapitals auch für das Fremdkapital:

	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>...</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>Ewige Rente</b>
Fremdkapitalbestand am Anfang der Periode	877,52	920,91	966,27		5.277,09	5.317,42	5.338,97
Fremdkapitalzinssatz	8,00%	8,00%	8,00%		8,00%	8,00%	8,00%
Zuführung Fremdkapital am Ende der Vorperiode		43,40	45,36		56,59	40,33	21,56
Zuführung Fremdkapital in %		4,945%	4,925%		1,084%	0,764%	0,405%

**Tabelle 6-24: Entwicklung des Fremdkapitals im Fall U2.2.1**

## 6.3.4 Bewertungskalkül bei eingeschränktem Abzug von Fremdkapitalentgelten (Fall 2.2.2 / U2.2.2)

### 6.3.4.1 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens

#### 6.3.4.1.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls

Die formale Darstellung der Cash-flows in dem nun betrachteten Kalkül unterscheidet sich zu der Darstellung in Abschnitt 6.3.3 durch die Berücksichtigung der Restriktionen betreffend die Abziehbarkeit der Fremdkapitalzinsen von der steuerlichen Bemessungsgrundlage. Dies ist für das Halbeinkünfteverfahren in Formel 6–28 für die erste Phase des Bewertungskalküls dargestellt. Auf die Abbildung der formalen Herleitung für die zweite und dritte Phase wird verzichtet. Diese entspricht grundsätzlich der Ausarbeitung in Abschnitt 6.3.3.1.1 ergänzt um die nachfolgende Variation der steuerlichen Bemessungsgrundlage.

$$CF_{t,Phase I}^{2.2.2} = \left[ \begin{array}{l} EBIT_t^{op} - F_{t-1} \cdot i_t^{FK} + TG_t^{HV,vSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{HV,vSt} + I_t^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \\ -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{HV}^{KSt} \\ +(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{HV,vSt} + I_t^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_t \cdot (1 - 0,5 \cdot s^{EST})$$

Formel 6–28

$I_t^{FK;GewSt}$  : Anteil der nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. zur gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage hinzuzurechnenden Fremdkapitalzinsen mit:

$$I_t^{FK;GewSt} = 50\% \cdot F_{t-1} \cdot i_t^{FK}$$

Formel 6–29

In Formel 6–29 wird grundsätzlich unterstellt, dass  $F_{t-1}$  als so genannte Dauerschulden im Sinne von § 8 Nr. 1 GewStG a.F. zu qualifizieren sind. Entsprechend sind die Entgelte für diese nur zur Hälfte von der gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage abziehbar. Beeinflusst wird darüber hinaus auch der *Tax Shield* aus der Abziehbarkeit der Gewerbesteuer als Betriebsausgabe.

### 6.3.4.1.2 Quantitatives Beispiel

Bedingt durch die eingeschränkte Abziehbarkeit der Fremdkapitalzinsen steigt die Belastung des Periodenergebnisses mit Gewerbe- und Körperschaftsteuer. So beträgt die Unternehmensteuerlast auf das EBT in Abschnitt 6.3.3.1.2 rund 38,65 %. Im folgenden Beispiel steigt diese auf konstant 42,591 % über alle Perioden.

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA)	184,30	192,37	200,83		1.660,37	1.740,92	1.825,42
./. Abschreibungen	-20,00	-20,00	-20,00		-20,00	-20,00	-20,00
Gesamtergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	164,30	172,37	180,83		1.640,37	1.720,92	1.805,42
./. Fremdkapitalzinsen	-64,30	-67,46	-70,77		-641,98	-673,50	-706,58
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	104,91	110,06		998,39	1.047,41	1.098,85
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00		100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thes.	0,00	4,91	10,06		898,39	947,41	998,85
./. GewSt (16,667%)	-22,03	-23,11	-24,24		-219,90	-230,69	-242,02
./. KSt (26,375%)	-20,57	-21,58	-22,64		-205,33	-215,41	-225,99
= Gesamtergebnis n. Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	57,41	60,23	63,19		573,16	601,31	630,84
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-31,57	-33,13	-34,75		-315,24	-330,72	-346,96
= Bruttoausschüttung	25,83	27,10	28,43		257,92	270,59	283,88
./. ESt (35%/2 = 17,500%)	-4,52	-4,74	-4,98		-45,14	-47,35	-49,68
= Nettoausschüttung	21,31	22,36	23,46		212,79	223,24	234,20
⇒ Barwert per 01.01.01	19,69	19,09	18,51		4,42	4,29	135,76
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>643,02</b>						

**Tabelle 6-25: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Fremdfinanzierung (mit Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F.)**

Entsprechend sinkt der Nettobarwert auf 643,03 GE und damit um 6,43 % im Vergleich zur Ausarbeitung in Abschnitt 6.3.3.1.2.

Aufgrund der gestiegenen steuerlichen Belastung auf Unternehmensebene muss sich zwangsläufig auch die Höhe der Wiederanlagerendite ändern. Hierbei ist zu beachten, dass mit der Einbeziehung der nicht abziehbaren Fremdkapitalzinsen in die Berechnung der Gewerbesteuer, der Kalkül nach Formel 6–4 insoweit nicht mehr zutreffend ist, als vielmehr der periodenspezifische effektive Unternehmensteuersatz im Nenner zu berücksichtigen ist.

Demnach gilt für diesen Abschnitt folgende Herleitung für  $i_t^U$

$$i_t^U = \frac{i_t^{vEST}}{(1 - s_{t,effU}^{HV})}$$

Formel 6–30

mit:

$s_{t,effU}^{HV}$  : Effektiver Unternehmensteuersatz

Die Entwicklung von  $i_t^U$  sowie des Ergebnisses nach Unternehmensteuer und der Nettoausschüttungen lässt sich wie folgt zusammenfassen:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^U$	15,552%	15,552%	15,552%		15,552%	15,552%	15,552%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach KSt/GewSt</b>		4,910%	4,910%		4,910%	4,910%	4,910%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum der <b>Nettoausschüttung</b>		4,910%	4,910%		4,910%	4,910%	4,910%

Tabelle 6-26: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens und Fremdfinanzierung (mit Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 GewStG)

Wie aus Tabelle 6-26 erkennbar ist, bleibt die Wiederanlagerendite vor Steuern konstant und das Jahresergebnis nach Unternehmensteuer wie auch die Nettoausschüttungen wachsen mit einer einheitlichen Rate in Höhe der bekannten Kursgewinnrendite bzw. des thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags. Insoweit scheint der Kalkül nicht durch die Einbeziehung der gewerbesteuerlichen Restriktionen beeinflusst zu sein. Sowohl der Bestand an Fremd- wie auch an Eigenkapital zu Marktwerten stimmt mit dem erwarteten Verlauf überein.

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Fremdkapitalbestand am Anfang der Periode	803,77	843,24	884,65		8.024,74	8.418,79	8.832,19
Fremdkapitalzinssatz	8,00%	8,00%	8,00%		8,00%	8,00%	8,00%
Zuführung Fremdkapital am Ende der Vorperiode		39,47	41,41		375,61	394,05	413,40
Zuführung Fremdkapital in %		4,910%	4,910%		4,910%	4,910%	4,910%

Tabelle 6-27: Entwicklung des Fremdkapitals im Fall 2.2.2

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Unternehmenswert am Anfang einer jeden Periode	<b>643,02</b>	674,59	707,72		6.419,79	6.735,03	7.065,76
Änderung Unternehmenswert zu Marktwerten in %		4,910%	4,910%		4,910%	4,910%	4,910%

**Tabelle 6-28: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall 2.2.2**

Zu beachten ist jedoch, dass diese rein finanzmathematisch orientierte Umsetzung der unterstellten Zusammenhänge nicht zwangsläufig mit den tatsächlichen Verhältnissen übereinstimmen wird. Letztlich bedeutet die Erhöhung der Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern einen Anstieg der Rentabilität des Unternehmens um rund einen Prozentpunkt. Daher ist es für die praktische Umsetzung der Überlegungen von großer Bedeutung inwieweit diesen theoretischen Konzeptionen entsprochen werden kann.

#### **6.3.4.2 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008**

##### **6.3.4.2.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls**

Auch für den nun folgenden Kalkül wird ausschließlich die Änderung in der Herleitung der periodischen Cash-flows dargestellt. Die Kalkulation der periodenspezifischen Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern wird analog zu Formel 6–30 hergeleitet. Ansonsten stimmt der Kalkül mit der Darstellung in den entsprechenden Abschnitten dieses Kapitels überein.

Im Gegensatz zum bisherigen Steuersystem impliziert das künftige Regime neben einer (modifizierten) Regelung nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG die neu geschaffene Zinsschrankenregelung. Dementsprechend ist nicht nur die gewerbsteuerliche sondern insbesondere auch die Körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage anzupassen. In Übereinstimmung mit der bisherigen Ausarbeitung zur Berücksichtigung der Zinsschranke, wird der Anteil der *nicht* abziehbaren Zinsaufwendungen, die auf die Inanspruchnahme verzinslichen Fremdkapitals in der Periode  $t$  entfallen, durch  $\zeta_t$  symbolisiert. Im Gegensatz zur Berechnung in Kapitel 4, wo ein Modell der einfachen uniformen Rente unterstellt wurde, erfolgt nun jedoch eine Betrachtung über eine Vielzahl von Perioden. Dementsprechend muss der Kalkül um die Auswirkungen



eines etwaigen Zinsvortrags im Sinne von § 4h Abs. 1 S. 2 EStG n.F. erweitert werden. Entsprechend aufwendiger gestaltet sich die formale Ableitung:

$$CF_{t,Phase I}^{U2.2.2} = \left[ \begin{array}{l} EBIT_t^{op} - F_{t-1} \cdot i_t^{FK} + TG_t^{2008,vSt} \\ \left( \begin{array}{l} \text{Anteil der in t entstandenen} \\ \text{Zinsaufwendungen,} \\ \text{der die steuerliche} \\ \text{BMG mindern darf} \end{array} \right) \cdot \left( \begin{array}{l} \text{Anteil des aus Vorperioden} \\ \text{stammende Zinsvortrags,} \\ \text{der die steuerliche} \\ \text{BMG mindern darf} \end{array} \right) \\ EBIT_t^{op} - (1 - \zeta_t) \cdot F_{t-1} \cdot i_t^{FK} - (1 - \zeta_t^{ZV}) \cdot ZV_{t-1} \\ \text{Nach § 8 Nr. 1 a) GewStG n.F.} \\ \text{hinzuzurechnende Fremdkapital-} \\ \text{zinsen unter Berücksichtigung} \\ \text{der Zinsschranke} \\ + I_{t;\zeta}^{FK;GewSt} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{2008,vSt} \\ \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ \left( \begin{array}{l} \text{Anteil der in t entstandenen} \\ \text{Zinsaufwendungen,} \\ \text{der die steuerliche} \\ \text{BMG mindern darf} \end{array} \right) \cdot \left( \begin{array}{l} \text{Anteil des aus Vorperioden} \\ \text{stammende Zinsvortrags,} \\ \text{der die steuerliche} \\ \text{BMG mindern darf} \end{array} \right) \\ EBIT_t^{op} - (1 - \zeta_t) \cdot F_{t-1} \cdot i_t^{FK} - (1 - \zeta_t^{ZV}) \cdot ZV_{t-1} \\ + \Delta BMG_t^{KSt} + TG_t^{2008,vSt} \\ \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right) \cdot q_t \cdot (1 - s_A^{ESt})$$

Formel 6-31

mit:

$ZV_{t-1}$  : Vortrag am Ende der Periode  $t-1$  von nicht abziehbaren Zinsaufwendungen (§ 4h Abs. 1 S. 2 EStG)

$\zeta_t^{ZV}$  : Anteil der in Periode  $t$  nicht abziehbaren Zinsaufwendungen aus dem Zinsvortrag  $ZV_{t-1}$  mit  $0 \leq \zeta_t^{ZV} \leq 1$

Hinsichtlich der Ermittlung von  $I_{t;\zeta}^{FK;GewSt}$  ist nach der Gesetzesbegründung Folgendes zu beachten:<sup>413</sup> Nach § 8 Nr. 1 Buchstabe a GewStG n.F. sind Entgelte für Schulden insoweit hinzuzurechnen, als sie bei der Ermittlung des Gewinns abgesetzt wurden. Sind Zinsaufwendungen nach § 4h Abs. 1 EStG n.F. nicht abziehbar, findet eine Hinzurechnung bei der Gewerbesteuer nicht statt. Erfolgt der Abzug von Zinsaufwendungen im Rahmen des Zinsvortrags, greift § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F. für die gesamten in diesem Wirtschaftsjahr zum Abzug zugelassenen Zinsaufwendungen. Dies ist unabhängig davon, ob es sich um Zinsaufwendungen aus einem Zinsvortrag oder um Zinsaufwendungen des laufenden Wirtschaftsjahres handelt. Folglich sind für

<sup>413</sup> Vgl. Gesetzesbegründung zum UntStRefG 2008, S. 79.

Zwecke der gewerbsteuerlichen Hinzurechnung nur solche Zinsaufwendungen zu berücksichtigen, die

- als originäre Zinsaufwendungen der Rechnungsperiode nicht bereits aufgrund der Zinsschranke die körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage erhöht haben

sowie

- als in der Rechnungsperiode geltend zu machender Zinsvortrag von der körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage abgezogen wurde.

Formal lässt sich dies wie folgt darstellen:

$$I_{t,\zeta}^{FK;GewSt} = \text{Max} \left( 25\% \cdot \left[ (1 - \zeta_t) \cdot F_{t-1} \cdot i_t^{FK} + (1 - \zeta_t^{ZV}) \cdot ZV_{t-1} - 10^5 \right]; 0 \right)$$

Formel 6–32

Dabei kann der Zusammenhang zwischen  $\zeta_t$  und  $\zeta_t^{ZV}$  wie folgt dargestellt werden:

$$\zeta_t^{ZV} = \begin{cases} 1 & \text{für } 0 < \zeta_t \leq 1 \\ 0 \leq \zeta_t^{ZV} \leq 1 & \text{für } \zeta_t = 0 \end{cases}$$

Formel 6–33

Die tatsächliche Ausprägung von  $\zeta_t$  und  $\zeta_t^{ZV}$  ist periodenspezifisch in einer Nebenrechnung zu ermitteln. Alternativ können in einem Bewertungskalkül die Größen zusammengefasst und einer einheitlichen Betrachtung, unter Beachtung der Freigrenze nach § 4h Abs. 1 Buchst. a) EStG n.F. in Höhe von EUR 10<sup>6</sup>, unterzogen werden. Diese Vorgehensweise wurde für die folgende quantitative Analyse angewandt. Wie schon in Kapitel 4 blieb die Freigrenze ohne Beachtung, um die Wirkung der Zinsschranke aufzuzeigen.

Unmittelbar ersichtlich ist die hohe Abhängigkeit der Cash-flows von  $\zeta_t$  und  $\zeta_t^{ZV}$ . Setzt man beide Größen gleich 1, d.h. weder Zinsaufwand der laufenden Periode noch Zinsvortrag dürfen für steuerliche Zwecke in Abzug gebracht werden, wird effektiv der EBIT besteuert und kürzt sich Formel 6–31 wie folgt:

$$CF_{t,Phase\ 1,\zeta=1}^{U2.2.2} = \left[ \begin{array}{l} EBIT_t^{op} - F_{t-1} \cdot i_t^{FK} + TG_t^{2008,vSt} \\ - (EBIT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ - (EBIT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt} + TG_t^{2008,vSt}) \cdot s_{2008}^{KSt} \end{array} \right] \cdot q_t \cdot (1 - s_A^{EST})$$

Formel 6–34

In diesem Fall wird die körperschaft- und gewerbsteuerliche Bemessungsgrundlage nach neuem Recht deutlich die Bemessungsgrundlagen nach altem Recht c.p. übersteigen und insoweit eine Reduzierung des Unternehmenswerts zur Folge haben.

Sofern beide Größen mit null anzusetzen sind, führt einerseits der Zinsvortrag zu einer weiteren Reduzierung der steuerlichen Bemessungsgrundlagen. Andererseits steigt die gewerbsteuerliche Hinzurechnung um 25 % des Zinsvortrags. Insgesamt wird die gewerbsteuerliche Bemessungsgrundlage sinken und die körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage c.p. unverändert bleiben. In Folge dessen steigt insoweit der Unternehmenswert.

Da beide Variablen Werte zwischen 0 und 1 annehmen können (vgl. Formel 6–33) und die tatsächliche Ausprägung von den jeweiligen Umständen abhängt, sind weitergehende allgemeine Aussagen nicht möglich. Auch die Erkenntnisse aus dem nachfolgenden Beispiel dürfen daher nicht verallgemeinert werden.

### 6.3.4.2.2 Quantitatives Beispiel

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA)	185,84	194,71	204,04		1.692,94	1.762,21	1.864,37
./. Abschreibungen	-20,00	-20,00	-20,00		-20,00	-20,00	-20,00
Gesamtergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	165,84	174,71	184,04		1.672,94	1.742,21	1.844,37
./. Fremdkapitalzinsen	-65,84	-69,12	-72,55		-396,46	-399,01	-400,82
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	105,59	111,49		1.276,48	1.343,20	1.443,55
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00		100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thes.	0,00	5,59	11,49		1.176,48	1.243,20	1.343,55
./. GewSt (14,000%)	-17,36	-18,33	-19,34		-180,88	-197,65	-216,13
./. KSt (15,825%)	-17,42	-18,40	-19,44		-184,37	-205,98	-228,44
= Gesamtergebnis n. Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	65,21	68,86	72,72		911,23	939,57	998,98
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-35,87	-37,87	-39,99		-501,18	-516,77	-549,44
= Bruttoausschüttung	29,35	30,99	32,72		410,05	422,81	449,54
./. ESt (Abgeltungsteuer i.H.v. 26,375%)	-7,74	-8,17	-8,63		-108,15	-111,52	-118,57
= Nettoausschüttung	21,61	22,81	24,09		301,90	311,29	330,97
⇒ Barwert per 01.01.01	19,96	19,47	18,99		6,19	5,89	75,87
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>658,43</b>						

Tabelle 6-29: Barwertkalkül bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (mit Zinsschranke und Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F.)

Durch die Berücksichtigung der steuerlichen Restriktionen sinkt der Unternehmenswert im Beispiel von 702,01 GE auf 658,43 GE um 43,58 GE bzw. 6,21 %. Damit reagiert dieser Kalkül in vergleichbarem Maß wie bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.

Die Herleitung der periodischen Steuerbelastung sowie des Zinsvortrags für Zwecke der Zinsschranke ist nachfolgend zusammengestellt:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (wie oben)	100,00	105,59	111,49		1.276,48	1.343,20	1.443,55
+ 100% d. Zinsaufwand	65,84	69,12	72,55		396,46	399,01	400,82
./. 30% des EBITDA als abziehbarer Zinsaufwand (max. 100% d. Zinsaufwands zzgl. Zinsvortrag)	-55,75	-58,41	-61,21		-507,88	-440,58	-400,82
<b>= KSt-liche BMG</b>	110,09	116,30	122,83		1.165,06	1.301,62	1.443,55
+ zzgl. 25% des Zinsaufwand (sofern nicht der Zinsschranke unterliegend)	13,94	14,60	15,30		126,97	110,15	100,21
<b>= GewSt-liche BMG</b>	124,03	130,90	138,13		1.292,03	1.411,77	1.543,75
<b>Nachrichtlich:</b>							
Zinsvortrag am Ende der Periode	10,09	20,80	32,13		41,58	0,00	0,00

**Tabelle 6-30: Herleitung der gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (mit Zinsschranke und Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F.)**

Bedingt durch die sich im Zeitablauf ändernde Abzugsfähigkeit der Zinsaufwendungen, ist auch die effektive Belastung des EBT mit Unternehmenssteuern im Zeitablauf nicht konstant:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Effektive Unternehmensteuer	34,786%	34,786%	34,779%		28,614%	30,050%	30,797%

**Tabelle 6-31: Effektive Unternehmensteuer bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (mit Zinsschranke und Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F.)**

Nicht nur in den hier abgebildeten Perioden 1, 2, 3 und 49 nimmt die effektive Belastung mit Unternehmenssteuern im Zeitablauf ab. Auch für die dazwischen liegenden Perioden sinkt die Steuerlast stetig. Lediglich in der fünfzigsten Periode sowie in der ewigen Rente kommt es zu einem Anstieg des effektiven Steuersatzes. Dieser Anstieg fällt dabei zusammen mit dem Verbrauch des steuerlichen Zinsvortrags. Dieser wird im Beispielsfall bis zur 37. Periode auf- und sodann bis zur fünfzigsten Periode vollständig abgebaut. In der Phase der ewigen Rente mindern die periodischen Zinsaufwendungen vollständig die körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage. Ein Zinsvor-

trag entsteht nicht mehr. Gewerbesteuerlich sind 25% der Zinsaufwendungen der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage hinzuzurechnen.

Bedingt durch die heterogene Besteuerung der Perioden-EBT, ist für die nun schon mehrfach betrachteten Größen eine einheitliche Entwicklung nicht mehr zu beobachten:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^U$	15,583%	15,583%	15,581%		14,236%	14,525%	14,685%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach KSt/GewSt</b>		5,590%	5,600%		5,655%	3,111%	6,323%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum der <b>Nettoausschüttung</b>		5,590%	5,600%		5,655%	3,111%	6,323%

**Tabelle 6-32: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes und Fremdfinanzierung (mit Zinsschranke und Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 Buchst. a) GewStG n.F.)**

Während die Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern im Zeitablauf, entsprechend der sinkenden steuerlichen Belastung auf Unternehmensebene, sinken<sup>414</sup>, steigen die Wachstumsraten des Jahresergebnisses nach Unternehmensteuern sowie die Nettoausschüttungen stetig an. Unterbrochen wird diese Entwicklung wieder in der fünfzigsten Periode mit dem kurzfristigen Anstieg der Besteuerung. Ein Zusammenhang zwischen den beobachteten Wachstumsraten und den unterstellten Renditegrößen sind formal (zumindest ohne weiteres) nicht mehr darzustellen.

<sup>414</sup> Wie schon für das Halbeinkünfteverfahren dargestellt, kommt bei der Bemessung der Wiederanlagerendite auch hier die effektive Unternehmensteuerbelastung zum

$$\text{Tragen. Es gilt analog zu Formel 6-30: } i_t^U = \frac{i_t^{\text{vEST}}}{(1 - S_{t,\text{effU}}^{2008})}$$

Wie bereits in Abschnitt 6.3.3.2 beobachtet, sinkt die relative Zuführung von Fremdkapital analog zum Marktwert des Eigenkapitals im Zeitablauf:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Fremdkapitalbestand am Anfang der Periode	823,04	863,99	906,82		4.955,73	4.987,57	5.010,29
Fremdkapitalzinssatz	8,00%	8,00%	8,00%		8,00%	8,00%	8,00%
Zuführung Fremdkapital am Ende der Vorperiode		40,95	42,83		48,06	31,84	22,73
Zuführung Fremdkapital in %		4,976%	4,957%		0,979%	0,642%	0,456%

**Tabelle 6-33: Entwicklung des Fremdkapitals im Fall U2.2.2**

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Unternehmenswert am Anfang einer jeden Periode	<b>658,43</b>	691,19	725,46		3.964,58	3.990,05	4.008,23
Änderung Unternehmenswert zu Marktwerten in %		4,976%	4,957%		0,979%	0,642%	0,456%

**Tabelle 6-34: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall U2.2.2**

## 6.4 Zusammenfassung der Ergebnisse dieses Kapitels

Die Ergebnisse dieses Kapitels lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Im Falle einer unbegrenzten Haltedauer für das Bewertungsobjekt und reiner Eigenfinanzierung lässt die Fortführung des bekannten Bewertungskalküls die Unternehmenswerte über alle Grenzen wachsen je stärker die Ausschüttungsquote  $q$  sich der kritischen Ausschüttungsquote  $\hat{q}$  gleich 14,5138% nähert. Dementsprechend ist der auf diese Weise ermittelte Unternehmenswert durch ein nicht operativ begründbares Wachstum in der Phase der ewigen Rente erheblich beeinflusst. Dies zeigt sich schon bei empirisch beobachtbaren Ausschüttungsquoten von 40 bis 60 Prozent.
- Dieses Unendlichkeitsphänomen lässt sich anhand drei aufgezeigter Alternativkalküle vermeiden.
- Die alternativen *Bewertungskalküle I und II* stellen dabei auf die Herstellung der Wertneutralität der Einkommensteuer ab.
- Für den *Bewertungskalkül I* wird dies erreicht, indem eine Vereinheitlichung der Besteuerung der Kursrendite des Bewertungsobjekts auf die effektive Kursgewinnbesteuerung der Alternativanlage vorgenommen wird. Aufgrund der hierbei notwendigen Fiktionen, verstößt der Kalkül jedoch gegen das Zuflussprinzip.
- Der *Bewertungskalkül II* normiert die effektive Kursgewinnbesteuerung für das Bewertungsobjekt und die Alternativanlage auf die Besteuerung beim Bewertungsobjekt. Diese beläuft sich aufgrund der Annahme einer unendlichen Haltedauer der Anteile auf 0 %. Da jedoch für die Alternativanlage vermutlich kürzere Haltedauern realitätsnah sind, wird insoweit das Vergleichsobjekt einer Vereinfachung unterzogen.
- Der vorgestellte dritte Alternativkalkül akzeptiert die steuerliche Diskrepanz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage. Das Unendlichkeitsphänomen wird dabei vermieden, indem ein thesaurierungs-



bedingter Wachstumsabschlag in der ewigen Rente nicht einbezogen wird. Um aber das thesaurierungsbedingte Wachstum ausreichend abzubilden, wird das in der Praxis übliche 2-Phasenmodell erweitert. Die Einführung einer sehr langen mittleren Phase ermöglicht dabei neben der Berücksichtigung des Wachstums auch andere Faktoren detaillierter abzubilden.

- Aufgrund des jeweils zugrunde liegenden Katalogs an Annahmen erscheint eine auf das Bewertungsobjekt bezogene Auswahl des Kalküls sachgerecht.
- So ist der *Bewertungskalkül I* für die Bewertung von börsennotierten Unternehmen, für die mitunter vergleichsweise kurze Haltedauern beobachtet werden können, geeignet. Aufgrund der Übereinstimmung der Ergebnisse könnte aus Vereinfachungsgründen auch der *alternative Bewertungskalkül II* angewendet werden.
- Bei kleineren und mittelgroßen Kapitalgesellschaften ohne Börsennotierung bildet der *Bewertungskalkül III* die in der Bewertungspraxis vorzufindenden Verhältnisse und steuerliche Probleme besser ab und sollte bei Bewertungsanlässen mit Bezug zu einem solchen Bewertungsobjekt zur Anwendung kommen.
- Unabhängig von der Beurteilung der betrachteten drei alternativen Bewertungskalküle ist festzustellen, dass auch für den Fall thesaurierungsbedingten Wachstums die Unternehmensteuerreform 2008 bei ausschließlich eigenfinanzierten Unternehmen überschaubare Auswirkungen hat. Insoweit entspricht dieses Ergebnis der Betrachtung für die Bewertung eines gemischt finanzierten Unternehmens im einfachen Rentenmodell, wie in Kapitel 4 herausgearbeitet.
- Nach diesem Zwischenergebnis wurde der Kalkül um die Annahme der Fremdfinanzierung ergänzt. Da hierbei langfristig wirkende Mechanismen zum Tragen kommen, erfolgte die Betrachtung ausschließlich im modifizierten Phasenmodell.

- Sowohl für das Halbeinkünfteverfahren als auch für das neue Steuerregime konnte dabei gezeigt werden, dass sich die Auswirkungen dieses zusätzlichen Parameters auf den Unternehmenswert zumindest im Beispielsfall in einem überschaubaren Rahmen bewegen.
- Sofern steuerliche Restriktionen betreffend die Behandlung von Fremdkapitalzinsen außer acht bleiben, bestätigt der Kalkül die anerkannten Zusammenhänge zwischen den verschiedenen Renditegrößen, dem Wachstum der Jahresergebnisse nach Unternehmensteuern sowie der Nettoausschüttungen. Für das Halbeinkünfteverfahren konnte darüber hinaus der Zusammenhang zur Wachstumsrate  $w_{th}$  bestätigt werden.
- Notwendig hierbei war jedoch eine Anpassung der Ableitung der Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern.
- Vorstehende Aussage gilt für den Kalkül unter Berücksichtigung der steuerlichen Beschränkungen nach Gewerbe- und Körperschaft-/ Einkommensteuerrecht nur für das Halbeinkünfteverfahren. Im Fall des Steuerrechts nach der Unternehmensteuerreform 2008 führt die Anwendung der Zinsschranke zu einer heterogenen Entwicklung der Jahresergebnisse nach Steuern. Für andere Fälle beschriebene Zusammenhänge gelten in diesem realitätsnahen Fall nicht mehr.
- Insgesamt ist jedoch auch für den Fall der Mischfinanzierung festzustellen, dass durch die Unternehmensteuerreform 2008 die Unternehmenswerte nicht zwangsläufig signifikant beeinflusst werden. In den zuletzt in Abschnitt 6.3.4 betrachteten Fällen belief sich der Unterschied zwischen den Unternehmenswerten nach beiden Steuerregimen auf lediglich 2,40 %.

## 6.5 Anhang zu Kapitel 6

### 6.5.1 Ergänzende Erläuterung zu Formel 6–2

Nachfolgend sollen die Teilbeträge des Gewinns nach Unternehmensteuern in Formel 6–2 (Seite 154) ergänzend erläutert werden:

$$\begin{aligned}
 & \overbrace{EBT_t^{op} + TG_t^{HV,vSt}}^{\text{Gewinn vor Unternehmensteuern}} \\
 & \overbrace{- (EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt}}^{\text{Gewerbesteuer}} \\
 & \quad \text{inkl. deren Anpassung aufgrund von Vorschriften zur Steuerbilanz und zur Einkommensermittlung} \\
 & \quad \text{Körperschaftsteuer bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens} \\
 & \overbrace{- (EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{HV}^{KSt}}^{\text{Körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage inkl. deren Anpassung aufgrund von Vorschriften zur Steuerbilanz und zur Einkommensermittlung}} \\
 & \quad \text{Körperschaftsteuerersparnis aufgrund des Betriebsausgabenabzugs für die Gewerbesteuer} \\
 & \overbrace{+ (EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{HV,vSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s_{HV}^{KSt}}^{\text{Körperschaftsteuerersparnis aufgrund des Betriebsausgabenabzugs für die Gewerbesteuer}}
 \end{aligned}$$

Der letzte Teilbetrag repräsentiert in dem unterstellten Ertragswertkalkül das *Tax Shield*, das die Gewerbesteuer für Zwecke der Körperschaftsteuer entfaltet.

## 6.5.2 Ergänzende Erläuterung zu Formel 6–8

Entsprechend vorstehendem Abschnitt 6.5.1 sollen die Teilbeträge des Gewinns nach Unternehmensteuern in Formel 6–8 (Seite 162) ergänzend erläutert werden:

$$\begin{array}{c}
 \text{Gewinn vor} \\
 \text{Unternehmensteuern} \\
 \hline
 EBT_t^{op} + TG_t^{2008, vSt} \\
 \hline
 \text{Gewerbsteuer} \\
 \hline
 \text{Gewerbsteuerliche Bemessungsgrundlagen} \\
 \text{inkl. deren Anpassung aufgrund von Vorschriften} \\
 \text{zur Steuerbilanz und zur Einkommensermittlung} \\
 \hline
 -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{GewSt} + TG_t^{2008, vSt}) \cdot S_{2008}^{GewSt} \\
 \hline
 \text{Körperschaftsteuer bei Gültigkeit des} \\
 \text{Steuerregimes nach der} \\
 \text{Unternehmensteuerreform 2008} \\
 \hline
 \text{Körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlagen} \\
 \text{inkl. deren Anpassung aufgrund von Vorschriften} \\
 \text{zur Steuerbilanz und zur Einkommensermittlung} \\
 \hline
 -(EBT_t^{op} + \Delta BMG_t^{KSt} + TG_t^{2008, vSt}) \cdot S_{2008}^{KSt}
 \end{array}$$

Unmittelbar ersichtlich wird aus der Zusammenstellung die Abschaffung des Betriebsausgabenabzugs der Gewerbesteuer. Hierdurch entfällt das in Abschnitt 6.5.1 ausgewiesene gewerbsteuerliche *Tax Shield* für Zwecke der Körperschaftsteuer.

### 6.5.3 Berechnungsnachweis zur Überleitung von Formel 6–11 zu Formel 6–13 (Seite 164 f.)

$$\begin{aligned}
 UNW_{Phase II}^{U2.1} &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{i_{\infty}^{nEST} - W_{th}} \\
 &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase II}^{U2.1} &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{i_{\infty}^{nEST} - i_{\infty}^{vEST} \cdot (1 - q_{\infty})} \\
 &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase II}^{U2.1} &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{i_{\infty}^{vEST} \cdot (1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST}) - i_{\infty}^{vEST} \cdot (1 - q_{\infty})} \\
 &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase II}^{U2.1} &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{i_{\infty}^{vEST} \cdot (1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST} - (1 - q_{\infty}))} \\
 &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase II}^{U2.1} &= \frac{[\bullet] \cdot \frac{q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{(1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST} - (1 - q_{\infty}))}}{i_{\infty}^{vEST}} \\
 &= \frac{[\bullet] \cdot \frac{q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST}) \cdot (1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST})}{(1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST} - (1 - q_{\infty}))}}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase II}^{U2.1} &= \frac{[\bullet] \cdot \frac{q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST}) \cdot (1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST})}{(1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST} - (1 - q_{\infty}))}}{i_{\infty}^{vEST} \cdot (1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST})} \\
 &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST}) \cdot \frac{1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST}}{1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST} - 1 + q_{\infty}}}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase II}^{U2.1} &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST}) \cdot \frac{1 - q_{\infty} \cdot s_A^{EST} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST}}{(1 - s_A^{EST}) \cdot q_{\infty} - (1 - q_{\infty}) \cdot s_K^{EST}}}{i_{\infty}^{nEST}} \\
 &= \frac{[\bullet] \cdot q_{\infty} \cdot (1 - s_A^{EST})}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})}
 \end{aligned}$$

#### 6.5.4 Berechnungsnachweis zur Herleitung des Grenzwertes $\hat{q}$

Das unendliche Wachstum tritt für Formel 6–11 dort auf, wo der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag  $w_{th}$  dem Kapitalisierungszinssatz nach Steuern  $i^{nEST}$  entspricht:

$$\begin{aligned} & \overbrace{i^{vEST} \cdot (1 - \hat{q} \cdot s_A^{EST} - (1 - \hat{q}) \cdot s_K^{EST})}^{i^{nEST}} = \overbrace{i^{vEST} \cdot (1 - \hat{q})}^{w_{th}} \\ \Leftrightarrow & 1 - \hat{q} \cdot s_A^{EST} - s_K^{EST} + \hat{q} \cdot s_K^{EST} = 1 - \hat{q} \\ \Leftrightarrow & \hat{q} - \hat{q} \cdot s_A^{EST} + \hat{q} \cdot s_K^{EST} = s_K^{EST} \\ \Leftrightarrow & \hat{q} \cdot (1 - s_A^{EST} + s_K^{EST}) = s_K^{EST} \\ \Leftrightarrow & \hat{q} = \frac{s_K^{EST}}{1 - s_A^{EST} + s_K^{EST}} \end{aligned}$$

Formel 6–14

## 7 Objektivierete Bewertung von gewerblichen Personengesellschaften im Phasenmodell (Bewertungsfallgruppe 3)

### 7.1 Vorgehensweise und unterstellte Eigenkapitalkosten

#### 7.1.1 Untersuchte Fallgestaltungen sowie allgemeine und steuerliche Annahmen

Nach der im Rahmen der gewählten Fallgestaltungen abschließenden Betrachtung für die Bewertung von Kapitalgesellschaften in den Kapiteln 5 und 6, wird in diesem Kapitel die objektivierete Bewertung von gewerblichen Personengesellschaften untersucht.

Wie bei der objektivierten Bewertung von Kapitalgesellschaften, so wird auch für die Bewertung von Personengesellschaften das Ertragswertverfahren<sup>415</sup> angewandt. In diesem Rahmen wird der Kalkül ebenfalls anhand des Phasenmodells zerlegt. Für die Darstellung in Abschnitt 7.2 unter der Prämisse ausschließlicher Eigenfinanzierung des Unternehmens werden dabei zwei Phasen unterschieden. Inwieweit eine Erweiterung des Kalküls um eine dritte, mittlere Phase aufgrund eines Unendlichkeitsphänomens<sup>416</sup> notwendig ist, wird in Abschnitt 7.2.2.3 untersucht und soll daher hier nicht weiter erörtert werden.

Hingegen erscheint die Erweiterung des Kalküls auf drei Phasen für die Ausarbeitung unter Annahme gemischter Finanzierung (vgl. Abschnitt 7.3) sachgerecht, um die Entwicklung der steuerlichen Bemessungsgrundlagen, des Ausmaßes der Fremdfinanzierung und der Fremdkapitalkosten sowie deren Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis darzustellen.

Da gerade Personengesellschaften in der weit überwiegenden Zahl mittelständisch geprägt sind, erscheint die Annahme von sehr langen Haltedauern für die Beteiligung an diesen sachgerecht. Vor dem Hintergrund der bereits dargestellten Probleme im Zusammenhang mit der Annahme einer turnus-

---

<sup>415</sup> Vgl. zur Bewertung von Personengesellschaften mit DCF-Verfahren *Baetge / Lienau (2005)*, S. 805-816 sowie jüngst *Streitferdt (2008)*, S. 268-276.

<sup>416</sup> Vgl. Kapitel 6.

mäßigen Veräußerung des Bewertungsobjekts wird daher nachfolgend von einer unbegrenzten Haltedauer ausgegangen.

Auch in diesem Kapitel erfolgt die Untersuchung in mehreren Schritten. Dabei werden folgende Fallgestaltungen unterschieden:

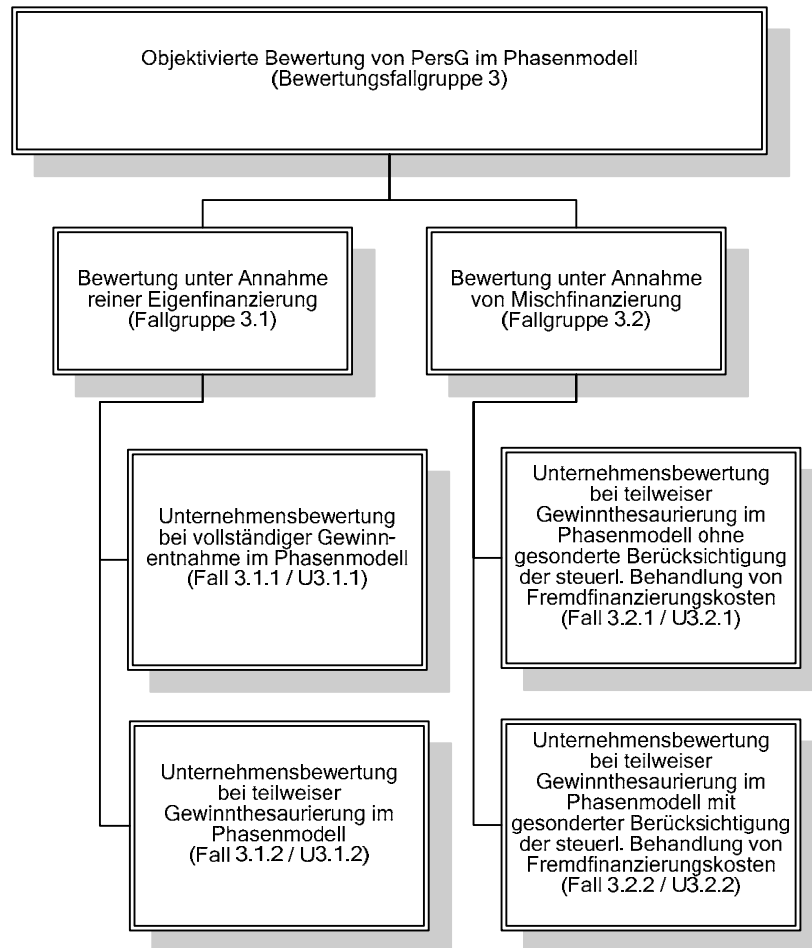


Abbildung 7-1: Übersicht Bewertungsfallgruppe 3

Die Bearbeitung der Fallgruppe 3.1 erfolgt, um die Ausgestaltung des Bewertungskalküls unter Einbeziehung von Gewerbe- und Einkommensteuer ohne Auswirkungen aus der Fremdfinanzierung darzustellen. Da für Kapitalgesellschaften gezeigt werden konnte, dass die teilweise Thesaurierung von Gewinnen Folgen für das Bewertungsergebnis haben kann, wird dem Fall 3.1.2 / U3.1.2 (teilweise Gewinnthesaurierung) der Bewertungskalkül bei vollständiger Entnahme des Gewinns (Fall 3.1.1 / U3.1.1) gegenübergestellt.



Die Fallgruppe 3.2 entspricht der Betrachtung bei Kapitalgesellschaften: Zunächst wird der Kalkül bei anteiliger Fremdfinanzierung und vollständiger Abziehbarkeit der Fremdkapitalkosten von der steuerlichen Bemessungsgrundlage betrachtet. In einem zweiten Schritt wird die Hinzurechnungsvorschrift des § 8 Nr. 1 GewStG in der jeweils geltenden Fassung einbezogen. Im Gegensatz zu der Ausarbeitung für Kapitalgesellschaften soll dieser Kalkül für Personengesellschaften nicht unter Berücksichtigung der Zinsschrankenregelung erfolgen.<sup>417</sup> Grund hierfür ist, dass diese für die wenigsten Personengesellschaften allein schon aufgrund der Freigrenze von EUR 1 Mio. einschlägig sein dürfte. Darüber hinaus bedeutet die Abbildung des Regelungskreises um § 4h EStG n.F. eine erhebliche Verkomplizierung des Kalküls. Wie später zu zeigen sein wird, führt bereits die Einbeziehung der begünstigten Besteuerung von nicht entnommenen Gewinnen nach § 35a EStG n.F. zu einer erheblichen Komplexitätszunahme.

Für alle Fallgestaltungen wird mit IDW S 1 i.d.F. 2008 die allgemeine Annahme getroffen, dass die Alternativanlage in einem Aktienportfolio zu sehen ist.<sup>418</sup> Weiterhin liegen diesem Kapitel folgende steuerliche Annahmen in Bezug auf die Besteuerung des Bewertungsobjekts zugrunde:

- Das Bewertungsobjekt unterliegt mit seinem Gewerbeertrag der Gewerbesteuer.
- Bei der Berechnung der Gewerbesteuer wird ein einheitlicher Hebesatz in Höhe von 400 % unterstellt.
- Die Staffelung der Gewerbesteuermesszahl nach § 11 Abs. 2 Nr. 1 GewStG a.F. wird nicht berücksichtigt. Vielmehr kommt eine einheitliche Messzahl in Höhe von 5 % nach § 11 Abs. 2 Nr. 2 GewStG a.F. bzw. 3,5 % nach § 11 Abs. 2 GewStG n.F. zur Anwendung.

---

<sup>417</sup> Vgl. für eine Beispielrechnung unter Berücksichtigung der Zinsschranke, jedoch ohne Berücksichtigung von Gewinnthesaurierungen und weiteren Vereinfachungen, *Dörschell / Franken / Schulte (2008)*, S. 453.

<sup>418</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 93.

- Steuerrechtliche Bilanzierungsvorschriften sowie Einkommensermittlungsvorschriften fließen nur insoweit in den Kalkül ein, als sie gesondert genannt werden und es wird unterstellt, dass die einkommensteuerliche Bemessungsgrundlage dem handelsrechtlichen Gewinn nach (Steuerrecht vor dem UntStRefG 2008) bzw. vor (Steuerrecht nach dem UntStRefG 2008) Gewerbesteuer entspricht.

Hinsichtlich der Besteuerung des Gesellschafters werden mithin folgende Annahmen getroffen:<sup>419</sup>

- Von weiteren Einkünften wird abstrahiert.
- Sofern in einer Periode steuerrechtliche Verluste aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden, führen diese zu Steuererstattungen.
- Der Gesellschafter der Personengesellschaft ist Mitunternehmer. Er entfaltet Mitunternehmerinitiative und trägt als Gesellschafter ein Mitunternehmerrisiko.<sup>420</sup> Die Einkünfte des Gesellschafters aus dem Bewertungsobjekt sind daher als Gewinneinkünfte im Sinne von § 15 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 EStG zu qualifizieren.
- Sonderbetriebseinnahmen und –ausgaben des Mitunternehmers im Zusammenhang mit der Beteiligung an dem Bewertungsobjekt werden in dem Kalkül nicht, auch nicht typisiert einbezogen. Gleiches gilt für die steuerlichen Folgen einer Ergänzungsbilanz.
- Die Einkünfte sowohl aus dem Bewertungsobjekt als auch aus der Alternativanlage werden mit einem einheitlichen Einkommensteuersatz auf Ebene des Gesellschafters besteuert. Ausgenommen hiervon sind Einkünfte, die einem Sondersteuersatz unterliegen.
- Grundsätzlich beruhen die Ausführungen auf der Annahme eines persönlichen Einkommensteuersatzes in Höhe von *mindestens* 28,25 % zzgl. Solidaritätszuschlag.

---

<sup>419</sup> Zur grundsätzlich Berücksichtigung der Einkommensteuer bei der Bewertung von Personengesellschaft vgl. *IDW (2007c)*, S. 37.

<sup>420</sup> Vgl. H 15.8 Abs. 1 EStH 2006.

- Zur Vereinheitlichung des Kalküls wird mit IDW S 1 i.d.F. 2005 bei quantitativen Untersuchungen ein persönlicher Einkommensteuersatz (inkl. Solidaritätszuschlag) in Höhe von 35 % unterstellt.<sup>421</sup> Kirchensteuer wird in dem Kalkül nicht betrachtet.
- Die Anrechnung der Gewerbesteuer nach § 35 EStG a.F. wird vereinfachend entsprechend der bisher üblichen Vorgehensweise bei der Bewertung von Unternehmen unter Annahme des alten Steuerregimes durch die Reduzierung des persönlichen Einkommensteuersatzes i.H.v. 9 %-Punkten einbezogen.<sup>422</sup> Für das Steuersystem nach der Unternehmensteuerreform 2008 wird die höhere Anrechnung nach § 35 EStG n.F. in den Kalkül einbezogen.
- Sofern unterstellt wird, dass Gewinne nicht entnommen werden, kommt für Zwecke des Kalküls unter dem neuen Steuerregime der Sondersteuersatz nach § 34a Abs. 1 S. 1 EStG n.F. zur Anwendung. Die Voraussetzungen für die Anwendung des Sondersteuersatzes (insbesondere nach § 34a Abs. 1 S. 3 EStG n.F.) werden als gegeben unterstellt. Eine spätere Entnahme dieser Gewinne wird ausgeschlossen. Insoweit kommt es nicht zu einer Nachversteuerung nach § 34a Abs. 4 EStG n.F. Diese Annahme ist notwendig, da anderenfalls eine typisierte Thesaurierungsdauer (empirisch) zu ermitteln wäre. Diese ist jedoch kaum einer verlässlichen Schätzung zugänglich.

Eines Vorteilhaftigkeitskalküls, wie in Kapitel 2 aufgezeigt, bedarf es nicht, da die Anwendung des persönlichen Einkommensteuersatz nicht zu einer geringeren einkommensteuerlichen Belastung führen würde, sofern dieser den Sondersteuersatz nach § 34a Abs. 1 S. 1 EStG n.F. (wie hier unterstellt) nicht unterschreitet.

Gleichwohl wird in einem zweiten Schritt alternativ ein Kalkül bei vollständiger Besteuerung der gewerblichen Gewinne mit dem persönlichen Einkommensteuersatz herausgearbeitet.

---

<sup>421</sup> Vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2005*, Tz. 53.

<sup>422</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1023.

- Einkünfte aus der Alternativanlage unterliegen unter Annahme des neuen Steuerregimes der Abgeltungsteuer nach § 32d Abs. 1 S. 1 EStG n.F. Hierbei wird für die in der Alternativrendite einbezogene Kursrendite in Übereinstimmung mit dem IDW eine effektive Kursgewinnsteuer in Höhe von 12,5 % unterstellt. Vergleiche hierzu auch die Ausführungen zu den Eigenkapitalkosten in Kapitel 3.
- Sowohl die persönliche Einkommensteuer als auch der Solidaritätszuschlag werden grundsätzlich entnommen; Privatvermögen steht für Zwecke der privaten Steuerzahlung des Gesellschafters nicht zur Verfügung bzw. soll dafür nicht verwandt werden.

Des Weiteren wird, wie bei der Ausarbeitung des Bewertungskalküls für Kapitalgesellschaften, auf die grundsätzlich aufzustellenden Rechenwerke (Plan-Bilanz und Plan-Finanzrechnung) aus Vereinfachungsgründen verzichtet. Soweit quantitative Untersuchungen unternommen werden, beschränken sich diese folglich auf die Darstellung der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen. Dies impliziert jedoch die Entnehmbarkeit der prognostizierten Ertragsüberschüsse, mithin also die Existenz von ausreichenden liquiden Mitteln sowie die Abwesenheit von privatrechtlichen Ausschüttungssperren. Darüber hinaus wird die periodengleiche Ein- und Auszahlung der betrachteten Ertrags- und Aufwandsgrößen unterstellt. Gleiches soll für Zahlungsströme zwischen dem Bewertungsobjekt und den Gesellschaftern und Fremdkapitalgebern gelten. Hierbei wird ergänzend angenommen, die Vornahme dieser Zahlungsströme erfolge jeweils zum Ende einer Periode.

## 7.1.2 Eigenkapitalkosten

Mit der Annahme einer Alternativanlage in Anteilen börsennotierter Gesellschaften verbunden ist, dass auch in diesem Kapitel die Eigenkapitalkosten nach dem Tax CAPM zu bemessen sind. Wird auch hier vereinfachend ein risikoadjustierter Betafaktor für das ausschließlich eigenfinanzierte Unternehmen in Höhe von 1 unterstellt, kommen die bekannten Eigenkapitalkosten zur Anwendung:<sup>423</sup>

- Halbeinkünfteverfahren:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,600%
- Marktrisikoprämie:	4,250%	5,000%
- Beta:	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	8,250%	7,600%

**Tabelle 7-1: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens**

- Unternehmensteuerrecht nach der Unternehmensteuerreform 2008:<sup>424</sup>

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,945%
- Marktrisikoprämie:	5,436%	4,722%
- Beta:	1,00	1,00
⇒ Kapitalisierungszinssatz	9,436%	7,667%

**Tabelle 7-2: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit der Regelung nach der Unternehmensteuerreform 2008**

Hinsichtlich der Anpassung der Eigenkapitalkosten an die Kapitalstruktur gemischt finanzierter Unternehmen wird auf Abschnitt 6.3.2.2 verwiesen.

<sup>423</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen in Abschnitt 3.4 (Seite 75).

<sup>424</sup> Vgl. hierzu im Kontext zur Bewertung von Personengesellschaft *Dörschell / Franken / Schulte (2008)*, S. 451.

## **7.2 Bewertung von Personengesellschaften unter Annahme reiner Eigenfinanzierung (Fall 3.1 / U3.1)**

Wie bisher, so erfolgt auch die Ausarbeitung der einzelnen Kalküle in zwei Schritten. Zunächst wird die formale Ableitung pro Phase dargestellt. Sodann werden die hieraus gewonnenen Erkenntnisse anhand eines Beispiels exemplarisch dargestellt und eine Abweichungsanalyse vorgenommen.

### **7.2.1 Objektiviert Bewertung bei vollständiger periodischer Entnahme des Gewinns (Fall 3.1.1 / U3.1.1)**

#### **7.2.1.1 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuerrechts vor der Unternehmensteuerreform 2008**

##### *7.2.1.1.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls*

Die formale Darstellung zu dem Kalkül für das bisherige Steuersystem zeichnet sich insbesondere dadurch aus, dass

- die Gewerbesteuer als Betriebsausgabe unbeschränkt ihre eigene wie auch die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer mindert

und

- der steuerliche Gewinn der Personengesellschaft (nach Gewerbesteuer) mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Mitunternehmers zu versteuern war.

Darüber hinaus ist die Anrechnung der Gewerbesteuer auf die Einkommensteuer nach § 35 EStG a.F. zu berücksichtigen.

Im Vergleich zu der Bewertung von Kapitalgesellschaften mittels Ertragswertverfahren bleibt der Kalkül insoweit gleich, als dass eine Diskontierung der jährlichen Cash-flows an die Gesellschafter mit einem risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz erfolgt. Hierbei kommen die vorstehenden Eigenkapitalkosten zur Anwendung.

### 7.2.1.1.1.1 Phase I

Entsprechend dieser Vorgaben ist der Kalkül für die Detailplanungsphase wie folgt ausgestaltet:

$$\begin{aligned}
 UNW_{Phase I}^{3.1.1} &= \sum_{t=1}^n \frac{\left[ \overbrace{EBT_t - EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt}}^{GewSt} \right.}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST})} \\
 &\quad \left. - \underbrace{(EBT_t - EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt}) \cdot s^{EST}}_{\substack{EST \text{ unter Berücksichtigung der} \\ \text{Abziehbarkeit der GewSt als Betriebsausgabe}}} + \underbrace{a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t}_{\text{Anrechnung der GewSt auf die EST}} \right] \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase I}^{3.1.1} &= \sum_{t=1}^n \frac{\left[ \overbrace{EBT_t - EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt}}^{GewSt} - \overbrace{EBT_t \cdot s^{EST}}^{EST} \right.}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST})} \\
 &\quad \left. + \underbrace{EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s^{EST}}_{\substack{EST-Ersparnis aufgrund \\ \text{der Abziehbarkeit der GewSt} \\ \text{von der est-lichen BMG}}} + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \right]
 \end{aligned}$$

Formel 7-1

mit:

- $s^{EST}$  : Persönlicher Einkommensteuersatz des Gesellschafters / Mitunternehmers (einschließlich Solidaritätszuschlag)
- $a_{EST}^{GewSt}$  : Anrechnungsfaktor gemäß § 35 Abs. 1 EStG
- $ms_{GewSt}$  : Gewerbesteuer-Messzahl nach § 11 Abs. 2 GewStG
- $i_{\eta}^{nEST}$  : Periodenspezifischer Eigenkapitalkostensatz nach Einkommensteuer

Wie bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften, führt auch hier die Abziehbarkeit der Gewerbesteuer zu einem positiven Wertbeitrag zum Unternehmenswert (tax shield der Gewerbesteuer für die Einkommensteuer). In Höhe der Summe der diskontierten periodischen Beiträge des tax shields in Höhe des Produkts  $EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s^{EST}$  ist der Unternehmenswert positiv beeinflusst.

Auch die typisierte Anrechnung der Gewerbesteuer auf die Einkommensteuer führt zu einem positiven Wertbeitrag in Höhe der Summe der diskontierten Produkte  $a_{ESt}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t$ .

#### 7.2.1.1.1.2 Phase II

Der vorstehende Kalkül wird für die zweite Phase analog fortgeschrieben:

$$UNW_{Phase II}^{3.1.1} = \frac{\left[ EBT_{\infty} - EBT_{\infty} \cdot s_{eff}^{GewSt} - EBT_{\infty} \cdot s^{ESt} + EBT_{\infty} \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s^{ESt} + a_{ESt}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \right] \cdot (i_{\infty}^{nESt})^{-1}}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nESt})}$$

Formel 7-2

Da auch für die ewige Rente die vollständige Entnahme der periodischen Gewinne unterstellt wird, ist ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag nicht einzubeziehen.

#### 7.2.1.1.2 Quantitatives Beispiel

In diesem Kapitel wird für Zwecke des quantitativen Beispiels ebenfalls ein intertemporär konstanter Erfolg vor Steuern aus dem operativen Bereich in Höhe von 100 GE unterstellt. Ergebnisbeiträge aus der Thesaurierung von Gewinnen sind, entsprechend der vorstehenden Darstellung, an dieser Stelle jedoch noch nicht einzubeziehen:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- davon operatives Ergebnis	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
./. GewSt (16,670%)	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	83,3	83,3	83,3	83,3	83,3	83,3
./. Thesaurierung lfd. Jahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Entnahme	83,3	83,3	83,3	83,3	83,3	83,3
./. ESt (35% ./ . 9% = 26%)	-21,7	-21,7	-21,7	-21,7	-21,7	-21,7
= Nettozufluss	61,7	61,7	61,7	61,7	61,7	61,7
⇒ Barwert per 01.01.01	57,3	53,3	49,5	46,0	42,8	562,6
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>811,4</b>					

Tabelle 7-3: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes vor dem UntStRefG 2008 bei vollständiger Entnahme der periodischen Gewinne (Fall 3.1.1)



Die Kapitalisierung der nachhaltig unterstellten Mittelzuflüsse aus dem Bewertungsobjekt mit den Eigenkapitalkosten gemäß Abschnitt 7.1.2 führt bei vollständiger Entnahme pro Periode zu einem Unternehmenswert in Höhe von 811,4 GE.

### 7.2.1.2 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008

#### 7.2.1.2.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls

Bedingt durch die Abschaffung der Abzugsfähigkeit der Gewerbesteuer als Betriebsausgabe vereinfacht sich der vorstehende Kalkül bei Annahme des Steuerregimes nach der Unternehmensteuerreform 2008 weiter. Ein tax shield der Gewerbesteuer für die Einkommensteuer ist nicht mehr einzubeziehen. Die periodischen Cash-flows an die Gesellschafter entsprechend der Differenz aus EBT und Gewerbesteuer- sowie Einkommensteuerzahlung unter Anrechnung der Gewerbesteuer nach § 35 EStG n.F. Für die beiden Phasen ergibt sich dementsprechend folgende formale Darstellung:

##### 7.2.1.2.1.1 Phase I

$$UNW_{Phase I}^{U3.1.1} = \sum_{t=1}^n \frac{EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} - EBT_t \cdot s^{ESt} + a_{ESt}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nESt})}$$

Formel 7-3

##### 7.2.1.2.1.2 Phase II

$$UNW_{Phase II}^{U3.1.1} = \frac{EBT_{\infty} - EBT_{\infty} \cdot s_{2008}^{GewSt} - EBT_{\infty} \cdot s^{ESt} + a_{ESt}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_{\infty}}{i_{\infty}^{nESt}} \cdot \prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nESt})$$

Formel 7-4

### 7.2.1.2.2 Quantitatives Beispiel

Wendet man diese Vorgaben auf den Beispielfall an, so errechnet sich der Unternehmenswert der Personengesellschaft wie folgt:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- davon operatives Ergebnis	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
./. GewSt (14,0%)	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	86,0	86,0	86,0	86,0	86,0	86,0
./. Thesaurierung lfd. Jahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Entnahme	86,0	86,0	86,0	86,0	86,0	86,0
./. ESt (21,7% = 35% ./ 13,3%)	-21,7	-21,7	-21,7	-21,7	-21,7	-21,7
= Nettozufluss	64,3	64,3	64,3	64,3	64,3	64,3
⇒ Barwert per 01.01.01	59,7	55,5	51,5	47,8	44,4	579,6
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>838,6</b>					

**Tabelle 7-4: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 bei vollständiger Entnahme der periodischen Gewinne (Fall U3.1.1)**

Trotz des geringen Anstiegs der Eigenkapitalkosten steigt der Unternehmenswert aufgrund der zusätzlichen jährlichen Entnahme von 2,6 GE (=64,3 GE ./ 61,7 GE) leicht auf 838,6 GE bzw. um 3,3522 % an. Somit gilt, im Rahmen dieser vereinfachten Darstellung, dass auch für den Wert von Personengesellschaften die Unternehmensteuerreform 2008 keine signifikanten Auswirkungen hat. Für Kapitalgesellschaften ist dies ja bereits (unter den genannten Bedingungen) nachgewiesen worden.

## 7.2.2 Objektivierter Bewertung unter Berücksichtigung thesaurierungsbedingten Wachstums (Fall 3.1.2 / U3.1.2)

### 7.2.2.1 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems vor der Unternehmensteuerreform 2008

#### 7.2.2.1.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls

Im Anschluss an den vergleichsweise einfachen Kalkül bei Vollausschüttung/-entnahme wird dieser nun um die Annahme einer anteiligen Gewinnthesaurierung ergänzt.<sup>425</sup> Hierbei ist zu beachten, dass bei Anwendung des *bisherigen* Steuersystems die einkommensteuerliche Belastung von der Entnahme bzw. Thesaurierung der steuerpflichtigen Gewinne unabhängig ist. Da die Einkommensteuer in die private Sphäre des Mitunternehmers fällt, ist der entnehmbare Gewinn nach Gewerbesteuer von dieser auch nicht beeinflusst. Folge dessen ist eine getrennte Darstellung der Entnahme und der Steuerzahlung in der nachfolgenden formalen Ausarbeitung.

Allerdings wirkt die Zahlung der Einkommensteuer insoweit auf die Höhe der Entnahme zurück, als dass grundsätzlich eine Mindestentnahme in Höhe der privaten Steuerschuld fingiert wird (vgl. die Ausführungen in Abschnitt 7.1.1 hierzu). Folglich ist die Ausschüttungs-/Entnahmequote  $q_t$  (angewandt auf den Gewinn nach Gewerbesteuer) grundsätzlich größer null.

---

<sup>425</sup> Vgl. hierzu bei Gültigkeit des Steuerrechts vor dem UntStRefG 2008 grundlegend *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1022-1024.

### 7.2.2.1.1.1 Phase I

Entsprechend ergibt sich folgende formale Darstellung für die erste Phase:

$$UNW_{Phase I}^{3.1.2} = \sum_{t=1}^n \frac{\overbrace{\left( \begin{array}{c} EBT_t \\ EBT_t^{op} + TG_t^{vSt} \\ -EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt} \end{array} \right)}^{\text{Beim Ges'ter kommt nur der "ausgeschüttete" Gewinn an}} \cdot q_t + \overbrace{\left( \begin{array}{c} -EBT_t \cdot s^{EST} + EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s^{EST} \\ + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \end{array} \right)}^{\text{Der Ges'ter muss aber stets die volle EST (nach Anrechnung der GewSt) selbst, also privat, tragen. Sie mindert daher die cf aus dem Unternehmen.}}}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST})}$$

Formel 7-5

Dabei stellt  $TG_t^{vSt}$  erneut den Ertrag aus der Investition von in Vorjahren nicht entnommenen Gewinnen dar und es gilt im Zusammenhang mit dem Vorhergesagten:

$$\left( \begin{array}{c} EBT_t^{op} + TG_t^{vSt} \\ -EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt} \end{array} \right) \cdot q_t \geq \left| \begin{array}{c} -EBT_t \cdot s^{EST} + EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s^{EST} \\ + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \end{array} \right|$$

Formel 7-6

Formel 7-6 gewährleistet eine Begrenzung der Entnahme nach unten auf die Höhe der Steuerzahlungen, hier dargestellt als rechter Teil der Ungleichung. Folglich gleicht die Mindestausschüttungs-/entnahmequote  $q_t^{min}$  dem Verhältnis von privater Steuerzahlung (unter Anrechnung der Gewerbesteuer) und Ergebnis nach Gewerbesteuer, einschließlich den Erträgen aus thesaurierten Gewinnen früherer Perioden.

Der Ergebnisbeitrag aus der Investition nicht entnommener Gewinne vor Steuern  $TG_t^{vSt}$  errechnet sich für Personengesellschaften wie folgt:

$$TG_t^{vSt} = i_t^U \cdot \left[ \underbrace{J\ddot{U}_{t-1} \cdot (1 - q_{t-1})}_{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Periode t-1}} + \sum_{\varepsilon=1}^{t-2} \underbrace{J\ddot{U}_{\varepsilon} \cdot (1 - q_{\varepsilon})}_{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Perioden 1 bis t-2}} \cdot \underbrace{\prod_{\tau=\varepsilon+1}^{t-1} \left[ 1 + i_{\tau}^U \cdot (1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\tau}) \right]}_{\text{Thesaurierungsbedingter Aufzinsungsfaktor für die Perioden 2 bis t-1}} \right]$$

(thesaurierte) Gewinnrücklagen am Ende der Periode t-1

Formel 7-7

mit:

$J\ddot{U}$  : Jahresüberschuss aus der operativen Tätigkeit des Unternehmens mit  $J\ddot{U}_t = EBT_t^{op} - EBT_t^{op} \cdot s_{eff}^{GewSt}$

Bei der steuerlichen Minderung der dem Grunde nach bekannten Wiederanlagerendite<sup>426</sup>  $i_t^U$  ist zu berücksichtigen, dass auf Unternehmensebene ausschließlich die Gewerbesteuer belastend einzubeziehen ist. Da die Einkommensteuer in die Privatsphäre des Mitunternehmers fällt, beeinflusst diese auch ausschließlich die Höhe von  $q_t$ . Einen darüber hinaus gehenden Einfluss übt die Einkommensteuer an dieser Stelle nicht aus. Ansonsten ist auch für Personengesellschaften die Wiederanlagerendite definiert als Rendite der Alternativanlage „hochgerechnet“ vor Unternehmensteuern. Dies erscheint sachgerecht, da auch für Personengesellschaften unterstellt werden muss, dass Gewinne im Unternehmen mindestens eine Rendite in Höhe der Vergleichsrendite aus der Alternativanlage erwirtschaften. Anderenfalls wäre es

<sup>426</sup> Vgl. hierzu auch die Ausführungen zur Wiederanlagerendite bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften in Abschnitt 6.2.2.1.

auch hier ökonomisch sinnvoller, die Gesellschafter entziehen die Gewinne und investieren diese in die Alternativanlage.<sup>427</sup>

Dabei gilt nach *Wagner et al.* für die Wiederanlagerendite:<sup>428</sup>

$$i_t^U = \frac{i_t^{nEST}}{(1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - (s^{EST} - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt}))}$$

Formel 7–8

Die Definition der Wiederanlagerendite  $i_t^U$  entspricht dem Grunde nach der Herleitung für Kapitalgesellschaften: Durch „Hochrechnen“ wird eine Rendite vor *allen* Steuern hergeleitet. Da im Falle von Personengesellschaften neben die Gewerbesteuer, als einzige Unternehmensteuer, ausschließlich die Einkommensteuer tritt, muss von dem Kapitalisierungszinssatz nach Einkommensteuer unter Berücksichtigung der Einkommensteuer und der Anrechnung nach § 35 EStG a.F. im Nenner des Bruchs ausgegangen werden.

---

<sup>427</sup> Vgl. zu dieser Überlegung auch schon Abschnitt 6.2.2.1 in Bezug auf die Wiederanlagerendite bei Kapitalgesellschaften.

<sup>428</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1023 sowie hinsichtlich der Anlage thesaurierter Beträge *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 53 und *IDW (2007c)*, S. 31.

### 7.2.2.1.1.2 Phase II

Bereits ausführlich in der Literatur dargestellt ist die Herleitung der zweiten Phase der ewigen Rente nach drei alternativen Vorgehensweisen, die c.p. alle zu dem gleichen Bewertungsergebnis führen.<sup>429</sup> Ein formaler Nachweis für diese These wird hier nicht erbracht und stattdessen auf die zitierte Literatur verwiesen. Nachfolgend soll kurz auf die drei Alternativen aus Gründen der Vollständigkeit und der Vergleichbarkeit für den Kalkül unter dem neuen Steuerregime eingegangen werden.

#### 7.2.2.1.1.2.1 Alternative I

Im Rahmen der ersten Alternative wird das durch die Thesaurierung von Gewinnen entstehende Wachstum in der ewigen Rente durch einen thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlag  $w_{th}$  im Nenner des oberen Bewertungsbruchs in den Kalkül einbezogen. Der den Gesellschaftern zufließende Cash-flow entspricht formal der Ableitung für die erste Phase, ist aber in die Unendlichkeit hinein konstant. Dementsprechend ergibt sich folgender Kalkül:

$$UNW_{Phase II}^{3.1.2,A1} = \frac{\left( EBT_{\infty} - EBT_{\infty} \cdot s_{eff}^{GewSt} \right) \cdot q_{\infty} + \left( \begin{array}{l} -EBT_{\infty} \cdot s^{EST} + EBT_{\infty} \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s^{EST} \\ + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_{\infty} \end{array} \right)}{i_{\infty}^{nEST} - w_{th}} \cdot \prod_{t=1}^n (1 + i_t^{nEST})$$

Formel 7-9

Dabei gilt nach *Wagner et al.* folgende formale Herleitung von  $w_{th}$ .<sup>430</sup>

$$\begin{aligned} w_{th} &= i_{\infty}^U \cdot (1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\infty}) \\ \Leftrightarrow w_{th} &= \frac{i_{\infty}^{nEST}}{(1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - (s^{EST} - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt}))} \cdot (1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\infty}) \\ \Leftrightarrow w_{th} &= i_{\infty}^{nEST} \cdot \frac{(1 - q_{\infty})}{1 - s^{EST} + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt}} \end{aligned}$$

Formel 7-10

<sup>429</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1023.

<sup>430</sup> Vgl. *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel (2006)*, S. 1023.

Im Gegensatz zur Definition des thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags für die Bewertung von Kapitalgesellschaften ist in der Ausgangsgleichung ausschließlich die Gewerbesteuer als einzige Unternehmensteuer einzubeziehen. Durch die zuvor schon dargestellte Herleitung der Wiederanlage Rendite fließt die Einkommensteuer (nach Anrechnung der Gewerbesteuer) jedoch auch in den Kalkül ein.

#### 7.2.2.1.1.2.2 Alternative II

Zu einem identischen Ergebnis führt der Kalkül bei unmittelbarer Zurechnung des in der Periode  $n+1$  nicht entnommenen Gewinns. Da der erste Summand des Zählers des oberen Bruches mit der Cash-flow-Definition in Formel 7–9 übereinstimmt, ist dieser hier nicht gesondert dargestellt, sondern wird durch  $[\bullet]$  repräsentiert:

$$UNW_{Phase II}^{3.1.2.A2} = \frac{[\bullet] + \overbrace{\left( EBT_{n+1}^{op} + TG_{n+1}^{vSt} - \left( EBT_{n+1}^{op} + TG_{n+1}^{vSt} \right) \cdot s_{eff}^{GewSt} \right)}^{\text{"Thesaurierungsbetrag" aus dem Gewinn } n+1, \text{ der den Gesellschaftern fiktiv zugerechnet wird.}} \cdot (1 - q_{n+1})}{j_{\infty}^{nEst} \prod_{t=1}^n (1 + j_t^{nEst})}$$

Formel 7–11

Mit Verweis auf die in Kapitel 4 geführte Diskussion um die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung ist die dargestellte zweite Variante insoweit kritisch zu betrachten, als die fiktive Zurechnung des Thesaurierungsbetrags gegen das grundlegende *Zuflussprinzip* verstößt. Insoweit kann diese Variante nach der hier vertretenen Auffassung ausschließlich als vereinfachter Rechenweg zu der theoretisch den Bewertungskalkül zutreffend abbildenden ersten Variante verstanden werden.



### 7.2.2.1.1.2.3 Alternative III

Die dritte Alternative zeichnet sich dadurch aus, dass die periodisch thesaurierten Gewinne fiktiv den Gesellschaftern in der Periode ihrer Entstehung zugerechnet und in den Barwertkalkül einbezogen werden. Da aufgrund der transparenten Besteuerung die Einkünfte aus der Personengesellschaft ohnehin vollständig der persönlichen Einkommensteuer der Gesellschafter unterliegen, ist die Variante letztlich gleichbedeutend mit der in Abschnitt 7.2.1.1 unterbreiteten Berechnung bei vollständiger Entnahme der periodischen Gewinne. Auf eine gesonderte formale Darstellung wird daher verzichtet. Deutlich wird aber auch so schon, dass die dritte Variante ebenfalls insoweit problematisch ist, als sie gegen das *Zuflussprinzip* verstößt.

### 7.2.2.1.2 Quantitatives Beispiel

In der folgenden Beispielrechnung auf Basis des bisherigen Kalküls wird ausschließlich die Alternative I als aus theoretischer Sicht vorzugswürdige Variante dargestellt:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,0	105,6	111,6	117,9	124,6	131,6
- davon operatives Ergebnis	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,0	5,6	11,6	17,9	24,6	31,6
./. GewSt (16,67%)	-16,7	-17,6	-18,6	-19,7	-20,8	-21,9
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	83,3	88,0	93,0	98,3	103,8	109,7
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-45,8	-48,4	-51,2	-54,0	-57,1	-60,3
= Entnahme	37,5	39,6	41,9	44,2	46,7	49,4
./. ESt (35% ./ . 9% = 26%)	-21,7	-22,9	-24,2	-25,5	-27,0	-28,5
= Nettozufluss	15,8	16,7	17,7	18,7	19,7	20,8
⇒ Barwert per 01.01.01	14,7	14,4	14,2	13,9	13,7	740,4
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>811,4</b>					

**Tabelle 7-5: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes vor dem UntStRefG 2008 unter Berücksichtigung eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags (Fall 3.1.2)**

Für die Kapitalisierung wurden die Eigenkapitalkosten gemäß Abschnitt 7.1.2 verwendet. Erwartungsgemäß führt der Beispielkalkül zu einem identischen Ergebnis wie die Berechnung bei vollständiger Entnahme der jährlichen Gewinne (vgl. Abschnitt 7.2.1.1.2).

Dabei gilt:

	Periode 1 – 5	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^u$	12,324%	12,324%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>vor GewSt</b>	5,649%	5,649%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum der <b>Nettoentnahme</b>	5,649%	5,649%

**Tabelle 7-6: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes vor dem UntStRefG 2008**

Die thesaurierungsbedingte Wachstumsrate errechnet sich gemäß Formel 7–10 wie folgt:

$$w_{th} = 12,324\% \cdot (1 - 16,667\%) \cdot (1 - 45,0\%) = 5,649\%$$

#### Berechnung 7-1

Offensichtlich entspricht  $w_{th}$  auch weiterhin<sup>431</sup> der Höhe nach dem beobachteten Wachstum in den dargestellten Beispielperioden. Im Gegensatz zum Kalkül bei Kapitalgesellschaften gilt jedoch nicht mehr, dass  $w_{th}$  der Kursgewinnrendite der Alternativanlage entspricht. Unter der Annahme der Ausschüttungsäquivalenz beläuft sich diese im Beispielfall auf 4,537% (= 8,250% x (1-45%)). Der Grund hierfür ist in der Ermittlung der Wiederanlagerendite zu suchen: Wie bereits dargestellt, ergibt sich diese durch „Hochrechnung“ der Eigenkapitalkosten nach Steuern unter Berücksichtigung von Gewerbe- und Einkommensteuer einschließlich der Anrechnung der Gewerbesteuer nach § 35 EStG. Letztlich ist dieses Auseinanderfallen in der Besteuerung von Bewertungsobjekt und Alternativanlage dafür verantwortlich, dass der innere Zusammenhang zwischen Kursgewinnrendite und Thesaurierungswachstum nicht besteht.

<sup>431</sup> Für Kapitalgesellschaften wurde dieser Zusammenhang bei reiner Eigenfinanzierung und thesaurierungsbedingtem Wachstum schon nachgewiesen. Vergleiche hierzu Kapitel 6.

Fraglich ist nun noch, warum der Kalkül zu einem identischen Ergebnis führt, wie die Bewertung bei Annahme einer vollständigen Entnahme der periodischen Gewinne. Zu nennen sind hier zwei Gründe:

- (1) Aufgrund der transparenten Besteuerung der Personengesellschaften kann durch die Thesaurierung von Gewinnen ein steuerlicher Vorteil nicht erzielt werden. Insoweit können Wachstumseffekte aufgrund einer Reduzierung der effektiven Steuerlast nicht generiert werden.
- (2) Durch die Anlage der nicht entnommenen Gewinne zu den Kapitalkosten vor Steuern, verbunden mit der Ausschüttungsäquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage, werden die Wachstumseffekte durch die Diskontierung der Cash-flows auf den Bewertungsstichtag gerade ausgeglichen. Die Anlage der thesaurierten Gewinne ist letztlich kapitalwertneutral.

In dem nun folgenden Abschnitt soll der Kalkül bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes dargestellt werden. Dabei soll auch der Frage nachgegangen werden, inwieweit die unmittelbar vorstehend beschriebene Kapitalwertneutralität weiterhin Bestand hat.

## **7.2.2.2 Bewertungskalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach der Unternehmensteuerreform 2008**

### **7.2.2.2.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls**

Aufgrund der Einführung der begünstigten Besteuerung von nicht entnommenen Gewinnen nach § 34a EStG n.F. und den eingangs getroffenen Annahmen, dass

- der persönliche Einkommensteuersatz der Mitunternehmer mindestens dem Sondersteuersatz nach § 34a Abs. 1 S. 1 EStG n.F. entspricht

sowie

- nicht entnommene Gewinne dauerhaft in der Personengesellschaft verbleiben,

bedarf es eines Vorteilhaftigkeitskalküls gemäß Kapitel 2 nicht. Vielmehr kann grundsätzlich eine Besteuerung nicht entnommener Gewinne mit dem Sondersteuersatz unterstellt werden. Hierbei ist, wie ebenfalls eingangs schon fixiert, die Annahme einer Mindestentnahme in Höhe der persönlichen Einkommensteuer auf die Einkünfte aus der Personengesellschaft zu beachten.

Auf die Ausarbeitung in Kapitel 2 wird aber insoweit zurückgegriffen, als dass die dort beschriebene formale Ableitung der persönlichen Einkommensteuer (und des Solidaritätszuschlags) in den Kalkül einfließt. Da der dortige Kalkül jedoch eine Aufteilung der steuerlichen Bemessungsgrundlage in einen entnommenen und einen thesaurierten Teil nicht vorsieht, ergibt sich nachfolgend die jeweils anteilig entfallende Steuerlast durch Multiplikation mit der Entnahme-/ Ausschüttungsquote  $q$  (für die Einkommensteuer auf für den privaten Konsum entnommene Gewinnanteile) bzw.  $(1-q)$  für die thesaurierten Gewinne einschließlich der auf sie entfallenden Einkommensteuer und des Solidaritätszuschlags.

Folge der vorstehenden Annahmen ist, dass die tatsächliche Entnahme höher sein muss als die Entnahme ausschließlich für Zwecke des privaten Konsums. Um dieses Zirkularitätsproblem aufzulösen, wird nachfolgend eine effektive Entnahme-/ Ausschüttungsquote  $q_{eff}$  eingeführt. Daher gilt nachfolgend:

- $q$  (oder auch  $q_{nom}$ ) : Anteil des Jahresergebnisses nach Gewerbesteuer, der für Zwecke des privaten Konsums und der darauf entfallenden Einkommensteuer (inkl. Solidaritätszuschlag) entnommen wird
- $q_{eff}$  : Anteil des Jahresergebnisses nach Gewerbesteuer, der effektiv zur Deckung aller privater Einkommensteuerzahlungen (inkl. Solidaritätszuschlag) und des privaten Konsums entnommen wird

Zur formalen Herleitung von  $q_{eff}$  sowie dem formalen Zusammenhang zwischen  $q$  und  $q_{eff}$  wird auf nachfolgende Ausführungen verwiesen.

Auch wenn die Summe der vorstehenden Annahmen zunächst sehr komplex wirken mag, erscheinen diese dennoch notwendig und sinnvoll, um einen möglichst realitätsnahen Kalkül abzubilden.

### 7.2.2.2.1.1 Phase I

Aus den vorstehenden Ausführungen sowie den Untersuchungsergebnissen aus Kapitel 2<sup>432</sup> ergibt sich folgende Herleitung für die erste Phase:

$$\begin{aligned}
 UNW_{Phase I}^{U3.1.2} &= \sum_{t=1}^n \left( \overbrace{EBT_t^{op} + TG_t^{2008, vSt}}^{EBT_t} - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} \right) \cdot q_t^{eff} \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEst}) \right)^{-1} \\
 &\quad - \sum_{t=1}^n \left( \begin{array}{l} \text{EST/SolZ auf Entnahmen} \\ \text{für den privaten Konsum} \\ q_t \cdot (Est_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) \\ \text{EST/SolZ auf Entnahmen zum Zwecke der} \\ \text{Zahlung der auf die thesaurierten Gewinne} \\ \text{zu zahlende EST/SolZ} \\ + (1 - q_t) \cdot (Est_t^{th} + Est_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) \\ \text{Anrechnung der GewSt auf die EST} \\ \text{(in voller Höhe, da unabhängig von} \\ \text{der Höhe der Entnahme/Thesaurierung)} \\ - a_{Est}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \end{array} \right) \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEst}) \right)^{-1} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase I}^{U3.1.2} &= \sum_{t=1}^n \frac{(EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} - (Est_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) + a_{Est}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t) \cdot q_t}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEst})}
 \end{aligned}$$

Formel 7-12

Der Berechnungsnachweis zur Überleitung von Formel 7-12 in den vereinfachten Term ist in Abschnitt 7.6.2 wiedergegeben.

Ökonomisch ist der vereinfachte Cash-flow in Formel 7-12 dergestalt zu interpretieren, dass für die Bewertung der Personengesellschaften nur diese Cash-flows in den Barwertkalkül tatsächlich einfließen. Da die Entnahme der Einkommensteuer und des Solidaritätszuschlags auf die thesaurierten Gewinne den Gesellschaftern nicht dauerhaft zufließen, sondern an den Staat abgeführt werden müssen, dürfen diese den Wert des Unternehmens aus Sicht der Anteilseigner auch nicht beeinflussen.

<sup>432</sup> Auf eine erneute Betrachtung der einbezogenen Einkommensteuergrößen ( $Est_t^{th}$ ,  $Est_t^{StE}$ ,  $SolZ_t^{th+StE}$  sowie  $Est_t^{pSEst}$  und  $SolZ_t^{pSEst}$ ) wird hier verzichtet.

In dem später folgenden quantitativen Beispiel werden daher diese Steuern zunächst entnommen<sup>433</sup>; in einem zweiten Schritt aber als Steuerzahlung abgezogen. Letztlich bedarf es dieses zweistufigen Verfahrens in der Umsetzung des Kalküls deshalb, um die zutreffende Höhe der thesaurierten Gewinne und in deren Folge die Wiederanlageerträge zu ermitteln.

Die Höhe der effektiven Ausschüttungs-/Entnahmequote  $q_t^{eff}$  lässt sich formal wie folgt darstellen:

$$q_t^{eff} = q_t + (1 - q_t) \cdot \frac{\overbrace{\left( EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE} - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \right)}^{\text{Anteil des Gewinns nach GewSt, der für Zwecke der Steuerzahlung auf den nicht entnommenen Gewinnanteil entnommen werden muss}}}{\left( EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} \right)}$$

Formel 7-13

Der Berechnungsnachweis zur Herleitung von Formel 7-13 ist in Abschnitt 7.6.3 wiedergegeben. Nachfolgend ist nun noch die formale Darstellung der Erträge aus der Investition nicht entnommener Gewinne vorzunehmen:

$$TG_t^{2008,vSt} = i_t^U \cdot \left[ \overbrace{J\ddot{U}_{t-1}^{2008} \cdot (1 - q_{t-1}^{eff})}^{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Periode } t-1} + \sum_{\varepsilon=1}^{t-2} \left[ \overbrace{J\ddot{U}_{\varepsilon}^{2008} \cdot (1 - q_{\varepsilon}^{eff})}^{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Perioden 1 bis } t-2} \cdot \overbrace{\prod_{\tau=\varepsilon+1}^{t-1} \left[ 1 + i_{\tau}^U \cdot (1 - s_{2008}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\tau}^{eff}) \right]}^{\text{Thesaurierungsbedingter Aufzinsungsfaktor für die Perioden 2 bis } t-1} \right] \right]$$

Formel 7-14

Grundsätzlich unterscheidet sich die Ermittlung der Ergebnisbeiträge aus der Investition von thesaurierten Gewinnen nicht von dem bisherigen Berechnungsmodus (vgl. Formel 7-7)<sup>434</sup>. Allerdings kommt nun die effektive Ausschüttungs-/Entnahmequote  $q_t^{eff}$  zur Anwendung. Darüber hinaus hat auch

<sup>433</sup> Diese Entnahme erfolgt über die Beeinflussung von  $q_{eff}$ .

<sup>434</sup> Der einbezogene Jahresüberschuss ergibt sich, in Übereinstimmung mit der bisherigen Definition, wie folgt:  $J\ddot{U}_t^{2008} = EBT_t^{op} - EBT_t^{op} \cdot s_{2008}^{GewSt}$

der Kalkül zur Berechnung der Wiederanlagerendite als Eigenkapitalkosten vor *allen* Steuern eine Änderung wiederfahren.<sup>435</sup>

$$i_t^U = \frac{i_t^{nEST}}{(1 - s_{2008}^{GewSt} - s_{EST, SolZ}^{eff, 2008})}$$

Formel 7-15

Zunächst ist zu beachten, dass die Gewerbesteuer die einkommensteuerliche Bemessungsgrundlage nicht mehr mindert und insoweit Gewerbe- und Einkommensteuer additiv einzubeziehen sind. Bedingt durch die zwingend erforderliche differenzierte Berechnung der Einkommensteuer ist diese nicht mehr linear durch den Einkommensteuersatz  $s_{EST}$  abzubilden, sondern es bedarf vielmehr einer Berücksichtigung des effektiven Einkommensteuersatzes  $s_{EST, SolZ}^{eff, 2008}$  (inkl. Solidaritätszuschlag). Da die Identität der einkommensteuerlichen Bemessungsgrundlage und des Ergebnisses vor Steuern (EBT) und die Berechnung der Einkommensteuer unter Rückgriff auf  $q_t$  bzw.  $(1-q_t)$  erfolgt, lässt sich der effektive Einkommensteuersatz in Bezug auf das Ergebnis vor Steuern *EBT* als Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer wie folgt herleiten:

$$s_{EST, SolZ}^{eff, 2008} = \frac{q_t \cdot (EST_t^{pSESt} + SolZ_t^{pSESt}) + (1 - q_t) \cdot (EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t}{EBT_t}$$

Formel 7-16

Die Anrechnung der Gewerbesteuer nach § 35 EStG n.F. ist in die Ermittlung des effektiven Einkommensteuersatzes einzubeziehen, da diese zu einer finalen Reduzierung der Einkommensteuerlast führt.

<sup>435</sup> Vgl. hinsichtlich der Anlage thesaurierter Gewinne *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 53 und *IDW (2007c)*, S. 31.



### 7.2.2.2.1.2 Phase II

Die nachfolgende Darstellung für die zweite Phase der ewigen Rente erfolgt ausschließlich anhand des vereinfachten Ermittlungsschemas für die einzubeziehenden Cash-flows. Diese bleiben ohnehin im Zeitablauf konstant. Das thesaurierungsbedingte Wachstum wird durch die Einbeziehung von  $w_{th}$  abgebildet:

$$UNW_{Phase II}^{U3.1.2} = \frac{\left( EBT_{\infty} - EBT_{\infty} \cdot s_{2008}^{GewSt} - \left( EST_{\infty}^{pSEst} + SolZ_{\infty}^{pSEst} \right) + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_{\infty} \right) \cdot q_{\infty} \cdot \left( i_{\infty}^{nEST} - w_{th} \right)^{-1}}{\prod_{t=1}^n \left( 1 + i_t^{nEST} \right)}$$

Formel 7-17

Entsprechend der bisherigen Vorgehensweise zur Ermittlung von  $w_{th}$  ergibt sich dieser künftig unter Beachtung der effektiven Ausschüttung / Entnahme sowie der effektiven Einkommensteuerbelastung wie folgt:

$$\begin{aligned} w_{th} &= i_{\infty}^U \cdot \left( 1 - s_{2008}^{GewSt} \right) \cdot \left( 1 - q_{\infty}^{eff} \right) \\ \Leftrightarrow w_{th} &= \frac{i^{nEST}}{\left( 1 - s_{2008}^{GewSt} - s_{EST,SolZ}^{eff;2008} \right)} \cdot \left( 1 - s_{2008}^{GewSt} \right) \cdot \left( 1 - q_{\infty}^{eff} \right) \\ \Leftrightarrow w_{th} &= \frac{i^{nEST} \cdot \left( 1 - s_{2008}^{GewSt} \right) \cdot \left( 1 - q_{\infty}^{eff} \right)}{\left( 1 - s_{2008}^{GewSt} - s_{EST,SolZ}^{eff;2008} \right)} \end{aligned}$$

Formel 7-18

### 7.2.2.2.2 Quantitatives Beispiel

Die vorstehend herausgearbeiteten Änderungen haben folgende Wirkung auf den beispielhaften Bewertungskalkül.

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,0	105,4	111,1	117,1	123,4	130,1
- davon operatives Ergebnis	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,0	5,4	11,1	17,1	23,4	30,1
./. GewSt (14,0%)	-14,0	-14,8	-15,6	-16,4	-17,3	-18,2
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	86,0	90,6	95,5	100,7	106,2	111,9
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-47,3	-49,9	-52,5	-55,4	-58,4	-61,5
= Entnahme	38,7	40,8	43,0	45,3	47,8	50,4
./. ESt/SolZ auf sonstige Entnahmen des privaten Konsums (35%)	-10,8	-11,4	-12,0	-12,6	-13,3	-14,0
./. ESt/SolZ auf Steuerentnahmen für thesaurierte Beträge	-21,4	-22,6	-23,8	-25,1	-26,4	-27,9
+ Anrechnung der GewSt (13,30%)	13,3	14,0	14,8	15,6	16,4	17,3
= Nettozufluss	19,8	20,9	22,0	23,2	24,4	25,8
⇒ Barwert per 01.01.01	18,4	18,0	17,6	17,3	16,9	787,0
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>875,2</b>					

**Tabelle 7-7: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 unter Berücksichtigung eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags (Fall U3.1.2)**

Um die Vergleichbarkeit mit der Ausarbeitung in Abschnitt 7.2.2.1.2 zu gewährleisten, wurde die effektive Ausschüttungsquote mit 45 % angenommen.<sup>436</sup> Der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag  $w_{th}$  beträgt in obiger Beispielrechnung 5,404% und ermittelt sich wie folgt:

$$w_{th} = \frac{j^{nESt} \cdot (1 - s_{2008}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\infty}^{eff})}{(1 - s_{2008}^{GewSt} - s_{ESt,SolZ}^{eff;2008})}$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = \frac{7,667\% \cdot (1 - 14,000\%) \cdot (1 - 45,0047\%)}{(1 - 14,000\% - 18,896\%)}$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = 5,404\%$$

#### Berechnung 7-2

<sup>436</sup>

Vgl. auch nachfolgenden rechnerischen Nachweis.

Dabei kommt für die Phase der ewigen Rente<sup>437</sup> ein effektiver Einkommensteuersatz  $s_{EST,SoLZ}^{eff:2008}$  in Höhe von 18,896% zur Anwendung, der gemäß Formel 7–16 sich wie folgt ermitteln lässt:<sup>438</sup>

$$s_{EST,SoLZ}^{eff:2008} = \frac{14,0 + 27,9 - 17,3}{130,1} = 18,896\%$$

#### Berechnung 7-3

Das Rechenbeispiel zeigt einen Anstieg des Unternehmenswerts um 7,865 % – obwohl der Nachsteuerzinssatz für die Kapitalisierung der periodischen Erträge leicht angestiegen und der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag sogar gesunken ist.<sup>439</sup> Daher resultiert der deutliche Anstieg gegenüber Fall 3.1.2 ausschließlich aus den höheren Cash-flows auf Ebene des Gesellschafters. Diese wiederum sind zurückzuführen auf die spürbar niedrigere steuerliche Belastung des Jahresergebnisses vor Steuern ( $EBT_t$ ). Während im Fall 3.1.2 das Ergebnis vor Steuern der Periode 1 ( $EBT_1$ ) einer steuerlichen Gesamtbelastung von 42,667 % unterliegt, sinkt diese für den Kalkül unter dem neuen Regime auf 32,896 % und damit um fast 10 %-Punkte. Die nachfolgende Tabelle stellt die (gerundete) Herleitung der Einkommensteuerbelastung (inkl. Solidaritätszuschlag) pro Periode dar:

<sup>437</sup> Da alle Parameter im Beispielfall im Zeitablauf konstant gehalten wurden, ergibt sich für alle dargestellten Perioden ein effektiver Einkommensteuersatz von 18,896 %.

<sup>438</sup> Berechnung 7-3 basiert auf den Daten der ersten Periode. Für alle anderen Perioden errechnen sich identische Größen.

<sup>439</sup> In Folge des gesunkenen Wachstumsabschlags steigt der Kapitalisierungssatz für die ewige Rente von 1,951 % für den Fall 3.1.2 auf 2,263 % im hier betrachteten Kalkül.

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
$EST_t^{StE}$ (33,869% <sup>440</sup> )	-10,72	-11,30	-11,91	-12,55	-13,23	-13,95
$EST_t^{th}$ (28,25%)	-19,31	-20,35	-21,45	-22,61	-23,83	-25,12
$SolZ_t^{th+StE}$ (5,5%)	-0,92	-0,97	-1,02	-1,08	-1,14	-1,20
	- 30,95	- 32,62	- 34,38	- 36,24	- 36,24	- 40,27
			$\times (1-q_{nom})$ (1-30,8050%)			
EST/SolZ auf thesaurierte Gewinne	-21,4	-22,6	-23,8	-25,1	-26,4	-27,9
EST/SolZ auf Entnahmen für den privaten Konsum und anteiliger EST/SolZ <sup>441</sup>	-10,8	-11,4	-12,0	-12,6	-13,3	-14,0
EST/SolZ vor Anrechnung der GewSt	- 32,2	- 34,0	- 35,8	- 37,7	- 39,7	- 41,9
Anrechnung der GewSt auf die ESt nach § 35 EStG n.F. (13,30%)	13,3	14,0	14,8	15,6	16,4	17,3
<b>EST/SolZ nach Anrechnung der GewSt</b>	<b>- 18,9</b>	<b>- 20,0</b>	<b>- 21,0</b>	<b>- 22,1</b>	<b>- 23,3</b>	<b>- 24,6</b>

Tabelle 7-8: Effektive Einkommensteuerlast im Fall U3.1.2

Aus Tabelle 7-9 lässt sich in Verbindung mit der anfallenden Gewerbesteuer die bereits bezeichnete steuerliche Gesamtbelastung im Verhältnis zum Ergebnis vor Steuern herleiten:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Ergebnis vor GewSt ( $EBT_t$ )	100,0	105,4	111,1	117,1	123,4	130,1
GewSt/EST/SolZ	32,9	34,7	36,5	38,5	40,6	42,8
<b>Effektive Steuerbelastung</b>	<b>32,896%</b>	<b>32,896%</b>	<b>32,896%</b>	<b>32,896%</b>	<b>32,896%</b>	<b>32,896%</b>

Tabelle 7-9: Effektive Gesamtsteuerbelastung im Fall U3.1.2

Das trotz dieser geänderten steuerlichen Belastung die grundlegenden Zusammenhänge zwischen der Wiederanlagerendite, dem thesaurierungsbedingten Wachstum und dem thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlag gewahrt bleibt, zeigt Tabelle 7-10:

<sup>440</sup> Ausgehend von einem persönlichen Einkommensteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 35 %, wie eingangs unterstellt, ergibt sich der persönliche Einkommensteuersatz von 33,869 % wie folgt:  $33,869\% = \frac{35\% + 13,3\% \cdot 5,5\%}{1 + 5,5\%}$

<sup>441</sup> Wie vorstehend dargestellt, errechnet sich diese wie folgt:  $q_{nom} \cdot (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst})$

	Periode 1 – 5	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^u$	11,426%	11,426%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>vor GewSt</b>	5,404%	5,404%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum der <b>Nettoentnahme</b>	5,404%	5,404%

**Tabelle 7-10: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008**

Die Definition der Wiederanlagerendite (Formel 7–15) führt zu einem Ergebniswachstum, das der Höhe nach dem thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlag gemäß Berechnung 7-2 entspricht.

Abschließend sei noch der rechnerische Nachweis für die Höhe der effektiven Ausschüttungs-/Entnahmequote (hier exemplarisch für die erste Periode) erbracht:

$$q_1^{eff} = q_1 + (1 - q_1) \cdot \frac{(EST_1^{th} + EST_1^{StE} + SolZ_1^{th+StE} - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_1)}{(EBT_1 - EBT_1 \cdot s_{2008}^{GewSt})}$$

$$\Leftrightarrow q_1^{eff} = 30,8050\% + (1 - 30,8050\%) \cdot \frac{(19,31 + 10,72 + 0,92 - 13,3)}{(100 - 100 \cdot 14\%)}$$

$$\Leftrightarrow q_1^{eff} = 45,0047\%$$

**Berechnung 7-4**

### 7.2.2.3 Thesaurierungsbedingtes Wachstum und Unendlichkeitsphänomene bei der Bewertung von Personengesellschaften

Wie die Ausführungen in Abschnitt 7.2.1.1 und Abschnitt 7.2.2.1 gezeigt haben, ist die Bewertung von Personengesellschaften bei Annahme des bisherigen Steuersystems unabhängig von der Höhe der Gewinnthesaurierung. Grund hierfür ist die kapitalwertneutrale Wiederanlage in Kombination mit der transparenten Besteuerung auf Ebene des Mitunternehmers, die von der Höhe der tatsächlichen Gewinnentnahmen unabhängig ist.

Dies gilt im künftig geltenden Steuersystem offensichtlich nicht mehr. Durch die Einführung einer begünstigten Gewinnthesaurierung steigt der Unternehmenswert in Abschnitt 7.2.2.2 im Vergleich zu dem Ergebnis bei vollständigen Gewinnentnahmen (Abschnitt 7.2.1.2.2). Zurückzuführen ist dieser Anstieg auf die Einkommensteuerersparnis, die durch die Wahl der begünstigten Besteuerung nicht entnommener Gewinne nach § 34a Abs. 1 S. 1 EStG n.F. erreicht werden kann. Der unterstellte dauerhafte Verbleib der thesaurierten Gewinne im Unternehmen führt zu einer nachhaltigen Reduzierung der gesamten Steuerlast im Beispiel auf 32,896%.

Eine ähnliche Entwicklung konnte auch bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften nachgewiesen werden. Hierbei war darüber hinaus allerdings die Existenz eines Unendlichkeitsphänomens zu beobachten. Fraglich ist nun, inwieweit ein solches auch für Personengesellschaften durch die Änderung des Kalküls zu berücksichtigen ist. Um dies zu untersuchen, wurde das Beispiel aus Abschnitt 7.2.2.2 auf die Sensitivität des Unternehmenswerts hinsichtlich einer Variation der nominellen Ausschüttungsquote  $q_{nom}$  und des persönlichen Einkommensteuersatzes untersucht. Angewandt wurden dabei folgende vier Einkommensteuersätze (jeweils inklusive Solidaritätszuschlag):

- |   |           |
|---|-----------|
| ▪ Maximaler Einkommensteuersatz   | 47,47500% |
| ▪ Standardfall nach IDW S 1 i.d.F. 2005, Tz. 54   | 35,00000% |
| ▪ Niedriger Einkommensteuersatz   | 29,80375% |
| ▪ Einheitlicher Einkommensteuersatz nach § 34a Abs. 1 S. 1 EStG n.F. unter Beachtung der Anrechnung der Gewerbesteuer bei der Herleitung der Bemessungsgrundlage für den Solidaritätszuschlag | 29,07225% |

Für  $q_{nom}$  wurden insgesamt vierzehn Ausprägungen in die Betrachtung einbezogen:

- 0,10%
- 1,00%
- 5,00%
- 10,00%
- 20,00%
- 30,00%
- 40,00%
- 45,00%
- 50,00%
- 60,00%
- 70,00%
- 80,00%
- 90,00%
- 100,00%

Für  $q_{nom}$  gleich null ist der Bewertungsterm nicht definiert. Insoweit kann eine Berechnung nicht erfolgen.

Die einzelnen Ergebnisse der Untersuchung – einschließlich der korrespondierenden Angaben zur effektiven Ausschüttungsquote  $q_{eff}$  – sind in Abschnitt 7.6.1 (Anhang zu Kapitel 7) tabellarisch zusammengestellt. Nachfolgend werden diese grafisch zusammengefasst:

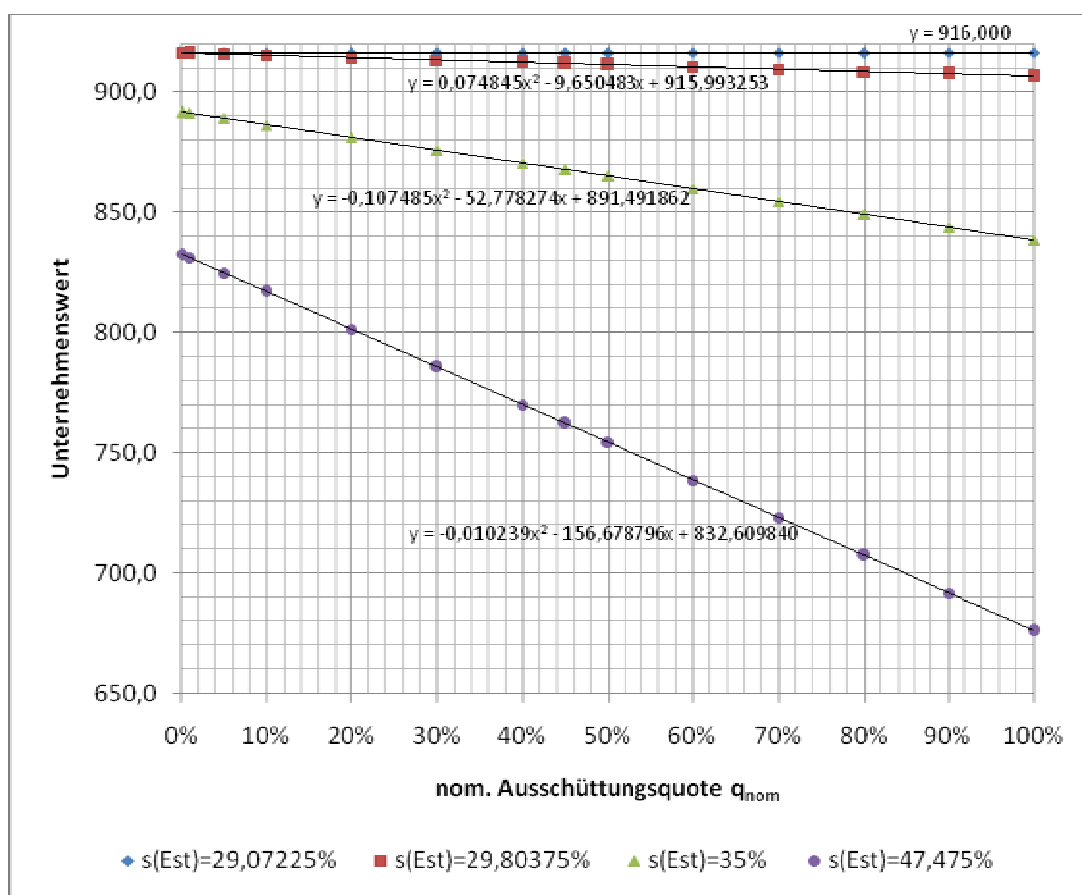


Abbildung 7-2: Entwicklung des Unternehmenswerts einer Personengesellschaft in Abhängigkeit von der Höhe des persönlichen Einkommensteuersatzes und der nominellen Ausschüttungs-/Entnahmequote  $q_{nom}$

Abbildung 7-2 zeigt deutlich die Abhängigkeit des Unternehmenswerts von der Höhe des persönlichen Einkommensteuersatzes. Für den Fall, dass dieser dem Sondersteuersatz für nicht entnommene Gewinne i.H.v. 29,07225% (inkl. Solidaritätszuschlag) entspricht, ist der Unternehmenswert von der Höhe der Ausschüttungsquote unabhängig und beläuft sich im Beispielkalkül auf konstant 916 GE. Anders hingegen bei Annahme des maximalen Einkommensteuersatzes (inkl. Solidaritätszuschlag) nach § 32a Abs. 1 Nr. 5 EStG. In diesem Fall steigt der Unternehmenswert mit abnehmender Ausschüttungsquote stetig. Hintergrund dieser paradoxen Entwicklung ist die mit der Gewinnthesaurierung verbundene Einkommensteuerersparnis und die Anlage der vergleichsweise gering besteuerten Gewinne zu den Eigenkapitalkosten vor Steuern. Das hieraus resultierende Wachstum überkompensiert die relative Minderung der Cash-flows aufgrund der gesunkenen Ausschüttungsquote.

Dass der Unternehmenswert grundsätzlich mit sinkendem persönlichen Einkommensteuersatz steigt, ist intuitiv nachvollziehbar. Durch die geringere steuerliche Belastung verbleibt einem Gesellschafter nach Abzug aller Steuern ein absolut höherer Entnahmebetrag für den privaten Konsum. Ceteris paribus muss auch der Unternehmenswert steigen.

Um festzustellen, inwieweit ein Unendlichkeitsphänomen in der untersuchten Bandbreite für  $q_{nom}$  und für die ausgewählten Steuersätze zu beobachten ist, wurde über die jeweils vierzehn Datenpunkte eine Trendlinie mittels eines Polynoms zweiten Grads gelegt (*Polynominterpolation*). Die Interpolation der Bewertungsfunktion und die dazugehörige Funktionsgleichung sind ebenfalls in Abbildung 7-2 dargestellt. Diese zeigen, dass für alle betrachteten Ausprägungen für  $s(Est)$  ein unendliches Wachstum bei  $q_{nom} \in \{0,1\%;100\%\}$  nicht existiert. Reduziert man die Betrachtung weiter auf den empirisch besonders relevanten Bereich für die *effektive* Ausschüttungs-/Entnahmequote  $q_{eff}$  i.H.v. 40 % bis 60%, so belaufen sich die Auswirkungen einer Variation der Ausschüttungsquote auf den Unternehmenswert auf maximal 6 %.<sup>442</sup>

---

<sup>442</sup> Vgl. Tabelle 7-34 in Abschnitt 7.6.1: Für  $q_{eff} = 40,6164\%$  und  $q_{eff} = 62,8853\%$  ergibt sich eine Minderung des Unternehmenswerts von 5,865%.



Dass die Sensitivität des Bewertungskalküls bei Steuersätzen oberhalb des Sondersteuersatz nach § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F. tatsächlich auf die geringere steuerliche Belastung nicht entnommener Gewinne zurückzuführen ist, zeigt sich, wenn dieser Effekt durch die Annahme einer einheitlichen Besteuerung von im Unternehmen verbleibenden und vom Gesellschafter entnommenen Gewinnen unterstellt wird. Dieser Fall tritt dann ein, wenn, anders als eingangs angenommen, der Gesellschafter einen Antrag nach § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F. nicht stellt. In diesem Fall entspricht die formale Herleitung des Kalküls sinngemäß dem Kalkül bei Gültigkeit des bisherigen Steuerregimes unter Berücksichtigung des Wegfalls des Betriebsausgabenabzugs der Gewerbesteuer und der geänderten Herleitung der Kapitalkosten (vgl. Formel 7–5 und Formel 7–9). Daher soll hier auf die formale Ableitung verzichtet werden. Stattdessen soll der Beispielkalkül aufgezeigt werden:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,0	105,6	111,6	117,9	124,5	131,6
- davon operatives Ergebnis	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,0	5,6	11,6	17,9	24,5	31,6
./. GewSt (14,0%)	-14,0	-14,8	-15,6	-16,5	-17,4	-18,4
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	86,0	90,9	96,0	101,4	107,1	113,1
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-47,3	-50,0	-52,8	-55,8	-58,9	-62,2
= Entnahme	38,7	40,9	43,2	45,6	48,2	50,9
./. ESt/SolZ (35% ./. 13,3%)	-21,7	-22,9	-24,2	-25,6	-27,0	-28,5
= Nettozufluss	17,0	18,0	19,0	20,0	21,2	22,4
⇒ Barwert per 01.01.01	15,8	15,5	15,2	14,9	14,6	762,6
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>838,6</b>					

**Tabelle 7-11: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 unter Berücksichtigung eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags bei einheitlicher Besteuerung der Unternehmensgewinne mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Mitunternehmers ( $q=45\%$ )**

In den Kalkül fließt eine Wiederanlagerendite analog Formel 7–15<sup>443</sup> in Höhe von 11,924 % und ein thesaurierungsbedingtes Wachstum in Höhe von 5,640 % ein:

	Periode 1 – 5	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^u$	11,924%	11,924%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>vor GewSt</b>	5,640%	5,640%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum der <b>Nettoentnahme</b>	5,640%	5,640%

**Tabelle 7-12: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes ab Veranlagungszeitraum 2008**

Der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag errechnet sich analog Formel 7–18<sup>444</sup> wie folgt:

$$\begin{aligned}
 w_{th} &= \frac{i^{nEst} \cdot (1 - s_{2008}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\infty}^{nom})}{(1 - s_{2008}^{GewSt} - s_{Est} + a_{Est}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt})} \\
 \Leftrightarrow w_{th} &= \frac{7,667\% \cdot (1 - 14,000\%) \cdot (1 - 45,00\%)}{(1 - 14,000\% - 21,700\%)} \\
 \Leftrightarrow w_{th} &= 5,640\%
 \end{aligned}$$

#### Berechnung 7-5

<sup>443</sup> Hierbei fließt nun statt eines gesondert zu ermittelnden effektiven Einkommensteuersatzes der persönliche Einkommensteuersatzes (inkl. Solidaritätszuschlag) des Mitunternehmers ein.

<sup>444</sup> Neben der Berücksichtigung des persönlichen Einkommensteuersatzes (vgl. vorstehende Fn. 443) ist hier auch nun auch wieder die nominelle Entnahmekote  $q_t^{nom}$  zu berücksichtigen.

Variiert man nun die Entnahmekquote  $q_t^{nom}$ , so hat dies keine Auswirkungen auf die Höhe des Unternehmenswerts. Nachfolgend ist der Kalkül exemplarisch für eine Entnahmekquote von 60% dargestellt:

	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,0	104,1	108,4	112,8	117,4	122,3
- davon operatives Ergebnis	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- davon Ergebnis a.d. Thesaurierung	0,0	4,1	8,4	12,8	17,4	22,3
./. GewSt (14,0%)	-14,0	-14,6	-15,2	-15,8	-16,4	-17,1
= Gesamtergebnis nach Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	86,0	89,5	93,2	97,0	101,0	105,1
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-34,4	-35,8	-37,3	-38,8	-40,4	-42,1
= Entnahme	51,6	53,7	55,9	58,2	60,6	63,1
./. ESt/SolZ (35% ./ 13,3%)	-21,7	-22,6	-23,5	-24,5	-25,5	-26,5
= Nettozufluss	29,9	31,1	32,4	33,7	35,1	36,6
⇒ Barwert per 01.01.01	27,8	26,9	26,0	25,1	24,3	708,7
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>838,6</b>					

**Tabelle 7-13: Beispielkalkül bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 unter Berücksichtigung eines thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags bei einheitlicher Besteuerung der Unternehmensgewinne mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Mitunternehmers ( $q=60\%$ )**

Zu erwarten ist gleichwohl, dass die Höhe des Unternehmenswerts weiterhin von der Höhe des persönlichen Einkommensteuersatzes abhängt. Dies bestätigt auch eine Sensitivitätsanalyse der unmittelbar vorstehenden Berechnung durch Variation des persönlichen Einkommensteuersatzes. Die Ergebnisse sind nachfolgend zusammengetragen:

Persönlicher ESt-Satz (ohne SolZ)	Unternehmenswert [GE]
20,0000%	1.029,5
25,0000%	960,7
28,2500%	916,0
33,8687%	838,6
40,0000%	754,3
45,0000%	685,5

**Tabelle 7-14: Unternehmenswert in Abhängigkeit von dem persönlichen Einkommensteuersatz ohne Berücksichtigung der Thesaurierungsbegünstigung nach § 34a Abs. 1 Satz 1 EStG n.F.**

Anzumerken ist an dieser Stelle, dass im Rahmen der praktischen Anwendung dieses Kalküls, die Bestimmung des persönlichen Einkommensteuersatzes des/der Mitunternehmer von besonderer Bedeutung für die Höhe des Unternehmenswerts ist. Eine sachgerechte Herleitung dieser Größe ist daher

elementare Aufgabe eines neutralen Gutachters, so wie er in dieser Arbeit unterstellt wird.<sup>445</sup>

Zusammenfassend ist damit festzustellen, dass

- die bisherige Unabhängigkeit des Unternehmenswerts von der Höhe der Ausschüttungs-/Entnahmequote unter dem neuen Steuerregime nur noch für den Fall eines persönlichen Einkommensteuersatzes i.H. des Sondersteuersatzes nach § 34a Abs. 1 S. 1 EStG n.F. zu beobachten ist;
- bei persönlichen Steuersätzen oberhalb des Sondersteuersatzes die Sensitivität des Bewertungskalküls mit zunehmendem persönlichen Einkommensteuersatz steigt.
- auch bei der Abbildung der Phase der ewigen Rente ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag  $w_{th}$  zu berücksichtigen ist.
- die Berücksichtigung einer dritten, mittleren Phase zur Abbildung des thesaurierungsbedingten Wachstums und zur Vermeidung eines unendlichen Wachstums nicht notwendig ist.
- in der empirisch beobachtbaren Bandbreite für die Ausschüttungs-/ Entnahmequote die Auswirkungen auf den Kalkül nicht wesentlich sind. Insofern kann (und muss) durch die Einhaltung des Grundsatzes der Ausschüttungsäquivalenz (vergleiche Kapitel 4) eine nicht sachgerechte Beeinflussung des Bewertungsergebnisses vermieden werden.
- bei einer Vereinfachung des Kalküls durch die Annahme einer einheitlichen Besteuerung von thesaurierten wie entnommenen Gewinnen mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Mitunternehmers, eine Variation der Entnahmequote die Höhe des Unternehmenswerts nicht beeinflusst. Deutlichen Einfluss hat allerdings die Höhe des unterstellten persönlichen Einkommensteuersatzes, der im Rahmen einer sachgerechten gutachterlichen Schätzung zu ermitteln ist.

Nachfolgend soll nun noch abschließend der Kalkül unter Einbeziehung einer anteiligen Fremdfinanzierung untersucht werden.

---

<sup>445</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen in der Einleitung.

## 7.3 Bewertung von Personengesellschaften unter Annahme anteiliger Fremdfinanzierung (Fall 3.2 / U3.2)

### 7.3.1 Vorgehensweise und Ableitung der Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung

Im Folgenden beschränken sich die formalen Ausführungen auf die Abbildung der geänderten Cash-flows auf Ebene der Mitunternehmer. Der grundsätzliche Kalkül hat sich durch die Einbeziehung von Fremdkapital nicht geändert. Insbesondere ist weiterhin in der Phase der ewigen Rente ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag einzubeziehen<sup>446</sup> und das Phasenmodell anzuwenden. Um jedoch die Auswirkungen der Fremdfinanzierung in einer langfristigen Betrachtung zu untersuchen, wird die erste Phase auf fünfzig Perioden ausgedehnt.

Auch für Zwecke der Untersuchung bei anteiliger Fremdfinanzierung wird, wie in Kapitel 6, eine atmende Finanzierungsstrategie unterstellt. Dementsprechend ändert sich der Bestand an Fremdkapital analog zu der Entwicklung des Eigenkapitals und es gilt für den Betafaktor  $\beta$  wie zuvor.<sup>447</sup>

$$\beta^v = \beta^u \cdot \left[ 1 + \frac{FK}{EK_v^M} \right]$$

Formel 7-19

Schreibt man unter Beachtung dieser Anpassung die bekannten Kapitalkosten für einen Betafaktor  $\beta^u$  in Höhe von 1,0 und ein gegriffenes Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital in Höhe von  $\frac{1}{5}$  fort, gilt für  $\beta^v$  im Beispielsfall:

$$\begin{aligned} \beta^v &= 0,5 \cdot \left[ 1 + \frac{1}{5} \right] \\ \Leftrightarrow \beta^v &= 1,2 \end{aligned}$$

Berechnung 7-6

<sup>446</sup> Vgl. hierzu auch *Streitferdt (2008)*, S. 274 f.

<sup>447</sup> Vgl. hierzu auch im Kontext zur Bewertung von Personengesellschaft *Dörschell / Franken / Schulte (2008)*, S. 447 sowie allgemein *Wallmeier (1999)*, S. 1473-149, *Laitenberger (2003)*, S. 1221-1239, *Schultze (2005)*, S. 240, *Ballwieser (2006)*, S. 130, *Drukarczyk/Schüler (2007)*, S. 154 und *IDW (2007c)*, S. 82 f., 111 f.

Hieraus ergeben sich – bei konstanten Basiszinssatz und Marktrisikoprämie nach Steuern – wiederum folgende Kapitalkosten:

- Halbeinkünfteverfahren:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,600%
- Marktrisikoprämie:	4,250%	5,000%
- Beta:	1,20	1,20
⇒ Kapitalisierungszinssatz	9,100%	8,600%

**Tabelle 7-15: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens**

- Unternehmensteuerrecht nach der Unternehmensteuerreform 2008:

	Vorsteuerkalkül	Nachsteuerkalkül
- Basiszinssatz vor Steuern:	4,000%	2,945%
- Marktrisikoprämie:	5,436%	4,722%
- Beta:	1,20	1,20
⇒ Kapitalisierungszinssatz	10,5232%	8,6114%

**Tabelle 7-16: Kapitalisierungszinssätze vor und nach Steuern bei Gültigkeit der Regelung nach der Unternehmensteuerreform 2008**

Wie bei dem Kalkül bei unterstellter reiner Eigenfinanzierung ist der Kapitalisierungszinssatz nach Einkommensteuer nahezu unverändert. Auswirkungen auf den Unternehmenswert werden daher kaum auf diese Veränderung zurückzuführen sein.

### 7.3.2 Bewertungskalkül bei uneingeschränktem Abzug von Fremdkapitalzinsen (Fall 3.2.1 / U3.2.1)

Wie auch bei der Ausarbeitung für die Bewertung von Kapitalgesellschaften, so erfolgt zunächst eine Untersuchung des Bewertungskalküls unter der Annahme, Fremdkapitalkosten minderten vollständig die gewerbe- und einkommensteuerliche Bemessungsgrundlage der Personengesellschaft bzw. ihrer Gesellschafter. Erst in einem zweiten Schritt wird der Kalkül diesbezüglich erweitert (Fall 3.2.2 / U3.2.2).

#### 7.3.2.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls und quantitatives Beispiel für das Steuersystem vor der Unternehmensteuerreform 2008

Die Berücksichtigung einer anteiligen Fremdfinanzierung  $F_{t-1}$  führt zu einer Minderung des  $EBT_t$ . Dementsprechend fließen  $EBIT_t$ , operativer  $EBT_t^{op}$  und  $EBT_t$  wie folgt in den Kalkül ein:

$$CF_t = \left[ \overbrace{EBIT_t^{op} - F_{t-1} \cdot i_t^{FK}}^{EBT_t^{op}} + TG_t^{VSt} - \overbrace{EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt}}^{EBT_t} \right] \cdot q_t + \left[ \begin{array}{l} -EBT_t \cdot s^{ESt} \\ +EBT_t \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s^{ESt} \\ +a_{ESt}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \end{array} \right]$$

Formel 7-20

Alle weiteren Formeln, insbesondere für die Berechnung des thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlags  $w_{th}$  und der Wiederanlagerendite  $i_t^U$ , bleiben für Fall 3.2.1 unverändert. Auf die Ausführungen in Abschnitt 7.2.2.1.1.2.1 wird verwiesen.

Sowohl die Definition von  $F_{t-1}$  als auch der Fremdkapitalkosten  $i_t^{FK}$  stimmt mit der Darstellung für Kapitalgesellschaften überein. In dem folgenden Beispiel wird darüber hinaus erneut die Annahme getroffen, zusätzliches Fremdkapital werde für Investitionen verwandt, die zu einer Rendite in Höhe der Fremdkapitalkosten führen. Diese Annahme dient auch hier der Eliminierung von zusätzlichen Wachstumseffekten, die das eigentlich zu identifizierende thesaurierungsbedingte Wachstum überlagern könnten.

Auf Basis der vorstehenden Ausführungen, insbesondere unter Beachtung der geänderten Cash-flows, errechnet sich der Unternehmenswert wie folgt:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA)	131,47	138,60	146,18		2.201,62	2.341,06	2.489,42
./. Abschreibungen	-20,00	-20,00	-20,00		-20,00	-20,00	-20,00
Gesamtergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	111,47	118,60	126,18		2.181,62	2.321,06	2.469,42
./. Fremdkapitalzinsen	-11,47	-12,21	-12,99		-224,53	-238,89	-254,15
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	106,39	113,19		1.957,08	2.082,18	2.215,27
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00		100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thes.	0,00	6,39	13,19		1.857,08	1.982,18	2.115,27
./. GewSt (16,667%)	-16,67	-17,73	-18,87		-326,18	-347,03	-369,21
= Gesamtergebnis n. Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	83,33	88,66	94,33		1.630,90	1.735,15	1.846,06
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-45,83	-48,76	-51,88		-897,00	-954,33	-1.015,33
= Entnahme	37,50	39,90	42,45		733,91	780,82	830,73
./. ESt (35% ./. 9% = 26%)	-21,67	-23,05	-24,53		-424,03	-451,14	-479,98
= Nettozufluss	15,83	16,85	17,92		309,87	329,68	350,75
⇒ Barwert per 01.01.01	14,58	14,28	13,99		5,44	5,33	256,74
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>717,05</b>						

Tabelle 7-17: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Steuersystems vor dem UntStRefG 2008 und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen)

Bedingt durch die Einführung der anteiligen Fremdfinanzierung ist das Ergebnis der vorstehenden Bewertung *nicht* vergleichbar mit dem Ergebnis bei reiner Eigenfinanzierung. Insoweit kann eine Abweichungsanalyse auch nicht durchgeführt werden bzw. führt nicht zu im Kontext dieser Arbeit verwertbaren Ergebnissen. Nachfolgend nun noch die bekannte Übersicht zur Entwicklung der Wiederanlagerendite und des Ergebniswachstums:

	Periode 1	Periode 2 – 50	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^u$	13,946%	13,946%	13,946%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach GewSt</b>		6,392%	6,392%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des <b>Nettozuflusses</b>		6,392%	6,392%

Tabelle 7-18: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes vor dem UntStRefG 2008 bei anteiliger Fremdfinanzierung



Entsprechend der Entwicklung des Ergebnisses nach Gewerbesteuer ist auch ein Wachstum des Unternehmenswerts im Zeitablauf festzustellen:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Unternehmenswert am Anfang einer jeden Periode	<b>717,05</b>	762,89	811,65		14.033,36	14.930,35	15.884,69
Änderung Unternehmenswert zu Marktwerten in %		6,392%	6,392%		6,392%	6,392%	6,392%

**Tabelle 7-19: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall 3.2.1**

Gleiches gilt für den thesaurierungsbedingten Wachstumsabschlag:

$$w_{th} = i_{\infty}^U \cdot (1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\infty})$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = 13,946\% \cdot (1 - 16,67\%) \cdot (1 - 45\%)$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = 6,392\%$$

**Berechnung 7-7**

Aufgrund der getroffenen Finanzierungsannahme gilt diese Steigerungsrate weiterhin der Höhe nach für die Entwicklung des Fremdkapitals:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Fremdkapitalbestand am Anfang der Periode	143,41	152,58	162,33		2.806,67	2.986,07	3.176,94
Fremdkapitalzinssatz	8,00%	8,00%	8,00%		8,00%	8,00%	8,00%
Zuführung Fremdkapital am Ende der Vorperiode		9,17	9,75		168,62	179,40	190,87
Zuführung Fremdkapital in %		6,392%	6,392%		6,392%	6,392%	6,392%

**Tabelle 7-20: Entwicklung des Fremdkapitals zu Marktwerten im Fall 3.2.1**

Die einheitliche Entwicklung der untersuchten Daten zeigt die Konsistenz des Kalküls auf. Daher soll dieser nun für das reformierte Steuersystem fortgeschrieben werden.

### 7.3.2.2 Formale Ableitung des Bewertungskalküls und quantitatives Beispiel für das Steuersystem nach der Unternehmensteuerreform 2008

Um den Kalkül zu vereinfachen, erfolgt die Ableitung der Cash-flows im Fall U3.2.1 nach der zusammengefassten Darstellung gemäß Formel 7–17:

$$CF_t = \left( \begin{array}{l} \overbrace{EBT_t} \\ \overbrace{EBT_t^{op}} \\ EBIT_t^{op} - F_{t-1} \cdot i_t^{FK} + TG_t^{vSt} - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} \\ - (EST_t^{pS_{Est}} + SolZ_t^{pS_{Est}}) + a_{Est}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \end{array} \right) \cdot q_t$$

Formel 7–21

Die Änderung der Formel stimmt mit vorherigen Ausführungen überein und wird nun unmittelbar auf das Beispielunternehmen angewandt:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA)	132,47	139,29	146,54		1.923,20	2.038,73	2.161,27
./. Abschreibungen	-20	-20	-20		-20	-20	-20
Gesamtergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	112,47	119,29	126,54		1903,20	2018,73	2141,27
./. Fremdkapitalzinsen	-12,47	-13,22	-14,03		-210,98	-223,79	-237,37
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	106,07	112,51		1692,22	1794,94	1903,90
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00		100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thes.	0,00	6,07	12,51		1592,22	1694,94	1803,90
./. GewSt (14,000%)	-14,00	-14,85	-15,75		-236,91	-251,29	-266,55
= Gesamtergebnis n. Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	86,00	91,22	96,76		1455,31	1543,65	1637,35
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-47,30	-50,17	-53,22		-800,42	-849,01	-900,54
= Entnahme (q <sub>eff</sub> )	38,70	41,05	43,54		654,89	694,64	736,81
./. ESt/SolZ auf sonstige Entnahmen (35%)	-10,78	-11,43	-12,13		-182,42	-193,49	-205,23
./. ESt/SolZ auf Steuerentnahmen für thesaurierte Beträge	-21,42	-22,72	-24,10		-362,41	-384,41	-407,75
+ Anrechnung der GewSt (13,30%)	13,30	14,11	14,96		225,07	238,73	253,22
= Nettozufluss	19,80	21,01	22,28		335,12	355,47	377,04
⇒ Barwert per 01.01.01	18,23	17,81	17,39		5,85	5,71	238,51
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>779,23</b>						

Tabelle 7-21: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach dem UntStRefG und Fremdfinanzierung (ohne steuerliche Restriktionen)

Wie nach der bisherigen Analyse in Abschnitt 7.2.2.2 zu vermuten war, führt auch der Kalkül unter Einbeziehung von Fremdkapital zu einem Anstieg des Unternehmenswerts. Dieser fällt mit 8,672 % in einem vergleichbaren Umfang aus wie bei der Berechnung des Unternehmenswerts unter Annahme reiner Eigenfinanzierung.

In dem Kalkül wurden die eingangs dargestellten Kapitalkosten einbezogen. Der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag  $w_{th}$  beträgt 6,070% und ermittelt sich wie folgt:

$$w_{th} = \frac{i^{nEst} \cdot (1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\infty}^{eff})}{(1 - s_{eff}^{GewSt} - s_{Est,SoLZ}^{eff;2008})}$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = \frac{8,612\% \cdot (1 - 14,000\%) \cdot (1 - 45,000\%)}{(1 - 14,000\% - 18,896\%)}$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = 6,070\%$$

#### Berechnung 7-8

Dieser Anstieg von  $w_{th}$  (und damit einer Reduzierung des Kapitalisierungszinssatzes für die ewige Rente) in Kombination mit der Zunahme der periodischen Cash-flows zugunsten der Mitunternehmer führt zu dem beschriebenen Anstieg des Unternehmenswerts. Auf die Irrelevanz der Kapitalkosten nach Steuern aufgrund der nur unwesentlichen Änderung wurde schon hingewiesen.

Der effektive Einkommensteuersatz  $s_{Est,SoLZ}^{eff;2008}$  errechnet wie folgt:

$$s_{Est,SoLZ}^{eff;2008} = \frac{205,23 + 407,75 - 253,22}{1.903,90} = 18,896\%$$

#### Berechnung 7-9

... und entspricht insoweit der Ausarbeitung in Abschnitt 7.2.2.2; eine Änderung dieser Größe war auch nicht zu erwarten. Auch die Gesamtsteuerbelastung beträgt in Übereinstimmung mit dem Kalkül bei reiner Eigenfinanzierung 32,896 % über alle Perioden.

Nachfolgend sind nun die bekannten Wachstumsgrößen hinsichtlich der konsistenten Ableitung zu untersuchen. Dabei werden zunächst einmal mehr die Wiederanlagerendite und das Ergebniswachstum dargestellt:

	<b>Periode 1</b>	<b>Periode 2 – 50</b>	<b>Ewige Rente</b>
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^u$	12,833%	12,833%	12,833%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach GewSt</b>		6,070%	6,070%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des <b>Nettozuflusses</b>		6,070%	6,070%

**Tabelle 7-22: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 bei anteiliger Fremdfinanzierung**

Ebenso wie das Ergebniswachstum stellt sich auch die relative Entwicklung des Eigen- und Fremdkapitals dar:

	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>...</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>Ewige Rente</b>
Unternehmenswert am Anfang einer jeden Periode	<b>779,23</b>	826,53	876,70		13.186,35	13.986,78	14.835,78
Änderung Unternehmenswert zu Marktwerten in %		6,070%	6,070%		6,070%	6,070%	6,070%

**Tabelle 7-23: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall U3.2.1**

	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>...</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>Ewige Rente</b>
Fremdkapitalbestand am Anfang der Periode	155,85	165,31	175,34		2.637,27	2.797,36	2.967,16
Fremdkapitalzinssatz	8,00%	8,00%	8,00%		8,00%	8,00%	8,00%
Zuführung Fremdkapital am Ende der Vorperiode		9,46	10,03		150,92	160,08	169,80
Zuführung Fremdkapital in %		6,070%	6,070%		6,070%	6,070%	6,070%

**Tabelle 7-24: Entwicklung des Fremdkapitals zu Marktwerten im Fall U3.2.1**

Die Übereinstimmung der Wachstumsgrößen zeigt die konsistente Ableitung der für den Bewertungskalkül maßgeblichen Daten aus der modellhaften Darstellung.

Fraglich ist, ob diese inneren Zusammenhänge auch noch gewahrt sind, sofern der Kalkül um die steuerliche Sanktionierung der Fremdkapitalkosten fortgeschrieben wird. Wie bereits eingangs festgelegt, wird bei dieser Betrachtung ausschließlich die gewerbesteuerliche Hinzurechnung nach § 8 Nr.

1 GewStG (alte und neue Fassung) in die Betrachtung einbezogen. Eine Erweiterung des Kalküls um die Zinsschrankenregelung geht an der Wirklichkeit der weit überwiegenden Zahl von Personengesellschaften in Deutschland vorbei. Darüber hinaus würde der Kalkül für Personengesellschaften erheblich verkompliziert, so dass eine formale Darstellung kaum noch möglich wäre.

### 7.3.3 Bewertungskalkül bei eingeschränktem Abzug von Fremdkapitalzinsen (Fall 3.2.2 / U3.2.2)

#### 7.3.3.1 Formale Ableitung des Bewertungskalküls und quantitatives Beispiel für das Steuersystem vor der Unternehmenssteuerreform 2008

Gemäß § 8 Nr. 1 GewStG a.F. sind die Hälfte der Entgelte für so genannte Dauerschulden der gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage hinzuzurechnen. Dies erfolgt durch die Berücksichtigung der Größe  $I_t^{FK;GewSt}$ . Hierbei ist zu beachten, dass nicht ausschließlich die Berechnung der Gewerbesteuer hiervon betroffen ist, sondern in Folge dessen auch der *tax shield* für die Einkommensteuer sowie die Anrechnung nach § 35 EStG. Entsprechend fließt auch hier  $I_t^{FK;GewSt}$  mit ein:

$$CF_t = \left( \begin{array}{c} \overbrace{EBT_t} \\ \overbrace{EBIT_t^{op} - F_{t-1} \cdot i_t^{FK} + TG_t^{vSt}} \\ \underbrace{-(EBT_t + I_t^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt}} \end{array} \right) \cdot q_t + \left[ \begin{array}{l} -EBT_t \cdot s^{ESt} \\ +(EBT_t + I_t^{FK;GewSt}) \cdot s_{eff}^{GewSt} \cdot s^{ESt} \\ +a_{ESt}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot (EBT_t + I_t^{FK;GewSt}) \end{array} \right]$$

Formel 7-22

mit:

$I_t^{FK;GewSt}$  : Anteil der nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. zur gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage hinzuzurechnenden Fremdkapitalzinsen mit:

$$I_t^{FK;GewSt} = 50\% \cdot F_{t-1} \cdot i_t^{FK}$$

Formel 7-23

Da durch die hälftige Hinzurechnung die effektive Gesamtsteuerlast eine Änderung wiederfährt, muss diese bei der Herleitung der Wiederanlagerendite einbezogen werden. Anderenfalls wäre der Grundgedanke, die Anlage der thesaurierten Gewinne zu den Kapitalkosten vor jeglichen Steuern, nicht mehr gewahrt. Eine entsprechende Variation war auch bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften vorzunehmen.

Insoweit ändert sich Formel 7–8 wie folgt:

$$i_t^U = \frac{i^{nEST}}{(1 - s_{t,effSt})}$$

Formel 7–24

mit:

$s_{t,effSt}$  : Effektiver Gesamtsteuersatz (inkl. effektiver Gewerbesteuer und effektiver Einkommensteuer sowie Solidaritätszuschlag unter Beachtung der Anrechnung nach § 35 EStG)

Analog hierzu wurde auch in der Ausarbeitung unter Berücksichtigung des neuen Steuerrechts vorgegangen (vgl. nachfolgender Abschnitt 7.3.3.2).

Zieht man nun die Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. in den Kalkül gemäß Tabelle 7-17 ein, so ändert sich dieser wie folgt:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA)	131,44	138,50	146,01		2.148,89	2.283,82	2.427,31
./. Abschreibungen	-20,00	-20,00	-20,00		-20,00	-20,00	-20,00
Gesamtergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	111,44	118,50	126,01		2.128,89	2.263,82	2.407,31
./. Fremdkapitalzinsen	-11,44	-12,16	-12,93		-218,50	-232,35	-247,08
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	106,34	113,08		1.910,39	2.031,48	2.160,24
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00		100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thes.	0,00	6,34	13,08		1.810,39	1.931,48	2.060,24
./. GewSt (16,667%)	-17,62	-18,74	-19,92		-336,61	-357,94	-380,63
= Gesamtergebnis n. Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	82,38	87,60	93,15		1.573,78	1.673,53	1.779,61
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-45,31	-48,18	-51,23		-865,58	-920,44	-978,78
= Entnahme	37,07	39,42	41,92		708,20	753,09	800,82
./. ESt/SolZ (35%)	-28,83	-30,66	-32,60		-550,82	-585,74	-622,86
+ Anrechnung gemäß § 35 EStG (5% x 1,8 x Messbetrag)	7,93	8,43	8,97		151,47	161,07	171,28
= Nettozufluss	16,17	17,19	18,28		308,85	328,43	349,24
⇒ Barwert per 01.01.01	14,89	14,58	14,27		5,42	5,31	249,58
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>714,84</b>						

Tabelle 7-25: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Steuersystems vor dem UntStRefG und Fremdfinanzierung (mit steuerlichen Restriktionen)

Offensichtlich führt die Variation der steuerlichen Regelung lediglich zu einer Reduzierung des Unternehmenswerts um 0,308 % im Beispiel. Bei der Beurteilung dieser Entwicklung muss beachtet werden, dass für die Berechnung lediglich ein Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital (zu Marktwerten) in Höhe von 5/1 unterstellt wurde. Dementsprechend gering ist die Bedeutung des Fremdkapitals für die Bewertung. Hiervon einmal abgesehen muss konstatiert werden, dass aufgrund der Anrechnung der Gewerbesteuer auf die Einkommensteuer der überwiegende Teil der gewerbesteuerlichen Mehrbelastung kompensiert wird. Dies ist auch erkennbar an den zentralen Bewertungsfaktoren, die lediglich geringen Änderungen unterliegen und die nachfolgend dargestellt sind.

Zunächst ist festzustellen, dass durch die steuerliche Sanktionierung des Fremdkapitals die effektive steuerliche Belastung geringfügig von 38,333 % auf 38,524 % ansteigt (hier beispielhaft für Periode 1 dargestellt):

$$s_{1;effSt} = \frac{17,62 + 28,83 - 7,93}{100} = 38,524\%$$

#### Berechnung 7-10

Auch die Wiederanlagerendite nach Formel 7-24 ist kaum verändert:

$$i_t^U = \frac{i^{nEST}}{(1 - s_{t,effSt})}$$

$$\Leftrightarrow i_t^U = \frac{8,600\%}{(1 - 38,524\%)}$$

$$\Leftrightarrow i_t^U = 13,989\%$$

#### Berechnung 7-11



Das hieraus resultierende Wachstum des Ergebnisses nach Gewerbesteuer sowie der Nettozuflüsse beträgt 6,338 %:

	Periode 1	Periode 2 – 50	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^U$	13,989%	13,989%	13,989%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach GewSt</b>		6,338%	6,338%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des <b>Nettozuflusses</b>		6,338%	6,338%

**Tabelle 7-26: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten für das Steuersystem vor dem UntStRefG (mit steuerlichen Restriktionen)**

Entsprechend errechnet sich auch ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag i.H.v. 6,338 %:

$$w_{th} = i_{\infty}^U \cdot (1 - s_{eff}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\infty})$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = 13,989\% \cdot (1 - 17,6198\%) \cdot (1 - 45\%)$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = 6,338\%$$

**Berechnung 7-12**

Ebenfalls stimmt die Entwicklung von Fremd- und Eigenkapital mit diesen Wachstumsgrößen überein:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Fremdkapitalbestand am Anfang der Periode	142,97	152,03	161,67		2.731,23	2.904,35	3.088,44
Fremdkapitalzinssatz	8,00%	8,00%	8,00%		8,00%	8,00%	8,00%
Zuführung Fremdkapital am Ende der Vorperiode		9,06	9,64		162,80	173,12	184,09
Zuführung Fremdkapital in %		6,338%	6,338%		6,338%	6,338%	6,338%

**Tabelle 7-27: Entwicklung des Fremdkapitals zu Marktwerten im Fall 3.2.2**

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Unternehmenswert am Anfang einer jeden Periode	<b>714,84</b>	760,15	808,33		13.656,17	14.521,75	15.442,20
Änderung Unternehmenswert zu Marktwerten in %		6,338%	6,338%		6,338%	6,338%	6,338%

**Tabelle 7-28: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall 3.2.2**

Zusammenfassend ist festzustellen, dass durch die nahezu vollständige Kompensation des gewerbesteuerlichen Mehraufwands durch die Anrechnung der Gewerbesteuer auf die Einkommensteuer der Einfluss dieser Hinzurechnungsvorschrift auf den Unternehmenswert einer Personengesellschaft bei vergleichsweise geringem Fremdmittelbestand von untergeordneter Bedeutung sein kann. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass

- mit steigender Fremdfinanzierung die gewerbesteuerliche Bemessungsgrundlage aufgrund nicht abziehbaren Zinsaufwendungen ansteigt

*und*

- mit steigenden gewerbesteuerlichen Hebesätzen ein deutlicheres Auseinanderfallen von tatsächlicher Gewerbesteuer und dem Anrechnungsbetrag nach § 35 EStG a.F. zu beobachten ist.

Folge dessen kann eine erhebliche Minderung des Unternehmenswerts aufgrund eines deutlichen Anstiegs der Gesamtsteuerbelastung sein. Damit ist eine Einbeziehung dieser Hinzurechnung gemäß Formel 7–22 zwingend erforderlich.

Die Bedeutung der Hinzurechnung von Fremdkapitalkosten unter dem neuen Steuerregime soll in dem nachfolgenden Abschnitt untersucht werden.

### 7.3.3.2 Formale Ableitung des Bewertungskalküls und quantitatives Beispiel für das Steuersystem nach der Unternehmensteuerreform 2008

Zunächst soll erneut die formale Ableitung des Kalküls dargestellt werden. Wie in den Ausführungen zu Fall 3.2.2 (vorstehenden Abschnitt 7.3.3.1), so ist auch hier die Hinzurechnung nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F. nicht nur bei der Berechnung der Gewerbesteuer, sondern auch bei der Anrechnung nach § 35 EStG n.F. einzubeziehen. Mangels Zulässigkeit des Betriebsausgabenabzugs der Gewerbesteuer wird die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer jedoch nicht unmittelbar beeinflusst.

$$\begin{aligned}
 CF_t &= \left( \overbrace{EBT_t^{op} + TG_t^{2008, vSt}}^{EBT_t} - (EBT_t + I_t^{FK;GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \right) \cdot q_t^{eff} \\
 &\quad - \left( \overbrace{q_t \cdot (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst})}^{EST/SolZ \text{ auf Entnahmen}} \right. \\
 &\quad \quad \left. + (1 - q_t) \cdot \overbrace{(EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE})}^{EST/SolZ \text{ auf "Steuerentnahmen"}} \right) \\
 &\quad \quad \left. - \overbrace{a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot (EBT_t + I_t^{FK;GewSt})}^{Anrechnung der GewSt auf die EST} \right) \\
 \Leftrightarrow CF_t &= \left( EBT_t - (EBT_t + I_t^{FK;GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt} \right. \\
 &\quad \left. - (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot (EBT_t + I_t^{FK;GewSt}) \right) \cdot q_t
 \end{aligned}$$

Formel 7-25

Bei der Darstellung von  $I_t^{FK;GewSt}$  ist der Freibetrag nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F. in Höhe von EUR 100.000 einzubeziehen. Daher ist  $I_t^{FK;GewSt}$  für das neue Steuerregime wie folgt definiert:

$$I_t^{FK;GewSt} = \text{Max} \left( 25\% \cdot [F_{t-1} \cdot i_t^{FK} - 10^5]; 0 \right)$$

Formel 7-26

Sofern die Fremdkapitalkosten den Freibetrag nicht übersteigen, so nimmt  $I_t^{FK;GewSt}$  einen Wert von null an und beeinflusst den Unternehmenswert nicht.

Aus der obigen Darstellung des Bewertungskalküls ist die Beeinflussung der Einkommensteuergrößen aufgrund der Auswirkungen auf die Anrechnung der Gewerbesteuer nicht ersichtlich. Da diese Änderungen in den jeweiligen Formeln nicht weiter analysiert werden sollen, werden diese ausschließlich in Abschnitt 7.6.4 dargestellt. Das Gleiche gilt auch für die Kalkulation von  $q_{eff}$ , dem Ergebnisbeitrag aus thesaurierten Gewinnen  $TG_t$  sowie den effektiven Einkommensteuersatz  $s_{Est,SoLZ}^{eff;2008}$ .

Weiterhin gilt, dass wie bei dem Kalkül für das neue Steuerregime auch künftig bei der Berechnung der Anlagerendite  $i_t^U$  die effektive Steuerlast zu berücksichtigen ist. Formel 7-24 gilt analog. Hierauf wurde ja bereits hingewiesen. Im Fall U3.2.2 bedeutet dies eine Wiederanlagerendite i.H.v. 12,836 %, die wie folgt zu berechnen ist:

$$\begin{aligned} i_t^U &= \frac{i^{nEst}}{(1 - s_{t,effSt})} \\ \Leftrightarrow i_t^U &= \frac{8,612\%}{(1 - 32,909\%)} \\ \Leftrightarrow i_t^U &= 12,836\% \end{aligned}$$

#### Berechnung 7-13

Der in Berechnung 7-13 eingeflossene effektive Einkommensteuersatz  $s_{Est,SoLZ}^{eff;2008}$  ergibt sich im nachfolgenden Beispielskalkül für die Phase der ewigen Rente (und der Höhe nach für alle anderen Perioden) wie folgt:

$$s_{Est,SoLZ}^{eff;2008} = \frac{204,57 + 399,76 - 257,49}{1.877,51} = 18,473\%$$

#### Berechnung 7-14

Aufgrund des relativ höheren Anrechnungsbetrags ist die effektive Einkommensteuerbelastung (inkl. Solidaritätszuschlag) leicht gesunken. Wie unmittelbar aus Tabelle 7-29, ersichtlich beträgt die effektive gewerbesteuerliche Belastung des  $EBT_\infty$  14,436 % (= 271,04 / 1.877,51 [GE]). Hiermit und mit

der effektiven Einkommensteuerbelastung i.H.v. 18,473 % lässt sich unter Einbeziehung der Eigenkapitalkosten nach Einkommensteuer  $i^{nEST}$  (8,612 %) und der effektiven Ausschüttungs-/Entnahmequote  $q_{eff}$  (45 %) nun der thesaurierungsbedingte Wachstumsabschlag  $w_{th}$  ermitteln:

$$w_{th} = \frac{i^{nEST} \cdot (1 - s_{2008}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\infty}^{eff})}{(1 - s_{2008}^{GewSt} - s_{EST,SolZ}^{eff,2008})}$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = \frac{8,612\% \cdot (1 - 14,436\%) \cdot (1 - 45,000\%)}{(1 - 14,436\% - 18,473\%)}$$

$$\Leftrightarrow w_{th} = 6,040\%$$

#### Berechnung 7-15

Auf Basis der vorstehenden Daten kann nun die Unternehmenswertermittlung unter den geänderten steuerlichen Rahmenbedingungen durchgeführt werden:

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Gesamtergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA)	132,47	139,26	146,46		1.897,84	2.011,27	2.131,55
./. Abschreibungen	-20	-20	-20		-20	-20	-20
Gesamtergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	112,47	119,26	126,46		1877,84	1991,27	2111,55
./. Fremdkapitalzinsen	-12,47	-13,22	-14,02		-208,13	-220,71	-234,04
Gesamtergebnis vor Steuern (EBT)	100,00	106,04	112,45		1669,70	1770,56	1877,51
- davon operatives Ergebnis	100,00	100,00	100,00		100,00	100,00	100,00
- davon Ergebnis a.d. Thes.	0,00	6,04	12,45		1569,70	1670,56	1777,51
./. GewSt (14,000%)	-14,44	-15,31	-16,23		-241,04	-255,60	-271,04
= Gesamtergebnis n. Steuern/ Ausschüttbares Ergebnis	85,56	90,73	96,21		1428,66	1514,96	1606,47
./. Thesaurierung lfd. Jahr	-47,06	-49,90	-52,92		-785,76	-833,23	-883,56
= Entnahme ( $q_{eff}$ )	38,50	40,83	43,30		642,90	681,73	722,91
./. ESt/SolZ auf sonstige Entnahmen (35%)	-10,90	-11,55	-12,25		-181,93	-192,92	-204,57
./. ESt/SolZ auf Steuerentnahmen für thesaurierte Beträge	-21,29	-22,58	-23,94		-355,51	-376,98	-399,76
+ Anrechnung der GewSt (13,30%)	13,71	14,54	15,42		228,99	242,82	257,49
= Nettozufluss	20,03	21,24	22,52		334,45	354,65	376,08
⇒ Barwert per 01.01.01	18,44	18,01	17,58		5,84	5,70	235,16
⇒ <b>Summe der Barwerte</b>	<b>779,08</b>						

Tabelle 7-29: Barwertkalkül bei Gültigkeit des Steuersystems nach dem UntStRefG und Fremdfinanzierung (mit steuerlichen Restriktionen)

Zu erwarten war, dass die Einbeziehung der Hinzurechnung nach § 8 Nr.1 GewStG n.F. ebenfalls kaum zu Veränderungen des Unternehmenswerts führen würde. Tatsächlich ist jedoch festzustellen, dass die Auswirkungen noch geringer sind, als im Fall 3.2.2. Grund hierfür ist die deutlich weitergehende Anrechnung nach § 35 EStG n.F. Hierdurch wird der Anstieg des effektiven Gewerbesteuersatzes nahezu vollständig im Beispielsfall kompensiert.

In Übereinstimmung mit den bisherigen Erkenntnissen weisen die zentralen Größen des Kalküls auch im Fall U3.2.2 konsistente Merkmale auf:

	Periode 1	Periode 2 – 50	Ewige Rente
Wiederanlagerendite vor Steuern $i_t^u$	12,836%	12,836%	12,836%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des Ergebnisses <b>nach GewSt</b>		6,040%	6,040%
Thesaurierungsbedingtes Wachstum des <b>Nettozuflusses</b>		6,040%	6,040%

**Tabelle 7-30: Wiederanlagerendite und Wachstumsraten bei Gültigkeit des für Personengesellschaften geltenden Steuerregimes nach dem UntStRefG 2008 bei anteiliger Fremdfinanzierung (mit gewerbesteuerlichen Restriktionen)**

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Fremdkapitalbestand am Anfang der Periode	155,82	165,23	175,21		2.601,66	2.758,81	2.925,46
Fremdkapitalzinssatz	8,00%	8,00%	8,00%		8,00%	8,00%	8,00%
Zuführung Fremdkapital am Ende der Vorperiode		9,41	9,98		148,20	157,15	166,65
Zuführung Fremdkapital in %		6,040%	6,040%		6,040%	6,040%	6,040%

**Tabelle 7-31: Entwicklung des Fremdkapitals zu Marktwerten im Fall U3.2.2**

	1	2	3	...	49	50	Ewige Rente
Unternehmenswert am Anfang einer jeden Periode	<b>779,08</b>	826,14	876,04		13.008,31	13.794,07	14.627,30
Änderung Unternehmenswert zu Marktwerten in %		6,040%	6,040%		6,040%	6,040%	6,040%

**Tabelle 7-32: Entwicklung des Eigenkapitals zu Marktwerten im Fall U3.2.2**

Bei der Beurteilung des Ergebnisses des Beispielkalküls ist zu beachten, dass in der Berechnung ausschließlich die Hinzurechnung von Fremdkapitalkosten in der Form von Darlehenszinsen Berücksichtigung findet. Nicht analysiert wurde, inwieweit die Erweiterung der Hinzurechnungstatbestände

nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F. haben würde. Hierzu wären weitere Annahmen zum Beispiel über Leasing- und Mietverhältnisse zu treffen gewesen. Hierauf wurde jedoch bewusst verzichtet, da selbst diese Ergänzung nicht zu einem repräsentativen Kalkül geführt hätte. Vielmehr wurde eine Art *Grundfall* analysiert – und nur in diesem Sinne kann die vorstehende Berechnung verstanden werden.

## 7.4 Beurteilung des dargestellten Bewertungskalküls für Personengesellschaften anhand ausgewählter Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung

(1) Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zuflussprinzip</li> </ul>	<p>Das Zuflussprinzip wird ohne Einschränkungen gewährt. Wie bei dem <i>Bewertungskalkül III</i> im Zusammenhang mit der Bewertung von Kapitalgesellschaften (vgl. Kapitel 6.2.3.3.3) fließen auch hier ausschließlich die tatsächlich geplanten Cash-flows zugunsten der Mitunternehmer in die Ermittlung des Unternehmenswerts ein. Die thesaurierten Gewinne erhöhen dabei künftige Gewinnentnahmen aufgrund der unterstellten Anlage zu den Eigenkapitalkosten vor allen Steuern.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vergleichsprinzip</li> </ul>	<p>Entsprechend der Vorgehensweise aller bisherigen Kalküle wird das Vergleichsprinzip durch die Alternativinvestition in ein Aktienportfolio gewährt. Von der Realität abweichende Fiktionen sind dabei nicht notwendig.</p>
(2) Äquivalenzgrundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausschüttungsäquivalenz</li> </ul>	<p>Die Ausschüttungsäquivalenz ist ohne Einschränkungen in dem Kalkül umsetzbar und in dem Beispielkalkül umgesetzt.</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Steueräquivalenz</li> </ul>	<p>Der Annahme einer äquivalenten Besteuerung von Bewertungsobjekt und Alternativinvestition im Sinne einer konsistenten Nacheinkommensteuerrechnung wird ebenfalls entsprochen. Die Ausweitung der Steueräquivalenz im Sinne des <i>alternativen Bewertungskalküls I</i> für Kapitalgesellschaften (vgl. Abschnitt 6.2.3.3.1) ist hier nicht gegeben. Insbesondere aufgrund der gesetzlichen Vorgaben zur Besteuerung von Einkünften aus Mitunternehmerschaften ist dies auch nicht möglich.</p> <p>Auch auf eine äquivalente Einbeziehung einer effektiven Kursgewinnbesteuerung wurde verzichtet. Wie bereits erläutert, ist dies dem Umstand geschuldet, dass Personengesellschaften regelmäßig als kleine oder mittelgroße Unternehmen sehr lange durch die Gesellschafter gehalten werden.</p>



	<p>ten werden, mithin eine effektive Haltedauer kaum ableitbar ist. Darüber hinaus stellt sich – wie bei nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften – das Problem einer erheblich komplexeren Ableitung der Veräußerungsgewinnbesteuerung. Daher erscheint es sachgerecht, thesaurierungsbedingtes Wachstum durch einen Wachstumsabschlag zu berücksichtigen. Ein Unendlichkeitsphänomen ist nicht zu beobachten.</p>
<p><b>(3) Grundlegende Annahmen und Fiktionen</b></p>	
<p>▪ Annahme einer teilweisen Gewinnthesaurierung</p>	<p>Die Thesaurierung von Gewinnen fließt uneingeschränkt in den Kalkül ein. Hierbei wird auch die gesonderte Besteuerung nicht entnommener Gewinne unter Berücksichtigung der effektiven Steuerlast bei Entnahme der (anteiligen) Einkommensteuer in den Kalkül einbezogen.</p>
<p>▪ Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts und Annahme einer (un-) endlichen</p>	<p>Ebenso ist die Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts gewahrt. Eine Ausweitung der Annahme einer unbegrenzten Haltedauer auf die Haltedauer der Alternativanlage bedarf es nicht.</p>
<p><b>(4) Sonstige bewertungsrelevante Aspekte</b></p>	
<p>▪ Sensitivität des Bewertungsansatzes hinsichtlich Änderungen des Steuersystems</p>	<p>Der Kalkül reagiert auf Änderungen des Steuersystems und reflektiert daher die anerkannte Annahme der Beeinflussung eines Investitionskalküls durch die steuerlichen Rahmenbedingungen. Folge dessen ist die Notwendigkeit einer Anpassung des Kalküls bei Änderungen des Steuersystems.</p>
<p>▪ Sensitivität hinsichtlich der Änderung weiterer Parameter (insbesondere der Ausschüttungsquote <math>q</math>)</p>	<p>Wie die ausführliche Analyse in Abschnitt 7.2.2.3 auf Seite 259 ff. zeigt, reagiert der Kalkül auf eine Variation der Ausschüttungsquote <math>q_{nom}</math> bzw. <math>q_{eff}</math>. Daher ist es von besonderer Bedeutung die Ausschüttungsäquivalenz von Bewertungsobjekt und Alternativanlage zu wahren, um eine unangemessene Beeinflussung des Unternehmenswerts durch den Bewertenden zu vermeiden.</p>

<p>▪ Kommunizierbarkeit des Bewertungsansatzes</p>	<p>Aufgrund der stringenten Beachtung tradierter Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung durch den aufgezeigten Kalkül erscheint der Ansatz grundsätzlich gut kommunizierbar zu sein.</p> <p>Allerdings dürfte aufgrund der Komplexität des Verfahrens unter Einbeziehung teilweiser Gewinnthesaurierung in der Bewertungspraxis umfassender Erläuterungsbedarf seitens der Adressaten einer Unternehmensbewertung bestehen. Dies schränkt die Kommunizierbarkeit des Ansatzes nicht unerheblich ein.</p>
--	--

## 7.5 Zusammenfassung der Ergebnisse dieses Kapitels

Die Ergebnisse dieses Kapitels lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- In der grundlegenden Fallgestaltung (Fall 3.1.1 / U3.1.1) bei vollständiger Entnahme der jährlich generierten Gewinne der Personengesellschaft unter der Annahme reiner Eigenfinanzierung zeigt sich unter Berücksichtigung des neuen Steuerrechts ein Anstieg des Unternehmenswerts. Grund hierfür ist das durch eine Reduzierung der Gesamtsteuerlast bedingte Gewinnwachstum. Im Beispielfall stieg der Unternehmenswert um 3,328 %.
- Da die Eigenkapitalkosten nach Einkommensteuer praktisch unverändert sind, ist dieser Faktor für das vorstehende Bewertungsergebnis nicht von wesentlicher Bedeutung. Hierbei ist jedoch (erneut) darauf hinzuweisen, dass die unterstellte Entwicklung der Eigenkapitalkosten fiktiven Charakters ist. Insoweit steht die hier getroffene Beurteilung unter dem Vorbehalt einer notwendigen Überprüfung, sobald empirisch erhobene Kapitalkosten verfügbar sind.
- In einem zweiten Schritt (Fall 3.1.2 / Fall U3.1.2) wurde die Betrachtung dahingehend erweitert, dass eine teilweise Entnahme der periodisch erzielten Gewinne ergänzend aufgenommen wurde.
- Da grundsätzlich die Entnahme der Einkommensteuer (und des Solidaritätszuschlags) unterstellt wurde, unterlag der Kalkül unter Annahme des reformierten Steuersystems einer erheblichen formalen Verkomplizierung. Diese war notwendig, um die einzelnen Einflussgrößen und die bestehenden Interdependenzen sachgerecht abzubilden.
- Erwartungsgemäß führte die Beispielrechnung für das bisherige Steuersystem *nicht* zu einer Änderung des Unternehmenswerts. Grund hierfür ist die Unabhängigkeit der Einkommensteuer und des Solidaritätszuschlags von der Entscheidung über Entnahme oder Thesaurierung des Gewinns. Die transparente Besteuerung der Personengesellschaft bedingt grundsätzlich eine vollständige Gewinnbesteuerung.

erung. Die Thesaurierung von Gewinnanteilen führt damit nicht zu einer Steuerersparnis. Da die Investition der nicht entnommenen Gewinnanteile annahmegemäß zu den Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern erfolgt, ist der Kalkül insgesamt barwertneutral.

- Anders hingegen die Berücksichtigung der steuerlichen Begünstigung nicht entnommener Gewinne nach § 34a Abs. 1 EStG n.F. Durch den dauerhaften Verbleib der nicht entnommenen Gewinne in der Personengesellschaft kann eine nachhaltige Einkommensteuerersparnis realisiert werden. Der hieraus resultierende zwangsläufig positive Barwert führt zu einem Anstieg des Unternehmenswerts.
- Im Gegensatz zur Bewertung von Kapitalgesellschaften, führt die Bewertung von Personengesellschaften im Falle der reinen Eigenfinanzierung unter Fortführung des bekannten Bewertungskalküls jedoch *nicht* zu einem unendlichen Wachstum in dem für praktische Unternehmensbewertungen relevanten Intervall von 0,1 % bis 100 % für die nominelle Ausschüttungs-/Entnahmekquote  $q$  bzw.  $q_{nom}$ . Daher ist grundsätzlich in allen betrachteten Fällen ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag  $w_{th}$  in die Berechnung des Barwerts der ewigen Rente einzubeziehen. Eine Erweiterung des Kalküls im Sinne des modifizierten Phasenmodells bedarf es nur dann, wenn langfristige Entwicklungen – wie bspw. die Entwicklung von Fremdkapital – das Bewertungsergebnis beeinflussen.
- Im Anschluss an den vereinfachten Kalkül bei reiner Eigenfinanzierung wurde eine anteilige Fremdfinanzierung in die Betrachtung integriert. Auch hierbei bestätigte sich der zuvor beobachtete Anstieg des Unternehmenswerts im Vergleich der beiden Steuersysteme (Fall 3.2.1 vs. Fall U3.2.1).
- Allerdings führt die ergänzende Berücksichtigung der steuerlichen Restriktion nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. und n.F. (Fall 3.2.2 / U3.2.2) im Beispiel nicht zu nennenswerten Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Gleichwohl darf diese Erkenntnis nicht zwangsläufig verallgemeinert werden. Zunächst ist zu beachten, dass in dem Beispiel ei-

ne vergleichsweise niedrige Fremdfinanzierung unterstellt wurde. Darüber hinaus sind weitere Restriktionen aus dem erweiterten Hinzurechnungskatalog nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F. nicht einbezogen worden.

- Die Regelungen nach § 4h EStG zur Beschränkung des Zinsabzugs für einkommensteuerliche Zwecke wurde ebenfalls außer acht gelassen.

Insgesamt ist festzustellen, dass die Unternehmensteuerreform 2008 die Bewertung von Personengesellschaften deutlich verkompliziert. Ein signifikanter Anstieg der Unternehmenswerte ist jedoch nicht zwangsläufig zu erwarten. Vielmehr wird es auf die individuellen (steuerlichen) Verhältnisse des Bewertungsobjekts und seiner Mitunternehmer in der praktischen Umsetzung des Kalküls ankommen. Die hierfür notwendige formale Betrachtung ist mit der vorliegenden Arbeit geleistet worden.

## 7.6 Anhang zu Kapitel 7

### 7.6.1 Tabellen zu der Untersuchung der Sensitivität des Bewertungskalküls in Abschnitt 7.2.2.3 (Seite 259 ff.)

#### A. Standardfall nach IDW S 1 i.d.F. 2005, Tz. 54

Parameter:

s(ESt+SolZ, persönlich) 35,0000%

GewSt-Hebesatz 400,0000%

q	q(eff)	s(eff; Est+SolZ)	s(eff; GewSt)	UNW
0,0000%	20,5213%	17,6480%	14,0000%	nicht definiert
0,1000%	20,6007%	17,6520%	14,0000%	891,4
1,0000%	21,3160%	17,6890%	14,0000%	891,0
5,0000%	24,4952%	17,8510%	14,0000%	888,9
10,0000%	28,4691%	18,0530%	14,0000%	886,2
20,0000%	36,4170%	18,4590%	14,0000%	880,9
30,0000%	44,3649%	18,8640%	14,0000%	875,6
40,0000%	52,3128%	19,2690%	14,0000%	870,4
45,0000%	56,2867%	19,4720%	14,0000%	867,7
50,0000%	60,2606%	19,6740%	14,0000%	865,1
60,0000%	68,2085%	20,0790%	14,0000%	859,8
70,0000%	76,1564%	20,4840%	14,0000%	854,5
80,0000%	84,1043%	20,8900%	14,0000%	849,2
90,0000%	92,0521%	21,2950%	14,0000%	843,9
100,0000%	100,0000%	21,7000%	14,0000%	838,6

Tabelle 7-33: Sensitivitätsanalyse für Fall U3.1.2 mit  $s_{\text{ESt+SolZ}} = 35\%$

#### B. Fall mit maximalem persönlichem ESt-Satz

Parameter:

s(ESt+SolZ, persönlich) 47,4750%

GewSt-Hebesatz 400,0000%

q	q(eff)	s(eff; Est+SolZ)	s(eff; GewSt)	UNW
0,0000%	25,7705%	22,1630%	14,0000%	nicht definiert
0,1000%	25,8447%	22,1750%	14,0000%	832,5
1,0000%	26,5128%	22,2830%	14,0000%	831,0
5,0000%	29,4820%	22,7630%	14,0000%	824,8
10,0000%	33,1935%	23,3640%	14,0000%	816,9
20,0000%	40,6164%	24,5650%	14,0000%	801,3
30,0000%	48,0394%	25,7660%	14,0000%	785,6
40,0000%	55,4623%	26,9680%	14,0000%	769,9
45,0000%	59,1738%	27,5680%	14,0000%	762,1
50,0000%	62,8853%	28,1690%	14,0000%	754,3
60,0000%	70,3082%	29,3700%	14,0000%	738,6
70,0000%	77,7312%	30,5710%	14,0000%	722,9
80,0000%	85,1541%	31,7730%	14,0000%	707,3
90,0000%	92,5771%	32,9740%	14,0000%	691,6
100,0000%	100,0000%	34,1750%	14,0000%	675,9

Tabelle 7-34: Sensitivitätsanalyse für Fall U3.1.2 mit  $s_{\text{ESt+SolZ}} = 47,4760\%$

### C. Fall mit niedrigem persönlichen ESt-Satz

Parameter:

s(ESt+SolZ, persönlich) 29,8038%

GewSt-Hebesatz 400,0000%

q	q(eff)	s(eff; Est+SolZ)	s(eff;GewSt)	UNW
0,0000%	18,3398%	15,7720%	14,0000%	nicht definiert
0,1000%	18,4215%	15,7730%	14,0000%	916,0
1,0000%	19,1564%	15,7800%	14,0000%	915,9
5,0000%	22,4228%	15,8090%	14,0000%	915,5
10,0000%	26,5058%	15,8450%	14,0000%	915,0
20,0000%	34,6719%	15,9190%	14,0000%	914,1
30,0000%	42,8379%	15,9920%	14,0000%	913,1
40,0000%	51,0039%	16,0650%	14,0000%	912,1
45,0000%	55,0869%	16,1010%	14,0000%	911,7
50,0000%	59,1699%	16,1380%	14,0000%	911,2
60,0000%	67,3359%	16,2110%	14,0000%	910,2
70,0000%	75,5019%	16,2840%	14,0000%	909,3
80,0000%	83,6680%	16,3570%	14,0000%	908,3
90,0000%	91,8340%	16,4310%	14,0000%	907,4
100,0000%	100,0000%	16,5040%	14,0000%	906,4

Tabelle 7-35: Sensitivitätsanalyse für Fall U3.1.2 mit  $s_{\text{ESt+SolZ}} = 29,8038\%$

### D. Grenzfall

Parameter:

s(ESt+SolZ, persönlich) 29,0723%

GewSt-Hebesatz 400,0000%

q	q(eff)	s(eff; Est+SolZ)	s(eff;GewSt)	UNW
0,0000%	18,3398%	15,7720%	14,0000%	nicht definiert
0,1000%	18,4215%	15,7720%	14,0000%	916,0
1,0000%	19,1564%	15,7720%	14,0000%	916,0
5,0000%	22,4228%	15,7720%	14,0000%	916,0
10,0000%	26,5058%	15,7720%	14,0000%	916,0
20,0000%	34,6719%	15,7720%	14,0000%	916,0
30,0000%	42,8379%	15,7720%	14,0000%	916,0
40,0000%	51,0039%	15,7720%	14,0000%	916,0
45,0000%	55,0869%	15,7720%	14,0000%	916,0
50,0000%	59,1699%	15,7720%	14,0000%	916,0
60,0000%	67,3359%	15,7720%	14,0000%	916,0
70,0000%	75,5019%	15,7720%	14,0000%	916,0
80,0000%	83,6680%	15,7720%	14,0000%	916,0
90,0000%	91,8340%	15,7720%	14,0000%	916,0
100,0000%	100,0000%	15,7720%	14,0000%	916,0

Tabelle 7-36: Sensitivitätsanalyse für Fall U3.1.2 mit  $s_{\text{ESt+SolZ}} = 29,0723\%$

## 7.6.2 Berechnungsnachweis zu Formel 7-12

$$\begin{aligned}
 UNW_{Phase I}^{U3.1.2} &= \sum_{t=1}^n \left( \overbrace{EBT_t^{op} + TG_t^{2008, vSt}}^{EBT_t} - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} \right) \cdot q_t^{eff} \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST}) \right)^{-1} \\
 &\quad - \sum_{t=1}^n \left( \begin{array}{l} \text{EST/SolZ auf Entnahmen} \\ \text{für den privaten Konsum} \\ q_t \cdot (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) \\ \text{EST/SolZ auf Entnahmen zum Zwecke der} \\ \text{Zahlung der auf die thesaurierten Gewinne} \\ \text{zu zahlende EST/SolZ} \\ + (1 - q_t) \cdot (EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) \\ \text{Anrechnung der GewSt auf die EST} \\ \text{(in voller Höhe, da unabhängig von} \\ \text{der Höhe der Entnahme/Thesaurierung)} \\ - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \end{array} \right) \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST}) \right)^{-1} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase I}^{U3.1.2} &= \sum_{t=1}^n (EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt}) \cdot q_t^{eff} \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST}) \right)^{-1} \\
 &\quad - \sum_{t=1}^n \left( \begin{array}{l} q_t \cdot (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) \\ + (1 - q_t) \cdot (EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) \\ - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \end{array} \right) \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST}) \right)^{-1} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase I}^{U3.1.2} &= \sum_{t=1}^n \left( \begin{array}{l} (EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt}) \cdot q_t \\ + (1 - q_t) \cdot (EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) \\ - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \end{array} \right) \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST}) \right)^{-1} \\
 &\quad - \sum_{t=1}^n \left( \begin{array}{l} -q_t \cdot (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) \\ - (1 - q_t) \cdot (EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) \\ + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \end{array} \right) \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST}) \right)^{-1} \\
 \Leftrightarrow UNW_{Phase I}^{U3.1.2} &= \sum_{t=1}^n \left( \begin{array}{l} (EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt}) \cdot q_t \\ + (1 - q_t) \cdot (EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) \\ - (1 - q_t) \cdot (EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) \\ + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \\ - q_t \cdot (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) \end{array} \right) \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST}) \right)^{-1}
 \end{aligned}$$



$$\Leftrightarrow UNW_{Phase I}^{U3.1.2} = \sum_{t=1}^n \left[ \begin{array}{l} (EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt}) \cdot q_t \\ + (1 - q_t) \cdot (EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) \\ - (1 - q_t) \cdot (EST_t^{th} + EST_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) \\ + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \\ - a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \\ + q_t \cdot a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \\ - q_t \cdot (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) \end{array} \right] \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST}) \right)^{-1}$$

$$\Leftrightarrow UNW_{Phase I}^{U3.1.2} = \sum_{t=1}^n \left[ \begin{array}{l} (EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt}) \cdot q_t \\ + q_t \cdot a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \\ - q_t \cdot (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) \end{array} \right] \cdot \left( \prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST}) \right)^{-1}$$

$$\Leftrightarrow UNW_{Phase I}^{U3.1.2} = \sum_{t=1}^n \frac{(EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} - (EST_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) + a_{EST}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t) \cdot q_t}{\prod_{\eta=1}^t (1 + i_{\eta}^{nEST})}$$

### 7.6.3 Berechnungsnachweis zur Herleitung von $q_{eff}$

$$\begin{aligned}
 & \overbrace{\left( EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} \right) \cdot q_t^{eff}}^{\text{Effektive Entnahme}} = \\
 & \underbrace{\left( EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} \right) \cdot q_t}_{\text{Jahresüberschuss-bezogene Entnahme für Zwecke des privaten Konsums und der anteiligen ESt/SolZ}} + (1 - q_t) \cdot \underbrace{\frac{\overbrace{\left( ESt_t^{th} + ESt_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE} - a_{ESt}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \right)}^{\text{Entnahme der ESt/SolZ auf tatsächlich thesaurierte Gewinne}}}{\left( EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} \right)}}_{\substack{\text{Anteilige Jahresüberschuss-bezogene Entnahmekquote zur} \\ \text{Begleichung der ESt/SolZ auf thesaurierte Gewinne} \\ \text{bei vollständiger Gewinnthesaurierung}}} \cdot \left( EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} \right) \\
 & \Leftrightarrow q_t^{eff} = q_t + (1 - q_t) \cdot \frac{\left( ESt_t^{th} + ESt_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE} - a_{ESt}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot EBT_t \right)}{\left( EBT_t - EBT_t \cdot s_{2008}^{GewSt} \right)}
 \end{aligned}$$

## 7.6.4 Formale Einbeziehung von Hinzurechnungsbeträgen nach § 8

### Nr. 1 GewStG n.F. in die formale Darstellung von Fall U3.2.2

Nachfolgend sollen die von der Hinzurechnung der Fremdkapitalzinsen betroffenen Größen ausschließlich dargestellt werden. Auf eine ergänzende Erläuterung wird verzichtet und diesbezüglich auf Abschnitt 7.2.2.2.1 verwiesen.

- Effektive Ausschüttungs-/Entnahmequote

$$q_t^{\text{eff}} = q_t + \frac{(1 - q_t) \cdot \left( EST_t^{\text{th}} + EST_t^{\text{StE}} + SolZ_t^{\text{th+StE}} - a_{\text{Est}}^{\text{GewSt}} \cdot ms_{\text{GewSt}} \cdot (EBT_t + I_t^{\text{FK;GewSt}}) \right)}{\left( EBT_t - (EBT_t + I_t^{\text{FK;GewSt}}) \cdot s_{2008}^{\text{GewSt}} \right)}$$

Formel 7-27

- Einkommensteuer auf Steuerentnahmen auf thesaurierte Gewinnanteile

$$EST_t^{\text{StE}} = \frac{s_{\text{Est}} \cdot \left( s_{2008}^{\text{GewSt}} \cdot (EBT_t + I_t^{\text{FK;GewSt}}) + (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot \left( s_{\text{Est}}^{\text{th}} \cdot EBT_t - a_{\text{Est}}^{\text{GewSt}} \cdot ms_{\text{GewSt}} \cdot (EBT_t + I_t^{\text{FK;GewSt}}) \right) \right)}{1 - s_{\text{Est}} \cdot (1 + s_{\text{SolZ}}) \cdot \left( 1 - \frac{s_{\text{Est}}^{\text{th}}}{s_{\text{Est}}} \right)}$$

Formel 7-28

- Solidaritätszuschlag auf Einkommensteuerzahlungen im Zusammenhang mit thesaurierten Gewinnanteilen

$$SolZ_t^{\text{th+StE}} = s_{\text{SolZ}} \cdot \left( EST_t^{\text{StE}} + EST_t^{\text{th}} - a_{\text{Est}}^{\text{GewSt}} \cdot ms_{\text{GewSt}} \cdot (EBT_t + I_t^{\text{FK;GewSt}}) \right)$$

Formel 7-29

- Einkommensteuer und Solidaritätszuschlag auf Entnahmen für Zwecke des privaten Konsums

$$EST_t^{\text{PSEst}} + SolZ_t^{\text{PSEst}} = EBT_t \cdot s_{\text{Est}} + \left( EBT_t \cdot s_{\text{Est}} - a_{\text{Est}}^{\text{GewSt}} \cdot ms_{\text{GewSt}} \cdot (EBT_t + I_t^{\text{FK;GewSt}}) \right) \cdot s_{\text{SolZ}}$$

Formel 7-30

- Ergebnisbeitrag aus der Investition thesaurierter Gewinne

$$TG_t^{2008, vSt} = i_t^U \cdot \left[ \overbrace{J\ddot{U}_{t-1}^{2008} \cdot (1 - q_{t-1}^{eff})}^{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Periode } t-1} + \sum_{\varepsilon=1}^{t-2} \left[ \overbrace{J\ddot{U}_{\varepsilon}^{2008} \cdot (1 - q_{\varepsilon}^{eff})}^{\text{Thesaurierter Anteil des JÜ der Perioden 1 bis } t-2} \cdot \overbrace{\prod_{\tau=\varepsilon+1}^{t-1} [1 + i_{\tau}^U \cdot (1 - s_{2008}^{GewSt}) \cdot (1 - q_{\tau}^{eff})]}^{\text{Thesaurierungsbedingter Aufzinsungsfaktor für die Perioden 2 bis } t-1} \right] \right]$$

Formel 7-31

mit:

$$J\ddot{U}_t^{2008} = EBT_t^{op} - (EBT_t^{op} + I_t^{FK;GewSt}) \cdot s_{2008}^{GewSt}$$

Formel 7-32

- Effektiver Einkommensteuersatz (inkl. Solidaritätszuschlag)

$$s_{ESt, SolZ}^{eff; 2008} = \frac{q_t \cdot (ES_t^{pSEst} + SolZ_t^{pSEst}) + (1 - q_t) \cdot (ES_t^{th} + ES_t^{StE} + SolZ_t^{th+StE}) - a_{ESt}^{GewSt} \cdot ms_{GewSt} \cdot (EBT_t + I_t^{FK;GewSt})}{EBT_t}$$

Formel 7-33

## 8 Zusammenfassung

Die Berücksichtigung von Steuern im Rahmen der objektivierten Bewertung von Kapital- und gewerblichen Personengesellschaften ist sowohl durch die Theorie als auch die Praxis der Unternehmensbewertung anerkannt. Dabei stehen jedoch die mit der Bewertung Beauftragten regelmäßig und in immer kürzeren Abständen vor dem Problem, mitunter tiefgreifende Änderungen des deutschen Steuersystems zutreffend in den Bewertungskalkül implementieren zu müssen. So auch nach Verabschiedung des UntStRefG 2008 vom 14. August 2007.

Die vorliegende Arbeit hat zum Ziel die aus dieser Steuerreform resultierenden Änderungen des Bewertungskalküls einer eingehenden Untersuchung zu unterwerfen.

Zu diesem Zweck erfolgte eingangs in **Kapitel 2** eine kurze Darstellung der wesentlichen Änderungen in der Besteuerung von Kapital- und gewerblichen Personengesellschaften sowie deren Gesellschafter.

Hierbei wurden auch erste rudimentäre Überlegungen zu den Auswirkungen der dargestellten Änderungen auf Unternehmenswerte aufgezeigt. Da das UntStRefG eine Vielzahl von Steuererleichterungen als auch Gegenfinanzierungsmaßnahmen umfasst, konnten weder für Kapital- noch für Personengesellschaften eindeutige Aussagen getroffen werden (vgl. Tabelle 2-15 auf Seite 50).

Über die reine Darstellung hinaus konnte für gewerbliche Personengesellschaften und deren Mitunternehmer aufgezeigt werden, unter welchen Prämissen die Inanspruchnahme der Thesaurierungsbesteuerung nach § 34a EStG n.F. im Vergleich zur Besteuerung zum persönlichen Einkommensteuersatz von Vorteil ist. Dieser Kalkül in Abschnitt 2.5.2.3 zeigt deutlich die Abhängigkeit der Vorteilhaftigkeit der Thesaurierungsbesteuerung in Bezug zu der Höhe des persönlichen Einkommensteuersatzes, der Dauer der Thesaurierung sowie der Höhe der internen Renditen, die nicht entnommene Gewinne im Unternehmen erwirtschaften (vgl. insbesondere Tabelle 2-14 auf Seite 47).

In diesem Rahmen konnte auch gezeigt werden, dass eines der Hauptziele des UntStRefG, die Schaffung eines rechtsformneutralen Steuersystems, nur bedingt erreicht wurde. Eine Belastungsidentität bei Kapital- und Personengesellschaften kann lediglich dann erreicht werden, wenn die Mitunternehmer die Einkommensteuerlast grundsätzlich aus dem Privatvermögen begleichen und diese nicht aus dem Betriebsvermögen entnehmen.

In dem dann folgenden **Kapital 3** wurden die Auswirkungen des UntStRefG 2008 auf die Eigenkapitalkosten der Unternehmen und damit auf den Kapitalisierungszinssatz aufgezeigt. Hierbei wurde insbesondere auf die Untersuchungen von *Wiese* und dem *IDW* zurückgegriffen.

Die formale Ausgestaltung des für die Kapitalkostenermittlung seit IDW S 1 i.d.F. 2005 zur Anwendung kommenden *CAPM* bzw. *Tax CAPM* erfährt durch die Reform des Steuerrechts insoweit eine grundlegenden Änderung, als nun eine effektive Kursgewinnsteuer sowie die Abgeltungsteuer auf die Dividendenrendite und den sicheren Basiszinssatz einzubeziehen sind.

Während die theoretische Ausgestaltung jedoch als gefestigt angesehen werden kann, hängt die praktische Anwendung in besonderem Maße von der Frage der Haltedauer und damit der Höhe der effektiven Kursgewinnsteuer ab.

Nach der hier vertretenen Auffassung ist für die Alternativanlage von einer begrenzten Haltedauer auszugehen. Grund hierfür ist die wohl lebensnahe Annahme, dass private Investoren regelmäßig Kursgewinne realisieren werden, da diese neben der Dividendenrendite von zentraler Bedeutung für die Anlageentscheidung am Kapitalmarkt sind.

Während einfache Kalkulationen der Haltedauer über alle Marktteilnehmer hinweg eher zu sehr kurzen Anlage- und Verkaufszyklen führen, geht das *IDW* mit der herrschenden Meinung in der Literatur und unter Rückgriff auf Untersuchungsergebnisse früherer Jahre für ausländische Kapitalgesellschaften von vergleichsweise langen Haltedauern aus. Daher wurden die

Beispielrechnungen in Abschnitt 3.4 sowohl unter Annahme einer Anlage-dauer von einem Jahr und damit einer effektiven Kursgewinnsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag) als auch unter der Annahme einer effektiven Kursgewinnsteuer in Höhe von 12,5 % durchgeführt.

Empirisch noch nicht untersucht ist die Frage, wie der Kapitalmarkt grundsätzlich auf die geänderten Vor- und Nachsteuerrenditen reagiert. Denkbar sind sowohl die Forderung und langfristige Durchsetzung von konstanten Nachsteuerrenditen als auch die Orientierung des Kapitalmarkts an konstanten Vorsteuerrenditen.

In einfachen Beispielrechnungen konnte gezeigt werden, dass bei Annahme einer effektiven Kursgewinnsteuer i.H.v. 12,5 % und lediglich angepasster Vorsteuerrenditen im Sinne von *Hommel / Pauly*<sup>448</sup> die Auswirkungen auf die Höhe der Nachsteuerrendite marginal sein können (vgl. Abschnitt 3.4). Auf der Grundlage dieses Untersuchungsergebnisses wurden im Verlauf der Arbeit quantitative Analysen durchgeführt.

Zusammenfassend ist für die Höhe der Eigenkapitalkosten festzustellen, dass nach dem derzeitigen Stand der Empirie eine verlässliche Schätzung dieser für die Unternehmensbewertung wichtigen Größe nur eingeschränkt möglich ist. Daher bedarf es umgehend weitergehender (empirischer) Untersuchungen, um diese Lücke zu schließen.

Im Anschluss an Kapitel 3 erfolgt mit Bezug zu der Ausarbeitung in den Kapiteln 5, 6 und 7 eine Darstellung ausgewählter Grundsätze und Prinzipien ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung (**Kapitel 4**). Gegenstand der Ausführungen in Kapitel 4 war insbesondere die Diskussion um die Auslegung des Grundsatzes der *Steueräquivalenz* (Abschnitt 4.3.2) sowie der Annahme einer (*un-*)endlichen *Haltedauer* der Beteiligung an dem Bewertungsobjekt (Abschnitt 4.4.2).

Der Grundsatz der Steueräquivalenz wird hier – in Übereinstimmung mit dem Verständnis von *Moxter* – im Sinne einer für Bewertungsobjekt und Alterna-

---

<sup>448</sup> Vgl. *Hommel / Pauly* (2007), S. 1156.

tivanlage identischen Entscheidung über einen Vor- oder Nacheinkommensteuerkalkül verstanden. Mit *Kruschwitz / Löffler* wurde darauf hingewiesen, dass *Steueräquivalenz* keinesfalls mit *Steuerneutralität* verwechselt werden darf. Dieser Aspektes ist insoweit von besonderer Bedeutung, da Teile der aktuellen Bewertungsliteratur die Steuerneutralität des Bewertungskalküls fordern.

Dagegen wird hier ein solches weitergehendes Äquivalenzerfordernis nicht gesehen. Grund hierfür ist der Umstand, dass in der Realität Zuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativanlage nicht zwingend identisch besteuert werden müssen. Eine *fiktive* Gleichstellung in allen steuerlichen Attributen kann daher zu einem Verstoß gegen das Vergleichsprinzip (vgl. Abschnitt 4.2.2) führen.

Hinsichtlich der Annahme einer endlichen Haltedauer in Bezug auf das Bewertungsobjekt führt die Untersuchung zu differenzierten Ergebnissen:

Für nicht börsennotierte Unternehmen, insbesondere kleinere und mittelgroße Unternehmen (KMU), sollte nach der hier vertretenen Auffassung grundsätzlich von einer unbegrenzten Haltedauer ausgegangen werden. Grund hierfür sind die erheblichen mit der Annahme einer regelmäßigen Realisation verbundenen (steuerlichen) Probleme.

Neben dem Umstand, dass sich empirische Haltedauern für diese Unternehmen kaum ermitteln lassen, tritt die Notwendigkeit komplexer Marktmodelle, die eine Schätzung der erforderlichen Parameter sowie der steuerlichen Folgen einer Veräußerung in einer weit entfernten Zukunft überhaupt erst möglich machen. Da sich die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen bei KMU regelmäßig nach §§ 16, 17, 34 EStG, gegebenenfalls unter Beachtung des Teileinkünfteverfahrens, richtet, sind die notwendigen Steuerberechnung einer standardisierten Betrachtung nicht zugänglich. Für Personenunternehmen wären ergänzend die Vorschriften zur Nachversteuerung bei zuvor nach § 34a Abs. 1 EStG n.F. begünstigt besteuerten Gewinnen zu beachten.



Darüber hinaus wären in dem Bewertungskalkül die Realisation der Kursgewinne sowie die besonderen steuerlichen Folgen bei KMU *wiederholt* in die Unendlichkeit abzubilden.

Hinsichtlich der Komplexität vergleichbar sind die in der Literatur im Kontext zur Annahme einer begrenzten Lebensdauer des Bewertungsobjekts dargestellten Probleme. Daher geht sowohl die Bewertungslehre als auch die Praxis der Unternehmensbewertung von einer unendlichen Lebensdauer aus. Entsprechend erscheint es auch hinsichtlich der hier behandelten Frage in Bezug auf die Bewertung von KMU sachgerecht, die nahezu unlösbaren Probleme durch die Annahme einer unbeschränkten Haltedauer einer vertretbaren Typisierung zuzuführen.

Grundsätzlich treten diese Probleme auch bei der Bewertung von börsennotierten Unternehmen unter der Annahme einer endlichen Haltedauer auf. Allerdings ist der Kalkül in diesen Fällen erheblich einfacher als bei KMU, da

- eine typisierte Haltedauer empirisch ermittelbar ist,
- diese regelmäßig deutlich kürzer sein wird als bei KMU und daher die Kursgewinnsteuer von materiell größerer Bedeutung ist und
- die für alle Anteilseigner einheitliche Besteuerung von Kursgewinnen aufgrund der Abgeltungsteuer unter der sachgerechten Annahme einer Minderheitsbeteiligung gewährleistet ist.

Auch können Transaktionskosten in diesem Kontext vernachlässigt werden.

Daher wird hier – in Übereinstimmung mit der herrschenden Meinung in der aktuellen Bewertungsliteratur – die Auffassung vertreten, dass in diesen Fällen die Haltedauer der Alternativanlage für die Investition in das Bewertungsobjekt maßgeblich ist und dementsprechend die effektive Kursgewinnsteuer auch für das Bewertungsobjekt durch diese determiniert wird.

In **Kapitel 5** dieser Arbeit erfolgte eine erste Analyse der Auswirkungen des UntStRefG auf die Höhe von Unternehmenswerten von Kapitalgesellschaften.

Aufgrund der Vielschichtigkeit der Einflussfaktoren erfolgte hierbei der Kalkül auf Basis des einfachen Rentenmodells bei Vollausschüttung der periodischen Gewinne. Hierdurch werden insbesondere thesaurierungsbedingte Wachstumseinflüsse vermieden. In der Untersuchung wurde der APV-Ansatz angewandt. Dieser hat den Vorteil, dass Steuerrechtsänderungen durch die gesonderte Ermittlung des Wertbeitrags der Fremdfinanzierung unmittelbar sichtbar werden. Darüber hinaus ermöglicht der Ansatz in diesem einfachen Modell eine modelltheoretisch fundierte Analyse ohne auf Vereinfachungen weiter Teile der Bewertungsliteratur und –praxis zugreifen zu müssen.

Auf der Grundlage der Arbeiten von *Drukarczyk / Schüler* und *Kuhner / Malt-ry* konnte sowohl formal als auch anhand eines einfachen Beispiels die weiterhin bestehende Abhängigkeit des Bewertungskalküls von der Risikoposition des Investors aufgezeigt werden. Grund hierfür ist die unterschiedliche Besteuerung von Kapitalanlage und Fremdfinanzierung auf Ebene des privaten Investors. So entfällt für die Annahme von *Risikoniveau I* jedweder Tax Shield aufgrund der privaten Einkommensteuer des Investors (vgl. Formel 5–29 auf Seite 124). Im Falle des *Risikoniveaus II* ist zwar ein solcher *Tax Shield* zu beobachten, jedoch ist dieser – im Gegensatz zu den Verhältnissen bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens – nun positiv (vgl. Formel 5–33 auf Seite 127).

Daher bedürfte es auch künftig für einen formal zutreffenden Bewertungskalkül in einem vollkommenen Kapitalmarkt einer Annahme über das *Risikoniveau*.

Darüber hinaus konnte die Abhängigkeit des Bewertungsergebnisses von der Abziehbarkeit der Fremdkapitalentgelte von der gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage nachgewiesen werden. Insbesondere die neugeschaffene Zinsschrankenregelung kann zu einem vollständigen Untergang der *Tax Shields* führen (vgl. Tabelle 5-9 auf Seite 134).

Daher ist eine eindeutige Aussage über die Folgen des UntStRefG auf die Höhe von Unternehmenswerten der Kapitalgesellschaften auf Basis dieses Kalküls nicht möglich. Die in Abschnitt 5.7.4 errechneten Unternehmenswerte zeigen dies deutlich (vgl. Tabelle 5-10 auf Seite 135): Wird *Risikoniveau I* und vollständige Versagung des Schuldzinsenabzugs unterstellt, sinkt der Unternehmenswert unter das bisherige Niveau. Dagegen führt die Variante bei *Risikoniveau II* und vollständigem Abzug der Fremdkapitalentgelte von der Körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage zu einem Anstieg des Unternehmenswerts. Allerdings bewegen sich alle Änderungen der Unternehmenswerte deutlich unter 10 %, so dass auf der Grundlage dieser vereinfachten Betrachtung wesentliche Auswirkungen durch das UntStRefG nicht zu erwarten sind.

Bedingt durch die Notwendigkeit zur differenzierten Betrachtungsweise erfolgte die Erweiterung des Bewertungskalküls in **Kapitel 6** sowohl unter der Annahme einer einheitlichen Haltedauer für Alternativanlage und Bewertungsobjekt (Abschnitt 6.2.3.3.1 und Abschnitt 6.2.3.3.2) als auch unter der Annahme einer unendlichen Haltedauer für das Bewertungsobjekt (Abschnitt 6.2.3.1, Abschnitt 6.2.3.2 und Abschnitt 6.2.3.3.3).

Ausgangspunkt der Untersuchung war in Kapitel 6 der Kalkül unter der Annahme einer unbegrenzten Haltedauer für das Bewertungsobjekt und einer begrenzten Haltedauer für die Ableitung der Alternativrendite. Allerdings führte dieser Kalkül zu einem unendlichen Wachstum der Berechnungsergebnisse im Bewertungskalkül für  $q = 14,5138\%$  (vgl. Abschnitt 6.2.3.2; dort Abbildung 6-2 auf Seite 168), die auch durch die Einhaltung der Ausschüttungsäquivalenz nicht vermieden wurde. Dass dieses Wachstum tatsächlich auf die Implementierung der Einkommensteuer nach den neuen steuerlichen Regelungen zurückzuführen ist, lässt sich durch die Überführung des Kalküls in eine Berechnung vor Einkommensteuer und Annahme der Vollausschüttung nachweisen (vgl. Tabelle 6-9 auf Seite 170). Die dort beispielhaft aufgeführte Bewertung führte zu einem identischen Ergebnis wie der Kalkül bei Gültigkeit des Steuerregimes vor dem UntStRefG.

Zwecks Vermeidung des unendlichen Wachstums wurden drei alternative Bewertungskalküle aufgezeigt (vgl. Seite 171).

Der *alternative Bewertungskalkül I* vermeidet das Wachstum durch die Vereinheitlichung der Haltedauer für Bewertungsobjekt und Alternativanlage auf die effektive Haltedauer der Alternativanlage. Hierdurch wird die Neutralität der Einkommensteuer erreicht (vgl. Abschnitt 6.2.3.3.1). Allerdings bedingt diese Vorgehensweise einen Verstoß gegen das Zuflussprinzip (vgl. Abschnitt 4.2.1), da die thesaurierten Gewinne fiktiv den Gesellschaftern zuzurechnen und darüber hinaus trotz Verbleib im Unternehmen der effektiven Kursgewinnsteuer zu unterwerfen sind. Ein Wachstumsabschlag ist nicht in den Kalkül einzubeziehen. Erwartungsgemäß führte der Kalkül zu dem bekannten Unternehmenswert in Höhe von 743,72 GE (vgl. Tabelle 6-11, Seite 175).

Auch der *alternative Bewertungskalkül II* stellt auf eine Vereinheitlichung der Haltedauer ab; hier jedoch auf die unendliche Haltedauer des Bewertungsobjekts (vgl. Abschnitt 6.2.3.3.2). Auch diese Methode führt zur Neutralität der Einkommensteuer. Problematisch ist hier, dass die empirisch nachgewiesene begrenzte Haltedauer der Alternativanlage negiert wird. Darüber hinaus weist der Kalkül eine Inkonsistenz dergestalt auf, dass bei konsequenter Einhaltung des Grundsatzes der Ausschüttungsäquivalenz (vgl. Abschnitt 4.3.1) der Bewertungskalkül II unter der Annahme der Vollausschüttung vorzunehmen wäre. Dies wiederum führt jedoch zu einer Negierung der ebenfalls empirisch nachgewiesenen teilweisen Gewinnthesaurierung. Auch hier führte der Beispielkalkül zu einem Unternehmenswert in Höhe von 743,72 GE (vgl. Tabelle 6-12, Seite 177).

Als dritte Alternative wurde ein Kalkül unter Akzeptanz der unterschiedlichen Haltedauern von Bewertungsobjekt und Alternativanlage vorgestellt (*alternativer Bewertungskalkül III*, vgl. Abschnitt 6.2.3.3.3). Da diese Annahme implizit schon den Ursprungskalkül auszeichnete und daher für das unendliche Wachstum ursächlich war, wurde – statt eines Wachstumsabschlags in der Phase der unendlichen Rente – der Kalkül um eine mittlere Phase ergänzt (*modifiziertes Phasenmodell*). Diese mittlere Phase zeichnet sich durch eine

sehr hohe Anzahl von Perioden ( $> 20$ ) aus, um das Wachstum hinreichend abzubilden. Während in der ersten Phase jede Periode spezifisch zu planen ist, soll die Fortschreibung der Daten in der mittleren Phase unter der Annahme von für diese Perioden einheitlichen Regeln erfolgen. Gegebenenfalls kann hierbei noch ein mengen- oder preisinduziertes Wachstum einfließen. In der sich dann anschließenden Phase der ewigen Rente soll diese auf Basis der letzten Planungsperiode der zweiten Phase in den Kalkül einbezogen werden.

Im Beispielfall wurde von insgesamt 50 Planungsperioden zuzüglich der Phase der ewigen Rente ausgegangen. Diese Planung ergab einen Unternehmenswert in Höhe von 740,11 GE (vgl. Tabelle 6-13, Seite 182) und insoweit ein der Höhe nach vergleichbares Ergebnis wie die *alternativen Kalküle I und II*.

Hierbei ist zu beachten, dass der *alternative Bewertungskalkül III* auf die Variation der Ausschüttungsquote  $q$  reagiert. Tabelle 6-14 auf Seite 183 stellt diesen Zusammenhang dar. Deutlich erkennbar ist insbesondere der erhebliche Rückgang des Unternehmenswerts bei sehr niedrigen Ausschüttungsquoten (zum Beispiel 10 %). Durch die Gewährleistung der Ausschüttungsäquivalenz kann dieser Effekt auf ein akzeptables Maß reduziert werden, da in der empirisch beobachtbaren Bandbreite von  $q$  (40 % bis 60 %) der Unternehmenswert lediglich geringen Änderungen unterliegt (vgl. Tabelle 6-14, Seite 183).

Mit Bezug zu den Ausführungen zur Frage einer begrenzten Haltedauer für das Bewertungsobjekt wird hier die Auffassung vertreten, dass die Vereinheitlichung der Haltedauer bei börsennotierten Unternehmen die Anwendung des *alternativen Kalküls I* und hilfsweise des *Kalküls II* sinnvoll erscheinen lässt. Dagegen dürfte der dritte Kalkül bei nicht börsennotierten Unternehmen, insbesondere bei kleineren und mittelgroßen Gesellschaften, sachgerecht sein.

Im Anschluss an die Ausarbeitung für ausschließlich eigenfinanzierte Unternehmen beschäftigt sich Abschnitt 6.3 mit der Bewertung von Kapitalgesell-

schaften unter der Annahme einer anteiligen Fremdfinanzierung. Da hierbei im Besonderen die Frage nach den steuerinduzierten Auswirkungen der Fremdfinanzierung untersucht werden sollte, befasst sich Abschnitt 6.3.3 mit der Bewertung unter der Prämisse einer vollständigen Abziehbarkeit der Fremdkapitalentgelte von den steuerlichen Bemessungsgrundlagen. In einem zweiten Schritt, dargestellt in Abschnitt 6.3.4, wird der Kalkül um diese Beschränkungen ergänzend. Hierbei ist für das Steuerregime nach dem UntStRefG 2008 die Limitierung aufgrund der Zinsschrankenregelung erneut durch den Faktor  $\zeta_t$  bzw.  $\zeta_t^{ZV}$  abgebildet.

Die Ausarbeitung in beiden genannten Abschnitten erfolgte ausschließlich im modifizierten Phasenmodell. Da bei Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens ein Unendlichkeitsphänomen nicht zu beobachten ist, wurde dort auch ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag in der ewigen Rente einbezogen.

Bei unbeschränkter Abziehbarkeit der Fremdkapitalzinsen zeigt sich anhand der Beispielrechnung erneut ein lediglich leichter Anstieg des Unternehmenswerts um ca. 2 % von 687,20 GE (vgl. Tabelle 6-17 zu Fall 2.2.1, Seite 205) auf 702,01 GE (vgl. Tabelle 6-21 zu Fall U2.2.1, Seite 208) aufgrund der höheren an die Gesellschafter distribuierten Cash-flows.

Weiterhin bestätigte der Kalkül die anerkannten Zusammenhänge zwischen den verschiedenen Renditegrößen, dem Wachstum der Jahresergebnisse nach Unternehmensteuern sowie der Nettoausschüttungen. Für das Halbeinkünfteverfahren konnte darüber hinaus der Zusammenhang zur Wachstumsrate  $w_{th}$  bestätigt werden. Für das neue Steuerregime konnte der analoge Anstieg des Unternehmenswerts nicht mehr beobachtet werden. Der Wegfall von  $w_{th}$  in der ewigen Rente führt zu einer Reduzierung des Eigenkapitalwachstums im Zeitablauf.

Während die formale Ausgestaltung des Kalküls in den Fällen 2.2.1 / U2.2.1 vergleichsweise geringen Änderungen unterliegt, führt die Einbeziehung der neuen steuerlichen Sanktionen von Fremdkapital zu einer erheblichen Erwei-

terung und Verkomplizierung der Darstellung (vgl. Formel 6–31, Seite 214 im Vergleich zu Formel 6–28, Seite 210).

Festzustellen ist, dass die Höhe von  $\zeta_t$  und  $\zeta_t^{ZV}$  erhebliche Auswirkungen auf die künftigen Cash-flows haben. Setzt man beide Größen gleich 1, d.h. weder Zinsaufwand der laufenden Periode noch Zinsvortrag dürfen für steuerliche Zwecke in Abzug gebracht werden, wird effektiv der EBIT besteuert. In diesem Fall wird die körperschaft- und gewerbsteuerliche Bemessungsgrundlage nach neuem Recht deutlich die Bemessungsgrundlagen nach altem Recht c.p. übersteigen und insoweit eine Reduzierung des Unternehmenswerts zur Folge haben.

Sofern beide Größen mit null anzusetzen sind, führt einerseits der Zinsvortrag zu einer weiteren Reduzierung der steuerlichen Bemessungsgrundlagen. Andererseits steigt die gewerbsteuerliche Hinzurechnung um 25 % des Zinsvortrags. Insgesamt wird die gewerbsteuerliche Bemessungsgrundlage sinken und die körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage c.p. unverändert bleiben. In Folge dessen steigt insoweit der Unternehmenswert.

Da beide Variablen Werte zwischen 0 und 1 annehmen können (vgl. Formel 6–33) und die tatsächliche Ausprägung von den jeweiligen Umständen abhängt, sind weitergehende allgemeine Aussagen nicht möglich.

Dementsprechend sind auch die Erkenntnisse aus dem aufgezeigten Beispiel (vgl. Tabelle 6-25, Seite 211, und Tabelle 6-29, Seite 217) nicht von allgemeiner Gültigkeit. Beide Beispielrechnungen führen erwartungsgemäß zu niedrigeren Unternehmenswerten. Während der Kalkül bei Gültigkeit des Steuerregimes vor dem UntStRefG zu einem um 6,429 % auf 643,02 GE gesunkenen Unternehmenswert führt, reduziert sich der Unternehmenswert bei Annahme des neuen Steuersystems um 6,208 % auf 658,43 GE. Die geänderten Regelungen zum Schuldzinsenabzug führen demnach im Beispiel zu einer geringeren relativen Absenkung des Unternehmenswerts. Weiterhin übersteigt das Ergebnis nach Fall U2.2.2 den Vergleichskalkül unter den alten steuerlichen Vorgaben um ca. 2 %.

Auch ist zu beobachten, dass die heterogene Entwicklung der steuerlichen Bemessungsgrundlage im Fall U2.2.2 zu im Zeitablauf sich ändernden Ausprägungen der Wiederanlagerendite und des Ergebniswachstums vor und nach Einkommensteuer (vgl. Tabelle 6-32) zur Folge hat. Das Wachstum des Eigenkapitals entspricht nicht mehr den zuletzt genannten Größen (vgl. Tabelle 6-34).

Kapitel 6 führt insgesamt zu dem gleichen (unbefriedigenden) Ergebnis wie die Untersuchung unter Anwendung des APV-Verfahrens in Kapitel 4: Eine eindeutige Aussage über die Auswirkungen des UntStRefG 2008 auf die Unternehmenswerte von Kapitalgesellschaften ist nicht möglich. Vielmehr bedingt die unternehmensindividuelle Ausgestaltung des Regelungskreises um die Zinsschranke eine ebenso individuelle Beurteilung. Lediglich für kleinere und mittelgroße Kapitalgesellschaft zeigt der Kalkül im Fall 2.2.1 / U2.2.1, dass die Unternehmen und ihre Anteilseigner von der Steuerreform per Saldo profitieren und die Unternehmenswerte (leicht) steigen.

Im Anschluss an die umfängliche Ausarbeitung des Bewertungskalküls für Kapitalgesellschaften sind in **Kapitel 7** die Überlegungen zur Bewertung von Personengesellschaften dargestellt. Diese können wie folgt zusammengefasst werden.

Bei vollständiger Entnahme der jährlich generierten Gewinne der Personengesellschaft (Fall 3.1.1 / U3.1.1) und unter der Annahme reiner Eigenfinanzierung zeigt sich für das neue Steuerregime ein Anstieg des Unternehmenswerts (+ 3,328 %) aufgrund einer Reduzierung der Gesamtsteuerlast und dem damit verbundenen Gewinnwachstum.

Durch die Erweiterung der Betrachtung in einem zweiten Schritt (Fall 3.1.2 / Fall U3.1.2) wurde eine teilweise Entnahme der periodisch erzielten Gewinne in den Kalkül aufgenommen. Die zusätzliche Annahme einer Entnahme der Einkommensteuer (und des Solidaritätszuschlags) führte zu einer erheblichen formalen Verkomplizierung des Kalküls bei Gültigkeit des neuen Steuerregimes. Dennoch war dies notwendig, um die einzelnen Einflussgrößen und die bestehenden Interdependenzen sachgerecht abzubilden.



In Übereinstimmungen mit den bekannten Untersuchungsergebnissen von *Wagner / Jonas / Ballwieser / Tschöpel* führten die Beispielrechnungen für das bisherige Steuersystem nicht zu einer Änderung des Unternehmenswerts. Bedingt ist dies durch die Unabhängigkeit der Höhe der Einkommensteuer und des Solidaritätszuschlags von der Entscheidung über Entnahme oder Thesaurierung des Gewinns. Die transparente Besteuerung der Personengesellschaft bedingt grundsätzlich eine vollständige Gewinnbesteuerung. Die Thesaurierung von Gewinnanteilen führt weder zu einer Steuerersparnis noch kann eine Steuerstundung erreicht werden. Da die Investition der nicht entnommenen Gewinnanteile annahmegemäß zu den Eigenkapitalkosten vor Unternehmensteuern erfolgt, ist der Kalkül insgesamt barwertneutral.

Hingegen führt die Berücksichtigung der steuerlichen Begünstigung nicht entnommener Gewinne nach § 34a Abs. 1 EStG n.F. in Verbindung mit der Annahme eines dauerhaften Verbleibs der thesaurierten Gewinne in der Personengesellschaft zu einer nachhaltigen Einkommensteuerersparnis. Der hieraus resultierende zwangsläufig positive Barwert führt zu einem Anstieg des Unternehmenswerts.

Gleichwohl ist ein Unendlichkeitsphänomen – wie sie bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften zu beobachten war – nicht zu identifizieren, sofern ein Intervall von 0,1 % bis 100 % für die nominelle Ausschüttungs-/ Entnahmekquote  $q$  bzw.  $q_{nom}$  unterstellt wird. Daher ist grundsätzlich in allen betrachteten Fällen ein thesaurierungsbedingter Wachstumsabschlag  $w_{th}$  in die Berechnung des Barwerts der ewigen Rente einzubeziehen. Eine Erweiterung des Kalküls im Sinne des modifizierten Phasenmodells bedarf es insoweit nicht, wenngleich langfristige Entwicklungen – wie bspw. die von nachhaltig überlassenem Fremdkapital – detaillierter herausgearbeitet werden können.

Auch für Personengesellschaften erfolgte im Anschluss an den vereinfachten Kalkül bei reiner Eigenfinanzierung eine Erweiterung der Untersuchung durch die Einbeziehung anteiligen Fremdkapitals. Hierbei bestätigte sich der zuvor beobachtete Anstieg des Unternehmenswerts im Vergleich der beiden Steuersysteme (Fall 3.2.1 vs. Fall U3.2.1).

Die ergänzende Berücksichtigung der steuerlichen Restriktion nach § 8 Nr. 1 GewStG a.F. und n.F. (Fall 3.2.2 / U3.2.2) führten im Beispielsfall nicht zu nennenswerten Auswirkungen auf den Unternehmenswert, da die Anrechnung nach § 35 EStG a.F. / n.F. die Folgen umfassend kompensiert. Gleichwohl darf dieses Erkenntnis nicht zwangsläufig verallgemeinert werden. Zunächst ist zu beachten, dass in dem Beispiel eine vergleichsweise niedrige Fremdfinanzierung unterstellt wurde. Darüber hinaus sind weitere Restriktionen aus dem erweiterten Hinzurechnungskatalog nach § 8 Nr. 1 GewStG n.F. nicht einbezogen worden.

Weiterhin wurden die Regelungen nach § 4h EStG zur Beschränkung des Zinsabzugs für einkommensteuerliche Zwecke ebenfalls außer acht gelassen. Für die weit überwiegende Zahl der Personengesellschaften dürfte dies auch der Realität entsprechen. Sofern jedoch in Einzelfällen die Zinsschranke zur Anwendung kommt, sind hierdurch weitere negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert der betroffenen Personengesellschaft zu erwarten.

Insgesamt ist festzustellen, dass die Unternehmensteuerreform 2008 die Bewertung von Personengesellschaften deutlich verkompliziert. Ein signifikanter Anstieg der Unternehmenswerte ist jedoch nicht zwangsläufig zu erwarten. Vielmehr wird es auf die individuellen (steuerlichen) Verhältnisse des Bewertungsobjekts und seiner Mitunternehmer in der praktischen Umsetzung des Kalküls ankommen.

Die vorstehende Zusammenfassung zeigt sowohl für Kapital- als auch Personengesellschaften die Notwendigkeit einer differenzierten Beurteilung der Auswirkungen des UntStRefG auf die Bewertung von Unternehmen in Abhängigkeit von den tatsächlichen Verhältnissen bei dem Bewertungsobjekt. Alle quantitativen Beispiele stehen hierbei unter dem (bedeutenden) Vorbehalt, dass die unterstellten Eigenkapitalkosten nicht empirisch belegt sind. Tatsächlich wird die Reaktion des Kapitalmarkts auf das UntStRefG noch abzuwarten sein. Neben allen unternehmensindividuellen Faktoren kommt damit noch eine durch den Kapitalmarkt bedingte Unwägbarkeit hinzu. Insofern bleibt abschließend festzustellen, dass die ausführlichen quantitativen Untersuchungen zu wiederholen sind, sobald eine bessere Schätzung der

Kapitalmarktdaten vorliegt. Das hierfür notwendige formale Gerüst ist durch die vorliegende Arbeit geschaffen worden.

## VI. Literaturverzeichnis

- ADERS, Christian (2007): Auswirkung der Unternehmenssteuerreform auf die Ertragswertmethode und objektivierte Unternehmenswerte, BewP 2007, S. 2-8
- ADERS, Christian / WAGNER, Marc (2004): Kapitalkosten in der Bewertungspraxis: Zu hoch für die "New Economy" und zu niedrig für die "Old Economy", FB 2004, S. 30-42
- ALBRECHT, Thomas (2004): Überlegungen zu Endwertermittlung und Wachstumsabschlag, FB 2004, S. 732-740
- AUGE-DICKHUT, Stefanie / MOSER, Ulrich / WIDMANN, Bernd (2000): Die geplante Reform der Unternehmensbesteuerung - Einfluss auf die Berechnung und die Höhe des Werts von Unternehmen, FB 2000, S. 362-371
- BACHMANN, Carmen / SCHULTZE, Wolfgang (2008): Unternehmensteuerreform 2008 und Unternehmensbewertung, DBW 2008, S. 8-33
- BAETGE, Jörg / KRAUSE, Clemens (1994): Die Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung Eine empirisch gestützte Betrachtung des Kalkulationszinseszinses, BFuP 1994, S. 433-456
- BAETGE, Jörg / LIENAU, Achim (2005): Die Berücksichtigung von Steuern bei der Unternehmensbewertung von Personenhandelsgesellschaften mit Discounted-Cashflow-Verfahren nach IDW ES 1 n.F., WPg 2005, S. 805-816
- BALLWIESER, Wolfgang (1981): Die Wahl des Kalkulationszinsfußes bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung, BFuP 1981, S. 97-114

- BALLWIESER, Wolfgang: Die Wahl des Kalkulationszinsfußes bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung, in: Busse von Colbe, Walther / Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung: Grundlagen und Fallstudien, Stuttgart 1992, S. 121-136
- BALLWIESER, Wolfgang (1995a): Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung, WPg 1995, S. 119-129
- BALLWIESER, Wolfgang (1995b): Unternehmensbewertung und Steuern, in: Elschen, Rainer (Hrsg.): Unternehmenstheorie und Besteuerung: Dieter Schneider zum 60. Geburtstag, Wiesbaden 1995, S. 17-36
- BALLWIESER, Wolfgang (1997a): Kalkulationszinsfuß und Steuern, DB 1997, S. 2393-2396
- BALLWIESER, Wolfgang (1997b): Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung?, DB 1997, S. 185-191
- BALLWIESER, Wolfgang (1998): Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, WPg 1998, S. 81-92
- BALLWIESER, Wolfgang (2002): Unternehmensbewertung und Optionspreistheorie, DBW 2002, S. 184-200
- BALLWIESER, Wolfgang (2003): Ballwiesers Missverständnisse der DCF-Verfahren: Ein Missverständnis?, FB 2003, S. 734-735
- BALLWIESER, Wolfgang (2007): Unternehmensbewertung - Prozeß, Methoden und Probleme, 2. Auflage, Stuttgart 2007
- BALZ, Ulrich / BORDEMANN, Heinz-Gerd (2007): Ermittlung von Eigenkapitalkosten zur Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen mithilfe des CAPM, FB 2007, S. 737-743

- BARTELS, Peter / ENGLER, Toralf (1999): Das Steuerparadoxon bei Wachstum im Rahmen der Unternehmensbewertung, DB 1999, S. 917-920
- BARTHEL, Carl W. (2003): Unternehmenswert: Berücksichtigungsfähigkeit und Ableitung von Fungibilitätszuschlägen, DB 2003, S. 1181-1186
- BAUMHOFF, Hubertus / DITZ, Xaver / GREINERT, Markus (2007): Auswirkungen des Unternehmensteuerreformgesetzes 2008 auf die Besteuerung grenzüberschreitender Funktionsverlagerungen, DStR 2007, S. 1649-1655
- BAUSCH, Andreas / PAPE, Ulrich (2005): Ermittlung von Restwerten - eine vergleichende Gegenüberstellung von Ausstiegs- und Fortführungswerten, FB 2005, S. 474-486
- BEHRENS, Stefan (2007): Neuregelung der Besteuerung der Einkünfte aus Kapitalvermögen ab 2009 nach dem Regierungsentwurf eines Unternehmensteuerreformgesetzes vom 14.3.2007, BB 2007, S. 1025-1032
- BEHRINGER, Stefan (1999): Unsicherheit und Unternehmensbewertung, DStR 1999, S. 731-736
- BEHRINGER, Stefan (2001): Das Ertragswertverfahren zur Bewertung von kleinen Unternehmen, DStR 2001, S. 719-724
- BEINE, Frank (1999): Ausländische Einkünfte in der Unternehmensbewertung, BB 1999, S. 1967-1972
- BERNER, Christian / ROJAHN, Joachim / KIEL, Olaf / DREIMANN, Michael (2005): Die Berücksichtigung des unternehmensindividuellen Risikos in der Unternehmensbewertung, FB 2005, S. 711-717
- BEYER, Sven (2008): Unternehmensbewertung, Wachstum und Abgeltungsteuer, FB 2008, S. 256-267

- BEYER, Sven / GAAR, Andreas (2005): Neufassung des IDW S 1 "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen", FB 2005, S. 240-251
- BINZ, Hans-Bert (2007): Unternehmensteuerreform 2008: Rechtsformspezifische Steuerwirkungen im Überblick, DStR 2007, S. 1692-1695
- BLAUFUS, Kay (2002): Unternehmensbewertung und Probleme mit der Unendlichkeit?, DB 2002, S. 1517-1519
- BLAUFUS, Kay / HECHTNER, Frank / HUNDSDOERFER, Jochen (2008): Die Gewerbesteuerkompensation nach § 35 EStG im Jahressteuergesetz 2008, BB 2008, S. 80-88
- BLUM, Andreas (2008a): Wann lohnt sich die Thesaurierungsbesteuerung für Personengesellschaften nach der Unternehmensteuerreform 2008?, BB 2008, S. 322-326
- BLUM, Andreas (2008b): Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf die Bewertung von Unternehmen mittels APV-Ansatz, WPg 2008, S. 455-463
- BLUM, Andreas (2008c): Unabhängigkeit des Unternehmenswerts von der Rechnungslegung des Unternehmens, BB 2008, S. 2170-2174
- BLUM, Andreas / KERKOM, Wolfgang van (2007): Die Bundesregierung erschwert den Mantelkauf - Die neue Steuergesetzgebung belastet M&A-Transaktionen -, Finance 2007, S. 62
- BÖHLMANN, Steffen / KELLER, Katja (2007): Sofortabschreibung geringwertiger Wirtschaftsgüter nach der Unternehmensteuerreform 2008, BB 2007, S. 2732-2735
- BORN, Karl (1996): Überleitung von der Discounted-Cash-flow-Methode (DCF-Methode) zur Ertragswertmethode bei der Unternehmensbewertung, DB 1996, S. 1885-1889

- BRENNAN, Michael (1970): Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy, National Tax Journal 1970, S. 417-427
- BRUSCH, Friedrich (2007): Unternehmensteuerreformgesetz 2008: Abgeltungsteuer, FR 2007, S. 999-1004
- BUNDESZENTRALE FÜR POLITISCHE BILDUNG (2006): Aktienbestand und Aktienhandel, Online im Internet, URL:  
<http://www.bpb.de/files/8DADVN.pdf>, Abfrage vom 30.03.2008
- CASTEDELLO, Marc / DAVIDSON, Ron / SCHLUMBERGER, Erik (2004): Unternehmensbewertung bei Halbeinkünfteverfahren und unsicheren Steuervorteilen, FB 2004, S. 369-376
- CASTEDELLO, Marc / KLINGBEIL, Christian / SCHRÖDER, Jakob (2006): IDW RS HFA 16: Bewertungen bei der Abbildung von Unternehmenserwerben und bei Werthaltigkeitsprüfungen nach IFRS, WPg 2006, S. 1028-1036
- CHERIDITO, Yves / SCHNELLER, Thomas (2004): Der Residualwert in der Unternehmensbewertung, ST 2004, S. 735-741
- COPELAND, Tom / COLLER, Tim / MURRIN, Jack:  
Unternehmensbewertung - Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 3. Auflage, Frankfurt/Main 2002
- DASKE, Holger / WIESENBACH, Kai (2005): Praktische Probleme der zukunftsorientierten Schätzung von Eigenkapitalkosten am deutschen Kapitalmarkt, FB 2005, S. 407-418
- DAUSEND, Florian / SCHMITT, Dirk (2007): Abgeltungsteuer und die Zukunft des IDW S 1, FB 2007, S. 287-292
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1997): Schätzung von Zinsstrukturkurven, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober 1997, 6/1997, S. 61-66



- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT e.V. (2008): Aktionärsstruktur in einzelnen Ländern (Auszug aus: DAI-Factbook, Stand Januar 2008), Online im Internet, URL: [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_statistiken.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_statistiken.htm), Abfrage vom 30.03.2008
- DILLER, Markus / WIMMER, Kilian (2007): Unternehmensteuerreform 2008: Steuerwirkungsanalyse und Rechtsformwahl, FB 2007, S. 573-579
- DIMSON, Elroy / MARSH, Paul / STAUNTON, Mike (2006): The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle, Online im Internet, URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=891620](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891620), S. 1-40, Abfrage vom 23.07.2007
- DINSTUHL, Volkmar (2002): Discounted-Cash-flow-Methoden im Halbeinkünfteverfahren, FB 2002, S. 79-90
- DÖRFLER, Harald / VOGL, Andreas (2007): Unternehmensteuerreform 2008: Auswirkung der geplanten Zinsschranke anhand ausgewählter Beispiele, BB 2007, S. 1084-1087
- DÖRR, Ingmar / FEHLING, Daniel (2007): Europarechtliche Aspekte der Unternehmensteuerreform 2008, NWB 2007, S. 2535-2550
- DÖRR, Ingmar / GEIBEL, Stephan / FEHLING, Daniel (2007): Die neue Zinsschranke - Neues Abzugsverbot für Zinsaufwendungen lässt Gestaltungsspielraum, NWB 2007, S. 2751-2768
- DÖRSCHHELL, Andreas / FRANKEN, Lars (2005): Rückwirkende Anwendung des neuen IDW-Standards zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, DB 2005, S. 2257-2258
- DÖRSCHHELL, Andreas / FRANKEN, Lars / SCHULTE, Jörn (2006): Bewertung von Beteiligungen nach IDW RS HFA 10 - Darstellung und Analyse vor dem Hintergrund der Neufassung des IDW S 1 sowie des IDW RS HFA 16, WPg 2006, S. 1060-1069

- DÖRSCHHELL, Andreas / FRANKEN, Lars / SCHULTE, Jörn (2008):  
Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes für  
Personengesellschaften nach der Unternehmensteuerreform  
2008, WPg 2008, S. 444-454
- DÖRSCHHELL, Andreas / SCHULTE, Jörn (2002): Bewertung von Beteili-  
gungen für bilanzielle Zwecke, DB 2002, S. 1669-1675
- DROST, Frank M. (2007): Mangel an Wagniskapital, Handelsblatt 2007, S.  
b01
- DRUKARCZYK, Jochen (1997): Zur Bewertung von Verlustvorträgen, DStR  
1997, S. 464-469
- DRUKARCZYK, Jochen / ERNST, Dietmar: Branchenorientierte Unterneh-  
mensbewertung, 2. Auflage, München 2007
- DRUKARCZYK, Jochen / RICHTER, Frank (1999): Unternehmensgesamt-  
wert, anteilseignerorientierte Finanzentscheidung und APV-  
Ansatz, DBW 1999, S. 559-580
- DRUKARCZYK, Jochen / SCHÜLER, Andreas (2003): Kapitalkosten  
deutscher Aktiengesellschaften - eine empirische Untersuchung,  
FB 2003, S. 337-347
- DRUKARCZYK, Jochen / SCHÜLER, Andreas: Unternehmensbewertung, 5.  
Auflage, München 2007
- DVFA Methoden-Kommission Expertengruppe Valuation (2005):  
Stellungnahme zu den Grundsätzen zur Durchführung von  
Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 n.F.), FB 2005, S. 558-  
560
- ECKHOFF, Rolf (2007): Abgeltungsteuer - Steuersystematische und verfas-  
sungsrechtliche Aspekte -, FR 2007, S. 989-998
- EHRHARDT, Olaf / Merlaud, Vincent (2004): Bewertung von Wachstumsun-  
ternehmen mit der DCF-Methode und dem Schwartz/Moon-  
Realloptionsmodell, FB 2004, S. 777-785

- ENDRES, Dieter / SPENGLER, Christoph / REISTER, Timo (2007): Neu Maßnehmen: Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008, WPg 2007, S. 478-489
- ESSLER, Wolfgang / KRUSCHWITZ, Lutz / LÖFFLER, Andreas (2005): Wie sind Unternehmen zu bewerten, wenn ihr Verschuldungsgrad nicht in Markt-, sondern in Buchwerten gemessen wird?, BB 2005, S. 595-600
- EXLER, Markus W. (2004): Methoden der Unternehmensbewertung im Vergleich, UM 2004, S. 426-433
- FAMA, Eugene F. / FRENCH, Kenneth R. (2003): The Capital Asset Pricing Model - Theory and Evidence, Online im Internet, URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=440920](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=440920), S. 1-35, Abfrage vom 23.07.2008
- FAß, Joachim / HÜLSMEIER, Volker (1998): Der Einfluß der Zusammensetzung des steuerlichen Eigenkapitals auf den Wert von Unternehmen, DStR 1998, S. 1487-1492
- FEHLING, Daniel (2007): Die Gewerbesteuer nach der Unternehmenssteuerreform 2008, NWB 2007, S. 2459-2472
- FÖRSTER, Guido (2007): Unternehmensteuerreform 2008: Kapitalgesellschaften, Stbg 2007, S. 559-572
- FÖRSTER, Ursula (2007): Anrechnung der Gewerbesteuer auf die Einkommensteuer nach der Unternehmensteuerreform 2008, DB 2007, S. 760-764
- FRANKEN, Lars / SCHULTE, Jörn (2005): Auswirkungen des IDW RS HFA 10 auf andere Bewertungsanlässe, BB 2005, S. 2675-2678
- FRÜHLING, Volker (2004): Sensitivitätsanalyse zum Barwertmodell der Unternehmensbewertung, FB 2004, S. 741-746

- GAMPENRIEDER, Peter (2005): Auswirkungen der beabsichtigten Neufassung des IDW S 1 auf die angemessene Abfindung von außen stehenden Aktionären, UM 2005, S. 110-116
- GANSSAUGE, Karsten / MATTERN, Oliver (2008a): Der Eigenkapitaltest im Rahmen der Zinsschranke (Teil I), DStR 2008, S. 213-219
- GANSSAUGE, Karsten / MATTERN, Oliver (2008b): Der Eigenkapitaltest im Rahmen der Zinsschranke (Teil II), DStR 2008, S. 267-270
- GEBHARDT, Günther / DASKE, Holger (2005): Kapitalmarktorientierte Bestimmung von risikofreien Zinssätzen für die Unternehmensbewertung, WPg 2005, S. 648-655
- GEMMEL, Heiko / HOFFMANN-FÖLKERSAMB, Peter (2007): Die Abgeltungsteuer - Ein neues System der Besteuerung von Kapitaleinkünften und Veräußerungsgewinnen, NWB 2007, S. 2935-2948
- GIERALKA, Adam / DRAJEWICZ, Agnieszka (2001): Reaktion des deutschen Kapitalmarktes auf die Ankündigung und Verabschiedung der Unternehmenssteuerreform 2001, FB 2001, S. 311-321
- GLEIßNER, Werner (2005): Kapitalkosten: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, FB 2005, S. 217-229
- GORNY, Christian / ROSENBAUM, Dirk (2002): Zur Verwendung kapitalmarktbasierter Risikozuschläge in phasenorientierten Unternehmensbewertungsmodellen, FB 2002, S. 486-489
- GORNY, Christian / ROSENBAUM, Dirk (2004): Die methodische Berücksichtigung von Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung - Aktuelle Probleme und Lösungsvorschläge -, WPg 2004, S. 861-868
- GROßFELD, Bernhard (2001): Internationale Unternehmensbewertung, BB 2001, S. 1836-1840

- GROßFELD, Bernhard / STÖVER, Rüdiger (2004): Ermittlung des Betafaktors in der Unternehmensbewertung: Anleitung zum "Do it yourself", BB 2004, S. 2799-2809
- GROßFELD, Bernhard / STÖVER, Rüdiger / TÖNNES, Achim (2005): Neue Unternehmensbewertung, BB-Special 7 2005, S. 2-12
- GÜNTER, Simone (2007): Die ertragsteuerliche Behandlung grenzüberschreitender Funktionsverlagerungen, WPg 2007, S. 1082-1089
- GÜNTHER, Rolf (1997): Zur Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer bei der Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode, Düsseldorf 1997
- GÜNTHER, Rolf (1998a): Unternehmensbewertung: Ermittlung des Ertragswerts nach Einkommensteuer bei Risiko und Wachstum, DB 1998, S. 382-387
- GÜNTHER, Rolf (1998b): Unternehmensbewertung: Kapitalisierungszinssatz nach Einkommensteuer bei Risiko und Wachstum im Phasenmodell, BB 1998, S. 1834-1842
- GÜNTHER, Rolf (1999): Unternehmensbewertung: Steuerparadoxe Ertragswerte bei Risiko und Wachstum?, DB 1999, S. 2425-2431
- GÜNTHER, Rolf (2003): Unternehmensbewertung nach IDW S 1: Steuerliche Implikationen der im Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2002 dargestellten Netto-Ertragswertformel, FB 2003, S. 348-355
- GÜNTHER, Rolf (2004): Unternehmensbewertung: Netto-Ertragswertformel nach IDW S 1, FB 2004, S. 204-205
- HANS, Adrian / ENGELEN, Diana (2007): Wegfall der Mantelkaufregelung durch das Unternehmensteuerreformgesetz, NWB 2007, S. 1981-1985
- HENNRICHS, Joachim (2007a): Zinsschranke, Eigenkapitalvergleich und IFRS, DB 2007, S. 2101-2107

- HENNRICHS, Joachim (2007b): Zinsschranke, IFRS-Rechnung und prüferische Durchsicht oder Prüfung, DStR 2007, S. 1926-1931
- HERZIG, Norbert (2007a): Reform der Unternehmensbesteuerung, WPg 2007, S. 8-14
- HERZIG, Norbert (2007b): Die Gewerbesteuer als dominierende Unternehmensteuer, DB 2007, S. 1541-1543
- HERZIG, Norbert (2007c): Unternehmensbewertung und Wirtschaftswissenschaft, WPg 2007, S. 806-807
- HERZIG, Norbert (2008a): Modernisierung des Bilanzrechts und Besteuerung, DB 2008, S. 1-10
- HERZIG, Norbert (2008b): Regierungsentwurf des BilMoG, Änderungen sind sachgerecht, BB 2008, S. 1216
- HERZIG, Norbert (2008c): Steuerliche Konsequenzen des Regierungsentwurfs zum BilMoG, DB 2008, S. 1339-1345
- HERZIG, Norbert / BOHN, Alexander (2006): Reform der Unternehmensbesteuerung - Zwischenbericht zum Konzept der Stiftung Marktwirtschaft, DB 2006, S. 1-7
- HERZIG, Norbert / BOHN, Alexander (2007): Modifizierte Zinsschranke und Unternehmensfinanzierung, DB 2007, S. 1-10
- HERZIG, Norbert / HÖTZEL, Oliver (1990): Steuerorientierte Gestaltungsinstrumente beim Unternehmenskauf, DBW 1990, S. 513-523
- HERZIG, Norbert / LIEKENBROCK, Bernhard (2007): Zinsschranke im Organkreis - Systematisierung und Analyse der gesetzlichen Neuerungen -, DB 2007, S. 2387-2395
- HERZIG, Norbert / LOCHMANN, Uwe (2004a): Die Belastungswirkungen von § 8a KStG n.F., DB 2004, S. 825-837

- HERZIG, Norbert / LOCHMANN, Uwe (2004b): Anwendungsbereich und Rechtsfolgen von § 8a KStG n.F., StuW 2004, S. 144-157
- HERZIG, Norbert / LOCHMANN, Uwe (2007): Unternehmensteuerreform 2008, DB 2007, S. 1037-1044
- HERZIG, Norbert / LOCHMANN, Uwe / LIEKENBROCK, Bernhard (2008): Die Zinsschranke im Lichte einer Unternehmensbefragung - Einfluss auf Steuerplanung, Steuergestaltung und Steuerbelastung -, DB 2008, S. 593-602
- HETZEL, Heiko (1988): Stichtagszins oder zukünftiger Zins zur Ertragswertermittlung im Rahmen der modernen Unternehmensbewertung?, BB 1988, S. 725-728
- HEY, Johanna (2007): Verletzung fundamentaler Besteuerungsprinzipien durch die Gegenfinanzierungsmaßnahmen des Unternehmenssteuerreformgesetzes 2008, BB 2007, S. 1303-1309
- HIDIEN, Jürgen W. (2008): Gewerbesteuerliche Hinzurechnung von Know-how-Entgelten nach der Unternehmensteuerreform 2008?, DB 2008, S. 257-259
- HILLMER, Hans-Jürgen (2005): Aktuelle Fragen der Unternehmensbewertung, FB 2005, S. 423-425
- HOMBURG, Carsten / STEPHAN, Jörg / WEIß, Matthias (2004): Unternehmensbewertung bei atmender Finanzierung und Insolvenzrisiko, DBW 2004, S. 276-295
- HOMBURG, Stefan / HOUBEN, Henriette / MAITERTH, Ralf (2007): Rechtsform und Finanzierung nach der Unternehmensteuerreform 2008, WPg 2007, S. 376-381
- HOMMEL, Michael / DEHMEL, Inga / PAULY, Denise (2005): Unternehmensbewertung unter dem Postulat der Steueräquivalenz, BB-Special 7 2005, S. 13-18

- HOMMEL, Michael / PAULY, Denise (2007): Unternehmensteuerreform 2008: Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung, BB 2007, S. 1155-1161
- HOMMEL, Michael / PAULY, Denise / SCHUSTER, Christian (2008): Unternehmensbewertung und Unternehmensteuerreform 2008, FB 2008, S. 412-423
- HÖRSTER, Ralf (2007): Bundeskabinett verabschiedet MoRaKG - Förderung der Ansiedlung von Wagniskapitalfonds, NWB 2007, S. 3101-3109
- HÖRSTER, Ralf / BROCKMANN, Kai (2007): Bundesrat hat Jahressteuergesetz 2008 zugestimmt, NWB 2007, S. 447
- HÖRSTER, Ralf / MERKER, Christian (2007): Der Regierungsentwurf des Unternehmensteuerreformgesetzes 2008, NWB 2007, S. 1021-1031
- HUKEN, Johannes (2008): Entwurf eines BMF-Schreibens zur Zinsschranke, DB 2008, S. 544-549
- HÜTTEMANN, Rainer (2007): Rechtliche Vorgaben für ein Bewertungskonzept, WPg 2007, S. 812-822
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (1980): Entwurf einer Verlautbarung des Arbeitskreis Unternehmensbewertung: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, WPg 1980, S. 409-421
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (1983): Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, WPg 1983, S. 468 - 480
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (1995): Stellungnahme HFA 2/1995: Zur Unternehmensbewertung im Familien- und Erbrecht, WPg 1995, S. 522-526



- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (1997):  
57. bis 61. Sitzung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung,  
IDW-FN 1997, S. 33 ff.
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (1998):  
WP Handbuch, Band II, 11. Auflage, Düsseldorf 1998
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2000):  
IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmens-  
bewertungen (IDW S 1), WPg 2000, S. 825-842
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2005a):  
IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmens-  
bewertungen (IDW S 1), WPg 2005, S. 1303-
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2005b):  
84. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 70-71
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2005c):  
IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Anwendung der  
Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen  
und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke eines han-  
delsrechtlichen Jahresabschlusses (IDW RS HFA 10), WPg 2005,  
S. 1322 f.
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2005d):  
IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Bewertungen bei der  
Abbildung von Unternehmenserwerben und bei Werthaltigkeits-  
prüfungen nach IFRS (IDW RS HFA 16), WPg 2005, S. 1415 ff.
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2007a):  
Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf die Ermitt-  
lung objektiverer Unternehmenswerte nach IDW S 1, WPg 2007,  
S. 633-634

- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2007b):  
Entwurf einer Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur  
Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 i.d.F.  
2007), IDW-FN 2007, S. 508-530
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2007c):  
WP Handbuch 2008 - Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Be-  
ratung – Band II, 13. Auflage, Düsseldorf 2007
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND e.V. (2008):  
Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung  
von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008), IDW-FN  
2008, S. 271-292
- INTEMANN, Jens (2007): Einbeziehung der Dividenden in die Abgeltungs-  
steuer verfassungswidrig?, DB 2007, S. 1658-1661
- JAHNDORF, Christian (2008): Besteuerung der Funktionsverlagerung, FR  
2008, S. 101-111
- JONAS, Martin (2006): Ausschüttungsverhalten und Betafaktor deutscher  
Aktiengesellschaften, FB 2006, S. 479-485
- JONAS, Martin (2007): Unternehmensbewertung: Methodenkonsistenz bei  
unvollkommenen Märkten und unvollkommenen Rechtssystemen,  
WPg 2007, S. 835-843
- JONAS, Martin / LÖFFLER, Andreas / WIESE, Jörg (2004): Das CAPM mit  
deutscher Einkommensteuer, WPg 2004, S. 898-906
- JONAS, Martin / WIELAND-BLÖSE, Heike / SCHIFFARTH, Stefanie (2005):  
Basiszinssatz in der Unternehmensbewertung, FB 2005, S. 647-  
653
- KAMINSKI, Bert (2008): Entwurf eines BMF-Schreibens zur Zinsschranke (§  
4h EStG, § 8a KStG), Stbg 2008, S. 196-211

- KAMINSKI, Bert / HOFMANN, Katrin / KAMINSKAITE, Rasa (2007): Erste Überlegungen zur Rechtsformwahl nach dem Entwurf zur Unternehmensteuerreform 2008 - Teil I -, Stbg 2007, S. 161-177
- KAVCIC, Claudia / VOGEL, Andrea (2008): Der tatsächliche Verlauf des Unternehmensteuertarifs nach der Unternehmensteuerreform 2008 - Wird das Ziel der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Unternehmensteuerrechts durch die Unternehmensteuerreform 2008 erreicht? -, DStR 2008, S. 573-578
- KELLER, Michael (2006): Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen, BewP 2006, S. 12-15
- KESSLER, Wolfgang / ORTMANN-BABEL, Martina / ZIPFEL, Lars (2007): Unternehmensteuerreform 2008: Die geplanten Änderungen im Überblick, BB 2007, S. 523-533
- KLEINEIDAM, Hans-Jochen / LIEBCHEN, Daniel (2007): Die Mär von der Steuerentlastung durch die Unternehmensteuerreform 2008, DB 2007, S. 409-412
- KNEBEL, Ilona / SPAHN, Marcus / PLENKER, Jürgen (2007): Jahressteuergesetz 2008 - Änderungen im Einkommensteuerrecht, DB 2007, S. 2733-2739
- KNIEF, Joachim / NIENABER, Mark (2007): Gewinnthesaurierung bei Personengesellschaften im Rahmen der Unternehmensteuerreform 2008 - ein Belastungsvergleich mit Fokus auf den Mittelstand, BB 2007, S. 1309-1315
- KNIEF, Peter (2005): Ungleichbehandlung von Personengesellschaften durch die Refrom der Unternehmensbesteuerung, DB 2005, S. 1013-1018
- KNOLL, Leonhard (2005a): Wachstum und Ausschüttungsverhalten in der ewigen Rente: Probleme des IDW ES 1 n.F.?, WPg 2005, S. 1120-1125

- KNOLL, Leonhard (2005b): Die Ermittlung des Beta-Faktors im CAPM bei aktienrechtlichen Zwangsabfindungen, UM 2005, S. 174-178
- KNOLL, Leonhard / HANSEN, Herbert (2006): Ausschüttungspolitik am Scheideweg, FB 2006, S. 1-4
- KNOLL, Leonhard / VORNDRAN, Philipp / ZIMMERMANN, Stefan (2006): Risikoprämien bei Eigen- und Fremdkapital - vergleichbare Größen, FB 2006, S. 380-384
- KOCH, Sebastian / THIES, Björn / GONDERT, Niklas (2007): Geringwertige Wirtschaftsgüter nach der Unternehmensteuerreform, NWB 2007, S. 4177-4186
- KOHL, Torsten (2005): Die neuen Ausschüttungs- und Wiederanlageprämissen des IDW S 1 und ihr Einfluss auf die Objektivierung bei der Unternehmensbewertung, UM 2005, S. 181-187
- KOHL, Torsten / SCHULTE, Jörn (2000): Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren - Ein Überblick vor dem Hintergrund der Anforderungen des IDW S 1 -, WPg 2000, S. 1147-1164
- KÖHLER, Stefan (2007): Erste Gedanken zur Zinsschranke nach der Unternehmensteuerreform, DStR 2007, S. 597-610
- KÖNIG, Wolfgang / ZEIDLER, Gernot W. (1996): Die Behandlung von Steuern bei der Unternehmensbewertung, DStR 1996, S. 1098-1103
- KÖSTER, Armin (2006): Nachhaltige Preis- und Mengendifferenzierung in der Unternehmensbewertung, WPg 2006, S. 830-835
- KÖSTER, Oliver (2007): Zinsschranke: Eigenkapitaltest und Bilanzpolitik, BB 2007, S. 2278-2284
- KOZIKOWSKI, Michael / DIRSCHERL, Gertraud / KELLER, Günther (2005): Implikationen der Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, UM 2005, S. 69-74

- KRAUSE, Christian (2006): Verallgemeinerte Zusammenhänge von Kapitalkosten im DCF-Verfahren, FB 2006, S. 710-714
- KROLLE, Sigrid (2001): Unsicherer tax shield in der Unternehmensbewertung, FB 2001, S. 18-30
- KROLLE, Sigrid / ARNOLD, Hansjörg (2000): Ausländische Erträge in der Unternehmensbewertung, FB 2000, S. 459-463
- KROLLE, Sigrid / KNOLLMANN, Jochen (2000): Überlegungen zum relevanten Einkommensteuersatz bei der Ermittlung des Unternehmenswerts, FB 2000, S. 77-82
- KRÖNER, Michael / ESTERER, Fritz (2006): Steuerstandort Deutschland: Verhaltensmuster bestimmen den Erfolg der Unternehmenssteuerreform, DB 2006, S. 2084-2086
- KRÜGER, Holm / THIÈRE, Mathias (2007): Gestaltungen im Bereich der Rechnungslegung als Reaktion auf die Einführung einer Zins-schranke, KoR 2007, S. 470-477
- KRUPPE, Carsten (2004): Bewertung von Handlungsspielräumen im Rahmen von Unternehmensbewertungen nach IDW S1, FB 2004, S. 669-674
- KRUSCHWITZ, Lutz (2001): Risikoabschläge, Risikozuschläge und Risiko-prämien in der Unternehmensbewertung, DB 2001, S. 2409-2413
- KRUSCHWITZ, Lutz / LÖFFLER, Andreas (1998): Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, DB 1998, S. 1041-1043
- KRUSCHWITZ, Lutz / LÖFFLER, Andreas (2003a): Semi-subjektive Bewertung, ZfB 2003, S. 1335-1245
- KRUSCHWITZ, Lutz / LÖFFLER, Andreas (2003b): Fünf typische Missverständnisse im Zusammenhang mit DCF-Verfahren, FB 2003, S. 731-733

- KRUSCHWITZ, Lutz / LÖFFLER, Andreas (2004): Bemerkungen über Kapitalkosten vor und nach Steuern, ZfB 2004, S. 1175-1190
- KRUSCHWITZ, Lutz / LÖFFLER, Andreas (2005a): Unternehmensbewertung, Zahlenbeispiele und Jensens Ungleichung, FB 2005, S. 419-422
- KRUSCHWITZ, Lutz / LÖFFLER, Andreas (2005b): Unternehmensbewertung und Einkommensteuer aus der Sicht von Theoretikern und Praktikern, WPg 2005, S. 73-79
- KUHNER, Christoph (2007): Unternehmensbewertung: Tatsachenfrage oder Rechtsfrage?, WPg 2007, S. 825-834
- KUHNER, Christoph / JONAS, Martin (2007): Unternehmensbewertung - Ein Rechtsproblem?, WPg 2007, S. 805
- KUHNER, Christoph / MALTRY, Helmut (2006): Unternehmensbewertung, Berlin Heidelberg 2006
- KULOSA, Egmont (2008): Der Investitionsabzugsbetrag (§ 7g EStG) nach dem Unternehmensteuerreformgesetz sowie neue Entwicklungen zur Ansparabschreibung, DStR 2008, S. 131-136
- KUPKE, Thomas / NESTLER, Anke (2003): Steuerliche Verlustvorträge bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten - Plädoyer für eine differenzierte Behandlung, BB 2003, S. 2279-2285
- LAAS, Tim (2006): Einkommensteuerwirkungen bei der Unternehmensbewertung, WPg 2006, S. 290-297
- LAITENBERGER, Jörg (2000): Die Berücksichtigung von Kursgewinnen bei der Unternehmensbewertung, FB 2000, S. 546-550
- LAITENBERGER, Jörg (2003): Kapitalkosten, Finanzierungsprämien und Einkommensteuer, ZfB 2003, S. 1221-1239

- LAITENBERGER, Jörg / BAHR, Christian (2002): Der Bedeutung der Einkommensteuer bei der Unternehmensbewertung, FB 2002, S. 703-708
- LAITENBERGER, Jörg / TSCHÖPEL, Andreas (2003): Vollausschüttung und Halbeinkünfteverfahren, WPg 2003, S. 1357-1367
- LANG, Bianca (2007): Die Neuregelung der Verlustabzugsbeschränkung gem. § 8c KStG durch das Unternehmensteuerreformgesetz 2008, DStZ 2007, S. 652-663
- LANGE, Benno / ROHLER, Thomas (2007a): Verrechnungspreise im internationalen Konzern nach dem UntStRefG 2008, GmbH-StB 2007, S. 309-313
- LANGE, Benno / ROHLER, Thomas (2007b): Funktionsverlagerung im internationalen Konzern nach dem UntStRefG 2008, GmbH-StB 2007, S. 341-345
- LENZ, Martin (2008): Der neue § 8c KStG aus Unternehmenssicht, Ubg 2008, S. 24-30
- LEUTHIER, Rainer (1988): Zur Berücksichtigung der Besteuerung bei der Unternehmensbewertung, BFuP 1988, S. 505-521
- LIPPMANN, Klaus (2007): Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf die Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten nach IDW S 1, BewP 2007, S. 8-12
- LOBE, Sebastian (2002): Marktbewertung des Steuervorteils der Fremdfinanzierung und Unternehmensbewertung, FB 2002, S. 645-652
- LÖFFLER, Andreas (2001): Die Besteuerung von Kursgewinnen und Dividenden in der Unternehmensbewertung, FB 2001, S. 593-594
- LÖHR, Dirk (1992): Unternehmensbewertung: Ausschüttungspolitik und Vollausschüttungshypothese, WPg 1992, S. 525-531

- LÜKING, Niels / SCHANZ, Sebastian / KNIRSCH, Deborah (2008): Die Abgeltungsteuer 2009, FB 2008, S. 448-451
- LUTZ, Harald (1993): Zum Wert körperschaftsteuerlicher Verlustvorträge bei der Ertragswertermittlung, BFuP 1993, S. 66-78
- MACKENSTEDT, Andreas / FLADUNG, Hans-Dieter / HIMMEL, Holger (2006): Ausgewählte Aspekte bei der Bestimmung beizulegender Zeitwerte nach IFRS 3 - Anmerkungen zu IDW RS HFA 16, WPg 2006, S. 1037-1048
- MAI, Jan Markus (2006a): Mehrperiodige Bewertung mit dem Tax CAPM und Kapitalkostenkonzept, ZfB 2006, S. 1225-1253
- MAI, Jan Markus (2006b): Das Tax-CAPM mit stochastischen Dividenden, Online im Internet, URL:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=947507#PaperDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=947507#PaperDownload), Abfrage vom 23.07.2007, S. 1-27
- MAI, Jan Markus (2008): Die Bewertung verschuldeter Unternehmen unter Berücksichtigung von Zinsabzugsbeschränkungen, DBW 2008, S. 35-51
- MAIER, David A. (2001): Der Betafaktor in der Unternehmensbewertung, FB 2001, S. 298-302
- MAIER, Jürgen (2002): Unternehmensbewertung nach IDW S 1 - Konsistenz der steuerlichen Annahmen bei Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens, FB 2002, S. 73-79
- MARX, Franz Jürgen / LÖFFLER, Christoph (2001): Der Einfluss der steuerlichen Eigenkapitalstruktur auf den Unternehmenswert, DB 2001, S. 1425-1430
- MATSCHKE, Manfred Jürgen / BRÖSEL, Gerrit (2007): Unternehmensbewertung Funktionen - Methoden - Grundsätze, 3. Auflage, Wiesbaden 2007



- MATSCHKE, Manfred Jürgen / HERING, Thomas (1999): Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung? -Erwiderung zu Kruchwitz/Löffler, DB 1998 S. 1041-, DB 1999, S. 920-923
- MEITNER, Matthias (2005): Die Berücksichtigung und Bestimmung langfristiger Zahlungsüberschusswachstumsraten in der Unternehmensbewertung, UM 2005, S. 5-10
- MEITNER, Matthias (2008a): Die Berücksichtigung von Inflation in der Unternehmensbewertung - Terminal-Value-Überlegungen (nicht nur) zu IDW ES 1 i.d.F. 2007, WPg 2008, S. 248-255
- MEITNER, Matthias (2008b): Die Kombination von Wachstumskomponenten im Terminal Value Modell, BewP 2008, S. 10-14
- MELCHIOR, Jürgen (2007): Das Jahressteuergesetz 2008 im Überblick, DStR 2007, S. 2233-2239
- MELLEROWICZ, Konrad (1952): Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952
- MENTZ, Markus / NORMANN, Marcel (2005): Die Bedeutung von Stationarität in linearen Prognosemodellen, FB 2005, S. 484-490
- MÖHLENBROCK, Rolf (2008): Detailfragen der Zinsschranke aus Sicht der Finanzverwaltung, Ubg 2008, S. 1-12
- MÖLLS, Sascha / SCHILD, Karl-Heinz (2006): Einfluss der minimalen Investitionsrate in sequentiellen Projekten, ZfB 2006, S. 735-757
- MÖLLS, Sascha H. / WILLERSHAUSEN, Timo (2005): Kapitalkostenbestimmung mittels CAPM oder MCPM? (FB 2003 S. 705 ff.), FB 2005, S. 659-661
- MOSER, Ulrich (2005): Unternehmensbewertung: Die Bewertung von Konzernen auf Basis konsolidierter Planungsrechnungen, FB 2005, S. 274-284

- MOXTER, Adolf (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden 1983
- MÜLLER, David (2005): Bewertung von Handlungssequenzen im Rahmen eines Innovationsprojekts, FB 2005, S. 176-185
- MÜLLER, Rolf / PFEIFER, Stephanie (2007): Unternehmensteuerreform 2008: Personengesellschaften, Nürnberg 2007
- MÜLLER-GATERMANN, Gert (2007): Unternehmensteuerreform 2008, Stbg 2007, S. 145-161
- MUSIL, Andreas / VOLMERING, Björn (2008): Systematische, verfassungsrechtliche und europarechtliche Probleme der Zinsschranke, DB 2008, S. 12-16
- NEKAT, Kai / NIPPEL, Peter (2005): Aktienrückkauf und Eigenkapitalrendite, FB 2005, S. 457-461
- o.V. (2004): FDP will die Gewerbesteuer durch eine Kommunalsteuer ersetzen Online im Internet, URL:  
[http://www.bundestag.de/aktuell/hib/2004/2004\\_150/01](http://www.bundestag.de/aktuell/hib/2004/2004_150/01), Abfrage vom 19.04.2008
- o.V. (2005): Stiftung schlägt Abschaffung der Gewerbesteuer vor, Online im Internet, URL:  
[http://www.handelsblatt.com/News/printpage.aspx?\\_p=300327&\\_t=ftprint&\\_b=930204](http://www.handelsblatt.com/News/printpage.aspx?_p=300327&_t=ftprint&_b=930204), Abfrage vom 19.04.2008
- o.V. (2007): Änderungen des Jahressteuergesetzes 2008, NWB 2007, S. 4144-4147
- OBERMAIER, Robert (2006): Marktzensorientierte Bestimmung des Basiszinssatzes in der Unternehmensbewertung, FB 2006, S. 472-479

- OBERMAIER, Robert / SCHÜLER, Andreas (2006): Eine Mischung aus Unternehmensbewertung und Risikoanalyse als Rezept für verbesserte Eigenkapitalausstattung und niedrige Kapitalkosten? - Stellungnahme zum Beitrag von Weizsäcker/Krempel, FB 2006, S. 28-31
- OESTERLE, Berthold (1998): Steuerliche Verlustvorträge in der Unternehmensbewertung, BB 1998, S. 835-840
- OHO, Wolfgang / HAGEN, Alexander / LENZ, Thomas (2007): Zur geplanten Einführung einer Abgeltungsteuer im Rahmen der Unternehmenssteuerreform 2008, DB 2007, S. 1322-1326
- ORTMANN-BABEL, Martina / ZIPFEL, Lars (2007a):  
Unternehmensteuerreform 2008 Teil I: Gewerbesteuerliche Änderungen und Besteuerung von Kapitalgesellschaften und deren Anteilseigner, BB 2007, S. 1869-1885
- ORTMANN-BABEL, Martina / ZIPFEL, Lars (2007b):  
Unternehmensteuerreform 2008 Teil II: Besteuerung von Personengesellschaften insbesondere nach der Einführung der Thesaurierungsbegünstigung, BB 2007, S. 2205-2217
- PAULSEN, Anne-José (2007): Statement: Rezeption wissenschaftlicher Thesen durch die Gerichte, WPg 2007, S. 823-824
- PEEMÖLLER, Volker H. (2005a): Das Arbitrage Pricing Model bzw. die Arbitrage Pricing Theory, UM 2005, S. 90-92
- PEEMÖLLER, Volker H. (2005b): Der Betafaktor als unternehmensindividuelle Risikovariablen, UM 2005, S. 157-160
- PEEMÖLLER, Volker H. (2005c): Bewertung von Klein- und Mittelbetrieben, BB-Special 7/2005, S. 30-35

- PEEMÖLLER, Volker H. / BECKMANN, Christoph / MEITNER, Matthias  
(2005): Einsatz eines Nachsteuer-CAPM bei der Bestimmung objektivierter Unternehmenswerte - eine kritische Analyse des IDW ES 1 n.F., BB 2005, S. 90-96
- PEEMÖLLER, Volker H. / BÖMELBURG, Peter (1993): Unternehmensbewertung ertragsschwacher Unternehmen, DStR 1993, S. 1036-1043
- PEEMÖLLER, Volker H. / POPP, Matthias (1997): Unternehmensbewertung bei ertragsteuerlichen Verlustvorträgen, BB 1997, S. 303-309
- PINKWART, Andreas (2003): Liberale Gemeindefinanzreform, Online im Internet, URL: <http://www.andreas-pinkwart.de>, Abfrage vom 19.04.2008, S. 1-30
- POPP, Matthias (1999): Unternehmensbewertung bei Verlustvorträgen vs. Bewertung von Verlustvorträgen, BB 1999, S. 1154-1159
- RADE, Katja / KROPP, Matthias (2008): Jahrgangsbezogener Sammelposten und Poolabschreibung des § 6 Abs. 2a EStG - endgültiger Abschied von der Einheitsbilanz?, WPg 2008, S. 13-22
- RAPP, Marc Steffen / SCHWETZLER, Bernhard (2007): Das Nachsteuer-CAPM im Mehrperiodenkontext/Stellungnahme, FB 2007, S. 108-116
- REESE, Raimo / WIESE, Jörg (2006): Die kapitalmarktorientierte Ermittlung des Basiszinses für die Unternehmensbewertung, Online im Internet, <http://www.intranet-lehrstuhl.bwl.uni-muenchen.de/dispatch/Publication/Volltexte/3911.pdf>, Abfrage vom 23.07.2007, S. 1-39
- REICHE, Felix / KROSCHEWSKI, Robert (2007): Akquisitionsfinanzierungen nach Einführung der Zinsschranke - erste Empfehlungen für die Praxis, DStR 2007, S. 1330-1337

- REICHLING, Peter / SPRENGLER, Thomas / VOGT, Bodo (2006): Sicherheitsäquivalente, Wertadditivität und Risikoneutralität, ZfB 2006, S. 759-769
- REUTER, Alexander / LENZ, Susanne (2006): Unternehmensbewertungen nach der Neufassung des IDW-Standards S 1 - Modifikation für aktienrechtliche Zwecke, DB 2006, S. 1689-1693
- RHIEL, Raimund (2000): Ein Mysterium in der Unternehmensbewertung: Steuerparadoxe Ertragswerte bei Risiko und Wachstum?, FB 2000, S. 550-556
- RHIEL, Raimund (2001): Anmerkungen zum Steuerparadoxon in der Unternehmensbewertung bei Risiko und Wachstum, FB 2001, S. 15-17
- RICHTER, Frank (2004): Valuation with or without personal income taxes?, sbr 2004, S. 20-45
- RICHTER, Frank / DRUKARCZYK, Jochen (2001): Wachstum, Kapitalkosten und Finanzierungseffekte, DBW 2001, S. 627-639
- RICHTER, Frank: Steuerparadoxon 2.0?, Online im Internet, URL: <http://www.mathematik.uni-ulm.de/strategie/Forschung/Steuerparadoxon.pdf>, Abfrage vom 07.12.2007
- RING, Stephan / CASTEDELLO, Marc / SCHLUMBERGER, Erik (2000): Auswirkungen des Steuersenkungsgesetzes auf die Unternehmensbewertung, FB 2000, S. 356-361
- RÖDDER, Thomas (2006): Anmerkungen zu den Eckpunkten der Unternehmenssteuerreform 2008 lt. Kabinettsbeschluss vom 12. 7. 2006, DB 2006, S. 2028-2031
- RÖDDER, Thomas (2007): Unternehmensteuerreformgesetz 2008, DStR 2007, S. 1\*-19\*

- RÖDER, Klaus / MÜLLER, Sarah (2001): Mehrperiodige Anwendung des CAPM im Rahmen von DCF-Verfahren, FB 2001, S. 225-233
- ROGALL, Matthias (2001): Die Berücksichtigung von Personengesellschaften durch die Unternehmenssteuerreform - Eine systematische Analyse der pauschalen Gewerbesteueranrechnung und der Betriebsaufgabebesteuerung, DStR 2001, S. 586-593
- ROOS, Ronald / REBIEN, Axel (2001): Unternehmensbewertung: Sachgerechte Bestimmung der Eigenkapitalkosten nach der Steuerreform, FB 2001, S. 176-180
- ROSENBAUM, Dirk / GORNY, Christian (2003): Bewertung von Beteiligungen im handelsrechtlichen Jahresabschluss, DB 2003, S. 837-840
- RUH, Hartmut (2004): Die langfristige Aktienrendite in Deutschland - ein Spiegelbild der Realwirtschaft?, FB 2004, S. 763-774
- SCHADEN, Michael / KÄSHAMMER, Daniel (2007a): Die Neuregelung des § 8a KStG im Rahmen der Zinsschranke, BB 2007, S. 2259-2266
- SCHADEN, Michael / KÄSHAMMER, Daniel (2007b): Der Zinsvortrag im Rahmen der Regelungen zur Zinsschranke, BB 2007, S. 2317-2323
- SCHEFFLER, Wolfram (2007): Hinzurechnung von Leasingraten nach der Unternehmensteuerreform 2008: Verlust des Leasingvorteils und Verzerrung der Pauschalierung, BB 2007, S. 874-879
- SCHIEMANN, Maik (2008): Thesaurierungsbesteuerung nach § 34a EStG bei Personenunternehmen, Stbg 2008, S. 141-147
- SCHMALENBACH, Eugen (1918): Die Werte von Anlagen und Unternehmen in der Schätztechnik, ZfHF 1918, S. 1-20
- SCHMIDBAUER, Rainer (2002a): Die Berücksichtigung der Steuern in der Unternehmensbewertung - Analyse der Auswirkungen des StSenkG, FB 2002, S. 209-220

- SCHMIDBAUER, Rainer (2002b): Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung nach dem StSenkG - Diskussion auf Irrwegen?, BB 2002, S. 1251-1257
- SCHMIDBAUER, Rainer (2002c): Die Bewertung von Konzernen als Problem in der Theorie der Unternehmensbewertung, DStR 2002, S. 1542-1548
- SCHMIDT, Andreas (1994): Unternehmensbewertung ausländischer Gesellschaften, DB 1994, S. 1149-1155
- SCHMIESZEK, Hans-Peter / DEBUS, Andrea (2007): Jahressteuergesetz 2008 - Die wichtigsten Neuerungen und Änderungen im Überblick, Nürnberg 2007
- SCHMITT, Dirk / DAUSEND, Florian (2006a): Empirische Befunde zum Tax CAPM, FB 2006, S. 153-162
- SCHMITT, Dirk / DAUSEND, Florian (2006b): Unternehmensbewertung mit dem Tax CAPM, FB 2006, S. 233-242
- SCHMITT, Michael (2007): Unternehmensteuerreform 2008: Personengesellschaften, Stbg 2007, S. 573/580-592
- SCHMUSCH, Matthias / LAAS, Tim (2006): Werthaltigkeitsprüfungen nach IAS 36 in der Interpretation von IDW RS HFA 16, WPg 2006, S. 1048-1060
- SCHNITTER, Georg (2007): Unternehmensteuerreform 2008: Kapitalgesellschaften, Nürnberg 2007
- SCHREIBER, Ulrich (2007): Reform der Unternehmensbesteuerung: ökonomische Auswirkungen bei Unternehmen mit inländischer Geschäftstätigkeit, BB 2007, S. 1099-1105
- SCHÜLER, Andreas (2000): Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren, DStR 2000, S. 1531-1536

- SCHÜLER, Andreas / KROTTER, Simon (2007):  
Unternehmenswertorientierte Finanzierungsentscheidung vor dem  
Hintergrund der Unternehmensteuerreform 2008, DB 2007, S.  
2325-2326
- SCHÜLER, Andreas / LAMPENIUS, Niklas (2007a): Bewertungspraxis auf  
dem Prüfstand: Wachstumsannahmen, BewP 2007, S. 2-6
- SCHÜLER, Andreas / LAMPENIUS, Niklas (2007b): Wachstumsannahmen  
in der Bewertungspraxis: eine empirische Untersuchung ihrer Im-  
plikationen, BFuP 2007, S. 232-248
- SCHÜLER, Andreas / SCHWETZLER, Bernhard (2006):  
Unternehmensbewertung und Rückstellung: die Bedeutung der  
Mittelverwendungsannahme, FB 2006, S. 249-252
- SCHULTES-SCHNITZLEIN, Stefan / KEESE, Christian (2007): Steuersatz-  
ermäßigung für Personengesellschaften, NWB 2007, S. 2841-  
2852
- SCHULTZE, Wolfgang (2005): Unternehmensbewertung und  
Halbeinkünfteverfahren - Steuervorteile aus der Finanzierung  
deutscher Kapitalgesellschaften -, DBW 2005, S. 237-257
- SCHULTZE, Wolfgang / DINH THI, Tam P. (2007): Kapitalwertneutrale Wie-  
deranlage in der Unternehmensbewertung: Die Ermittlung der  
Mindestrenditen von Kapitalgesellschaften bei Thesaurierung, ZfB  
2007, S. 1179-1216
- SCHUMANN, Jörg (2005): Residualgewinn-orientierte Unternehmensbewer-  
tung im Halbeinkünfteverfahren: Äquivalenz- und Transparenz-  
aspekte, FB 2005, S. 22-31
- SCHWETZLER, Bernhard (1998): Gespaltene Besteuerung, Ausschüttungs-  
sperrvorschriften und bewertungsrelevante Überschüsse bei der  
Unternehmensbewertung, WPg 1998, S. 695-705
- SCHWETZLER, Bernhard (2002): Unternehmensbewertung und Risiko, DB  
2002, S. 390-391



- SCHWETZLER, Bernhard (2004): Was impliziert die Wachstumsformel des IDW S1?, FB 2004, S. 198-203
- SCHWETZLER, Bernhard (2005a): Halbeinkünfteverfahren und Ausschüttungsäquivalenz, WPg 2005, S. 601-616
- SCHWETZLER, Bernhard (2005b): Ausschüttungsäquivalenz, inflationsbedingtes Wachstum und Nominalrechnung in IDW ES 1 n.F., WPg 2005, S. 1125-1129
- SCHWETZLER, Bernhard (2006): Unternehmensbewertung bei Rückstellungen, Mittelverwendungannahme und APV-Bewertungsmodell, BFuP 2006, S. 109-127
- SCHWETZLER, Bernhard (2007): "Nebeneinander" von organischem und thesaurierungsbedingtem Wachstum in der Unternehmensbewertung?, BewP 2007, S. 2-6
- SCHWETZLER, Bernhard (2008): Konsistente Nominalrechnung in der Unternehmensbewertung, BewP 2008, S. 15-19
- SIEBEN, Günter (1963): Der Substanzwert der Unternehmung, Wiesbaden 1963
- SIEBEN, Günter (1995): Unternehmensbewertung: Discounted Cash Flow-Verfahren und Ertragswertverfahren - Zwei völlig unterschiedliche Ansätze?, in: Lanfermann, Josef (Hrsg.): Festschrift zum 65. Geburtstag von Hans Havermann, Düsseldorf 1995, S. 713-737
- SIEBEN, Günter (1998): Schmalenbachs Auffassung von der Unternehmensbewertung, BFuP 1998, S. 189-203
- SIEGEL, Theodor (1997): Steuern in der Unternehmensbewertung bei Wachstum und Risiko, DB 1997, S. 2389-2392
- SIEPE, Günter (1986): Das allgemeine Unternehmerrisiko bei der Unternehmensbewertung (Ertragswertermittlung), DB 1986, S. 705-708

- SIEPE, Günter (1997a): Die Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung (Teil I), WPg 1997, S. 1-10
- SIEPE, Günter (1997b): Die Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung (Teil II), WPg 1997, S. 37-44
- SIEPE, Günter (1998): Unternehmensbewertung: Ermittlung des Ertragswerts nach Einkommensteuer und Risiko und Wachstum, DB 1998, S. 382-387
- STAATS, Wedelin / RENGGER, Stefan (2007): Hebelt ein Logikfehler des Gesetzgebers die Zinsschranke aus?, DStR 2007, S. 1801-1803
- STEHLE, Richard (2004): Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, WPg 2004, S. 906-927
- STEHLE, Richard / HAUSLADEN, Julie (2004): Die Schätzung der US-amerikanischen Risikoprämie auf Basis der historischen Renditezeitreihe, WPg 2004, S. 928-939
- STEINER, Manfred / WALLMEIER, Martin (1999): Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Methoden und dem Economic Value Added-Konzept, FB 1999, S. 1-10
- STRECK, Michael (2007): Die Unternehmensteuerreform 2008, NJW 2007, S. 3176-3184
- STREITFERDT, Felix (2003): Finanzierungspolitik bei ewigem Wachstum und ihre Auswirkung auf den Unternehmenswert, FB 2003, S. 273-279
- STREITFERDT, Felix (2004a): Ertragsteuerliche Verlustvorträge in den DCF-Verfahren zur Unternehmensbewertung, ZfB 2004, S. 669-693
- STREITFERDT, Felix (2004b): Unternehmensbewertung mit dem WACC-Verfahren bei konstantem Verschuldungsgrad, FB 2004, S. 43-49

- STREITFERDT, Felix (2008): Unternehmensbewertung mit den DCF-Verfahren nach der Unternehmensteuerreform 2008, FB 2008, S. 268-276
- STRUNK, Günther (2007): Unternehmensteuerreform 2008 - Erste Anmerkungen zum Referentenentwurf vom 5.2.2007 -, Stbg 2007, S. 101-105
- STRUNK, Günther (2008): Verlustabzugsbeschränkungen für Körperschaften gem. § 8c KStG - Erste Analyse des Entwurfs eines BMF-Schreibens vom 20.2.2008, Stbg 2008, S. 192-195
- STRUNK, Günther / KAMINSKI, Bert (2008): Hinzurechnung von Finanzierungsanteilen gem. § 8 Nr. 1 GewStG - Entwurf eines gleichlautenden Erlasses der obersten Finanzbehörden der Länder vom 20.2.2008 -, Stbg 2008, S. 167-172
- TIMMRECK, Christian (2002): Beta-Faktoren - Anwendungsprobleme und Lösungsansätze, FB 2002, S. 300-307
- TÖBEN, Thomas / FISCHER, Hardy (2007): Die Zinsschranke - Regelungskonzept und offene Fragen, BB 2007, S. 974-978
- UZIK, Martin / WEISER, Felix (2003): Kapitalkostenbestimmung mittels CAPM oder MCPM?, FB 2003, S. 705-718
- VIGELIUS, Christoph (2000): Aktienrückkauf am Neuen Markt, FB 2000, S. 221-230
- VISKORF, Stephan / MICHEL, Bettina (2007): Stimmrechtsübertragung und vergleichbare Sachverhalte im Rahmen des § 8c KStG, DB 2007, S. 2561-2565
- VOLK, Gerrit (2005): Qualitative Aspekte der Unternehmensbewertung, DStR 2005, S. 752-758

- WAGNER, Franz W. (2007): Der Einfluss der Besteuerung auf zivilrechtliche Abfindungs- und Ausgleichsansprüche bei Personengesellschaften, WPg 2007, S. 929-937
- WAGNER, Franz W. / DIRRIGL, Hans (1981): Der Einfluß der Körperschaftsteuer auf den Unternehmenswert, BFuP 1981, S. 130-145
- WAGNER, Franz W. / RÜMMELE, Peter (1995): Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung: Zum Einfluß von Steuerrechtsänderungen, WPg 1995, S. 433-441
- WAGNER, Johann / STAATS, Wendelin (2007): Die Behandlung geringwertiger Wirtschaftsgüter im Handels-, Steuer- und Investitionszulagenrecht nach dem Unternehmensteuerreformgesetz 2008, DB 2007, S. 2395-2398
- WAGNER, Wolfgang / JONAS, Martin / BALLWIESER, Wolfgang / TSCHÖPEL, Andreas (2004): Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), WPg 2004, S. 889-898
- WAGNER, Wolfgang / JONAS, Martin / BALLWIESER, Wolfgang / TSCHÖPEL, Andreas (2006): Unternehmensbewertungen in der Praxis - Empfehlungen und Hinweise zur Anwendung von IDW S 1, WPg 2006, S. 1005-1028
- WALLMEIER, Martin (1999): Kapitalkosten und Finanzierungsprämissen, ZfB 1999, S. 1473-1490
- WANGLER, Clemens / KRATZ, Norbert (2005): Unternehmensbewertung bei nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen: Das Problem der Ermittlung entscheidungsrelevanter Kapitalkosten, FB 2005, S. 169-176

- WARTENBERG, Ludolf von: BDI fordert Abschaffung der Gewerbesteuer,  
Online im Internet, URL:  
<http://www.dradio.de/dkultur/sendungen/tacheles/396542>, Abfrage vom 19.04.2008
- WASMANN, Dirk / GAYK, Thorsten (2005): SEEG und IDW ES 1 n. F.:  
Neues im Spruchverfahren, BB 2005, S. 955-957
- WEBER, Eberhard (1993): Die Bewertung von ausländischen Unternehmen,  
DStR 1993, S. 1270-1276
- WEBER, Klaus (2007): Rechtsformwahl Auswirkungen der Unternehmens-  
steuerreform 2008, NWB 2007, S. 3031-3062
- WEBER, Theo (2000): Methoden der Unternehmensbewertung unter Be-  
rücksichtigung von Ertragsteuern und Finanzierungspolitik, FB  
2000, S. 464-473
- WEGENER, Wolfgang (2008): Auswirkungen der Steuerreform auf den ob-  
jektivierten Unternehmenswert von Kapitalgesellschaften, DStR  
2008, S. 935-942
- WEISER, M. Felix (2003): Marktgestützte Realoptionsbewertung von Unter-  
nehmen, FB 2003, S. 279-283
- WEIZSÄCKER, Robert K. von / KREMPEL, Katja (2004): Risikoadäquate  
Bewertung nicht-börsennotierter Unternehmen - ein alternatives  
Konzept, FB 2004, S. 808-814
- WENZEL, Klaus / HOFFMANN, Andreas (2008): Unternehmensbewertung  
nach IDW ES 1 i.d.F. 2007 (Entwurfassung), BBK 2008, S. 193-  
208
- WIDMANN, Bernd / SCHIESZL, Sven / JEROMIN, Axel (2003): Der Kapitali-  
sierungszinssatz in der praktischen Unternehmensbewertung, FB  
2003, S. 800-810

- WIESE, Götz (2007): Der Untergang des Verlust- und Zinsvortrages bei Körperschaften - Zu § 8c KStG i.d.F. des Regierungsentwurfs eines Unternehmensteuerreformgesetzes 2008, DStR 2007, S. 741-750
- WIESE, Jörg (2003): Bedingungen für die Irrelevanz persönlicher Steuern im Capital Asset Pricing Model mit deutschem Steuersystem, Online im Internet, URL: <http://www.intranet-lehrstuhl.bwl.uni-muenchen.de/dispatch/Publikation/Volltexte/3291.pdf>, Abfrage vom 23.07.2007, S. 1-42
- WIESE, Jörg (2004): Unternehmensbewertung mit dem Nachsteuer-CAPM?, Online im Internet, URL: [http://www.rwp.bwl.uni-muenchen.de/files/publikationen/pwiese/nachsteuer\\_capm\\_04.pdf](http://www.rwp.bwl.uni-muenchen.de/files/publikationen/pwiese/nachsteuer_capm_04.pdf), Abfrage vom 23.07.2007, S. 1-37
- WIESE, Jörg (2005): Wachstum und Ausschüttungsannahmen im Halbeinkünfteverfahren, WPg 2005, S. 617-623
- WIESE, Jörg (2006a): Das Nachsteuer-CAPM im Mehrperiodenkontext, FB 2006, S. 242-248
- WIESE, Jörg (2006b): DCF-Verfahren bei Wachstum, Teilausschüttung und persönlicher Besteuerung, Online im Internet, URL: <http://www.intranet-lehrstuhl.bwl.uni-muenchen.de/dispatch/Publikation/Volltexte/3878.pdf>, Abfrage vom 23.07.2007, S. 1-33
- WIESE, Jörg (2006c): Das Nachsteuer-CAPM im Mehrperiodenkontext, Online im Internet, URL: <http://www.intranet-lehrstuhl.bwl.uni-muenchen.de/dispatch/Publikation/Volltexte/3923.pdf>, Abfrage vom 23.07.2007, S. 1-11
- WIESE, Jörg (2006d): Die Modigliani/Miller-Theoreme und Ausschüttungspolitik, Online im Internet, URL: <http://www.intranet-lehrstuhl.bwl.uni-muenchen.de/dispatch/Publikation/Volltexte/3932.pdf>, Abfrage vom 23.07.2007, S. 1-34

- WIESE, Jörg (2007a): Das Nachsteuer-CAPM im Mehrperiodenkontext - Replik zu der Stellungnahme von Rapp/Schwetzler auf den Beitrag aus FB 2006 S. 242ff. -, FB 2007, S. 116-120
- WIESE, Jörg (2007b): Unternehmensbewertung und Abgeltungsteuer, WPg 2007, S. 368-375
- WIESE, Jörg (2007c): Unternehmensbewertung unter neuen steuerlichen Rahmenbedingungen, Online im Internet, URL: <http://www.intranet-lehrstuhl.bwl.uni-muenchen.de/dispatch/Publication/Volltexte/3942.pdf>, Abfrage vom 09.01.2007, S. 1-31
- WIESE, Jörg / GAMPENRIEDER, Peter (2007): Kapitalmarktorientierte Bestimmung des Basiszinses, ST 2007, S. 442-448
- WILHELM, Jochen (2005): Unternehmensbewertung - Eine finanzmarkttheoretische Untersuchung, ZfB 2005, S. 631-665
- WILTS, Rainer / SCHALDT, Klaus / NOTTMEIER, Andreas / KLASSEN, Bernadette (2004): Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung, FB 2004, S. 508-514
- WINKELJOHANN, Norbert / FUHRMANN, Sven (2007): Renaissance der Personengesellschaften in der betrieblichen Rechtsformwahl?, BFuP 2007, S. 464-482
- WITTGENS, Jonas / REDEKE, Julian (2007): Zu aktuellen Fragen der Unternehmensbewertung im Spruchverfahren, ZIP 2007, S. 2015-2020
- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES (2007): Annual Report and Statistics 2006, Online im Internet, URL: <http://www.world-exchanges.org/publications/WFE%20Annual%20Report%202006.pdf>, Abfrage vom 30.03.2008

WÜSTEMANN, Jens (2007): Basiszinssatz und Risikozuschlag in der Unternehmensbewertung: aktuelle Rechtsprechungsentwicklungen, BB 2007, S. 2223-2228

ZEIDLER, Gernot W. / SCHÖNIGER, Stefan / TSCHÖPEL, Andreas (2008): Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf Unternehmensbewertungskalküle, FB 2008, S. 276-290

ZIMMERMANN, Jochen / MEIER, Jan-Hendrik (2005): Möglichkeiten einer objektivierten Berücksichtigung von Rückstellungen in der Unternehmensbewertung, FB 2005, S. 654-658



## VII. Rechtsquellenverzeichnis

### a) Gesetze

**Aktiengesetz (AktG)** vom 06. September 1965 (BGBl. I 1965, S. 1089), zuletzt geändert durch Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16. Juli 2007 (BGBl. I 2007, S. 1330).

**Gesetz über die Besteuerung bei Auslandsbeziehungen (AStG)** vom 08. September 1972 (BGBl. I 1972, S. 1713), zuletzt geändert durch das Jahressteuergesetz 2008 (JStG 2008) vom 20. Dezember 2007 (BGBl. I 2007, S. 3150).

**Einkommensteuergesetz (EStG)** vom 16. Oktober 1934 (RGBl. I 1934, S. 1005), neu gefasst durch Bekanntmachung der Neufassung des Einkommensteuergesetzes vom 19. Oktober 2002 (BGBl. I 2002, S. 4210), zuletzt geändert durch das Jahressteuergesetz 2008 (JStG 2008) vom 20. Dezember 2007 (BGBl. I 2007, S. 3150).

**Handelsgesetzbuch (HGB)** vom 10. Mai 1897 (RGBl. 1897, S. 219), zuletzt geändert durch Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz) vom 21. Dezember 2007 (BGBl. I 2007, S. 3089).

**Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (StSenkG)** vom 23. Oktober 2000 (BGBl. I 2000, S. 1433).

**Gewerbsteuergesetz (GewStG)** vom 21. März 1991 (BGBl. I 1991, S. 814), neu gefasst durch Bekanntmachung der Neufassung des Gewerbsteuergesetzes vom 15. Oktober 2002 (BGBl. I 2002, S. 4167), zuletzt geändert durch das Jahressteuergesetz 2008 (JStG 2008) vom 20. Dezember 2007 (BGBl. I 2007, S. 3150).

**Jahressteuergesetz 2008 (JStG 2008)** vom 20. Dezember 2007 (BGBl. I 2007, S. 3150 – 3188).

**Körperschaftsteuergesetz (KStG)** vom 22. April 1999 (BGBl. I 1999, S. 817), neu gefasst durch Bekanntmachung vom 15. Oktober 2002 (BGBl. I 2002, S. 4144), zuletzt geändert durch das Jahressteuergesetz 2008 (JStG 2008) vom 20. Dezember 2007 (BGBl. I 2007, S. 3150).

**Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG)** vom 4. Juli 2008, Online im Internet, URL: [http://www.bundesrat.de/cln\\_090/nn\\_8336/SharedDocs/Drucksachen/2008/0401-500/448-08.templateId=raw,property=publicationFile.pdf/448-08.pdf](http://www.bundesrat.de/cln_090/nn_8336/SharedDocs/Drucksachen/2008/0401-500/448-08.templateId=raw,property=publicationFile.pdf/448-08.pdf), Abfrage vom 9. Juli 2008

**Solidaritätszuschlaggesetz 1995 (SolZG)** vom 23. Juni 1993 (BGBl. I 2002, S. 944, 975), neu gefasst durch Bekanntmachung vom 15. Oktober 2002 (BGBl. I 2002, S. 4130), zuletzt geändert durch Jahressteuergesetz 2008 (JStG 2008) vom 20. Dezember 2007 (BGBl. I 2007, S. 3150).

**Unternehmensteuerreformgesetz 2008 (UntStRefG)** vom 14. August 2007 (BGBl. I 2007, S. 1912-1938).

## **b) Gesetzesmaterialien**

**Referentenentwurf eines Unternehmensteuerreformgesetzes 2008 (RefE UntStRefG)** vom 5. Februar 2007, Online im Internet, URL: [http://www.bundesfinanzministerium.de/lang\\_de/DE/Aktuelles/Aktuelle\\_\\_Gesetze/Referentenentwuerfe/002\\_\\_a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/lang_de/DE/Aktuelles/Aktuelle__Gesetze/Referentenentwuerfe/002__a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf), Abfrage vom 15. Februar 2007.

**Regierungsentwurf eines Unternehmensteuerreformgesetzes 2008 (RegE UntStRefG)** vom 14. März 2007, Online im Internet, URL: [http://www.bundesfinanzministerium.de/lang\\_de/DE/Aktuelles/Aktuelle\\_\\_Gesetze/Gesetzesentwuerfe/030\\_\\_a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/lang_de/DE/Aktuelles/Aktuelle__Gesetze/Gesetzesentwuerfe/030__a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf), Abfrage vom 15. März 2007.

### **Regierungsentwurf eines Jahressteuergesetz 2008 (RegE JStG 2008)**

vom 28. November 2007, Online im Internet, URL:

[http://www.bundesfinanzministerium.de/cIn\\_01/lang\\_de/nn\\_216/DE/Aktuelles/Aktuelle\\_\\_Gesetze/Gesetzentwuerfe\\_\\_Arbeitsfassungen/046\\_\\_1,templateId=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/cIn_01/lang_de/nn_216/DE/Aktuelles/Aktuelle__Gesetze/Gesetzentwuerfe__Arbeitsfassungen/046__1,templateId=raw,property=publicationFile.pdf), Abfrage vom 19. April 2008.

### **Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (RegE MoRaKG) vom 15.**

August 2007, Online im Internet, URL:

[http://www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_216/DE/BMF\\_\\_Startseite/Aktuelles/Aktuelle\\_\\_Gesetze/Gesetzentwuerfe\\_\\_Arbeitsfassungen/047\\_\\_a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_216/DE/BMF__Startseite/Aktuelles/Aktuelle__Gesetze/Gesetzentwuerfe__Arbeitsfassungen/047__a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf), Abfrage vom 02. September 2007.

### **Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Bilanz-**

**rechts (RegE BilMoG) vom 21. Mai 2008, Online im Internet,**

URL: <http://www.bmj.de/files/-/3152/RegE%20BilMoG.pdf>, Abfrage vom 22. Mai 2008.

## **c) Sonstige rechtsquellenähnliche Dokumente**

### **Koalitionsvertrag von CDU, CSU und SPD (Koalitionsvertrag) vom 11.**

November 2005, Online im Internet, URL:

[http://koalitionsvertrag.spd.de/servlet/PB/show/1645854/111105\\_Koalitionsvertrag.pdf](http://koalitionsvertrag.spd.de/servlet/PB/show/1645854/111105_Koalitionsvertrag.pdf), Abfrage vom 18. April 2008.

## VIII. Verzeichnis der Verwaltungsanweisungen

### a) Bundesfinanzministerium

#### **BMF-Schreiben zur Zinsschranke (§ 4h EStG, § 8a KStG) vom 4. Juli**

2008, IV C 7 -S 2742-a/07/10001, Online im Internet, URL:  
[http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/BMF\\_\\_Startseite/Aktuelles/BMF\\_\\_Schreiben/Veroeffentlichungen\\_\\_zu\\_\\_Steuerarten/koerperschaftsteuer\\_\\_umwandlungsteuerrecht/052\\_\\_a\\_\\_zinsschranke,templateId=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/BMF__Startseite/Aktuelles/BMF__Schreiben/Veroeffentlichungen__zu__Steuerarten/koerperschaftsteuer__umwandlungsteuerrecht/052__a__zinsschranke,templateId=raw,property=publicationFile.pdf), Abfrage vom 13. Juli 2008.

#### **Entwurf eines BMF-Schreibens zu Verlustabzugsbeschränkung für**

**Körperschaften (§ 8c KStG) vom 20. Februar 2008**, Online im Internet, URL: [http://www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_324/DE/Wirtschaft\\_\\_und\\_\\_Verwaltung/Steuern/Veroeffentlichungen\\_\\_zu\\_\\_Steuerarten/Weitere\\_\\_Informationen\\_\\_Links/001\\_\\_anl2,templateId=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_324/DE/Wirtschaft__und__Verwaltung/Steuern/Veroeffentlichungen__zu__Steuerarten/Weitere__Informationen__Links/001__anl2,templateId=raw,property=publicationFile.pdf), Abfrage vom 13. März 2008.

### b) Oberste Finanzbehörden der Länder

#### **Entwurf eines Gleichlautenden Erlasses der obersten Finanzbehörden der Länder zu Anwendungsfragen zur Hinzurechnung von Finanzierungsanteilen nach § 8 Nr. 1 GewStG in der Fassung des Unternehmensteuerreformgesetzes 2008 vom 14. August 2007**

vom 20. Februar 2008, Online im Internet, URL:  
[http://www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_324/DE/Wirtschaft\\_\\_und\\_\\_Verwaltung/Steuern/Veroeffentlichungen\\_\\_zu\\_\\_Steuerarten/Weitere\\_\\_Informationen\\_\\_Links/001\\_\\_anl1,templateId=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_324/DE/Wirtschaft__und__Verwaltung/Steuern/Veroeffentlichungen__zu__Steuerarten/Weitere__Informationen__Links/001__anl1,templateId=raw,property=publicationFile.pdf), Abfrage vom 13. März 2008.