

Gernot W. Zeidler / Stefan Schöniger / Andreas Tschöpel

Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf Unternehmensbewertungskalküle

Gernot W. Zeidler, WP/StB, und Stefan Schöniger, WP/StB, sind Partner, Dr. Andreas Tschöpel, CIIA/CEFA, ist Associate Director bei KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Die Verf. sind im Bereich Advisory/Corporate Finance mit dem Schwerpunkt Unternehmensbewertung tätig.

I. Einleitung

Die Notwendigkeit der Erhebung von Steuern ist in Theorie und Praxis grundsätzlich akzeptiert¹⁾. Untersuchungen über die Folgewirkungen der Steuererhebung auf das Handeln der Steuerpflichtigen münden regelmäßig in der Forde-

derung nach Steuersystemen, die den Anforderungen der Entscheidungs-, Investitions- und Finanzierungsneutralität²⁾ genügen und damit wesentliche Voraussetzungen für eine optimale Kapitalallokation erfüllen³⁾. Ausgehend vom Ziel individueller Nutzenmaximierung ist für Eigner von Unternehmensanteilen die Maximierung des Unternehmenswerts als Primärziel unternehmerischer Entscheidungen isolierbar⁴⁾. In der Praxis existierende Steuersysteme erfüllen die genannten Neutralitätsbedingungen regelmäßig nicht⁵⁾. Unternehmenswerte werden deshalb durch eine veränderte Besteuerung beeinflusst; Änderungen bestehender Steuersysteme erfordern daher die Anpassung von Bewertungskalkülen (bis hin zur Antizipation veränderter Verhaltensweisen der steuerpflichtigen Anteilseigner als Folge der veränderten steuerlichen Rahmenbedingungen).

Die Bestimmung objektiver Unternehmenswerte erfolgt in der Bewertungspraxis grund-

sätzlich unter Anwendung des IDW Standards „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1)“⁶⁾. Die erste umfassende Überarbeitung des 1999 als Entwurf vorgestellten⁷⁾ und 2000 vom Hauptfachausschuss des IDW verabschiedeten Standards⁸⁾ erfolgte im Jahr 2005⁹⁾. Maßgeblicher Anlass der Überarbeitung waren die mit Inkrafttreten des StSenkG¹⁰⁾ signifikanten Än-

- 1) Vgl. z.B. Homburg, *Allgemeine Steuerlehre*, 5. Aufl. 2007.
- 2) Zu den Begriffen Entscheidungs-, Investitions- und Finanzierungsneutralität vgl. Schreiber, *Die betriebswirtschaftliche Steuerlehre als Lehre von den ökonomischen Wirkungen des Steuerrechts*, Diskussionspapier Nr. 183, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hannover, Hannover 1993 S. 3 f.; Schneider, *Investition, Finanzierung und Besteuerung*, 7. Aufl. 1992, S. 203 ff.
- 3) Vgl. zu weiteren Ausführungen zu optimalen Steuersystemen Homburg, a.a.O. (Fn. 1).
- 4) Vgl. grundlegend Brealey/Myers/Allen, *Principles of Corporate Finance*, 2007.
- 5) Lediglich die Ansätze einer in 1994 in Kroatien eingeführten und zwischenzeitlich bereits wieder abgeschafften zinsbereinigten Einkommensteuer stellen hier eine Ausnahme dar.
- 6) Die Ermittlung subjektiver Grenzpreise ist ebenfalls unter Anwendung des IDW S 1 möglich. Die Bestimmung subjektiver Grenzpreise wird im Rahmen der nachfolgenden Untersuchung ausgeklammert.
- 7) Vgl. WPg 1999 S. 200 ff.
- 8) Vgl. WPg 2000 S. 825 ff.
- 9) Vgl. WPg 2005 S. 1303 ff.
- 10) (Fußnote 10 auf S. 277)

derungen der Besteuerung in Deutschland durch die Ablösung des einkommensteuerlichen Anrechnungsverfahrens durch eine definitive Körperschaftsteuerbelastung auf Unternehmensebene verbunden mit dem einkommensteuerlichen Halbeinkünfteverfahren. Die nachfolgende Fachdiskussion zu der Adäquanz bestehender Bewertungsprämissen hinsichtlich der optimalen Ausschüttungspolitik¹¹⁾, der relevanten Alternativinvestition (Anleihe oder Aktienportfolio)¹²⁾ sowie der konsistenten Abbildung der Besteuerung beim Bewertungsobjekt und der Alternativinvestition¹³⁾ führten zu der Neufassung des IDW-Standards S 1 im Jahr 2005 und zu Empfehlungen zur Veränderung der Bewertungskalküle¹⁴⁾, die im Anschluss Gegenstand weiterer Fachdiskussionen waren¹⁵⁾, sich jedoch mittlerweile in der Bewertungstheorie und -praxis durchgesetzt haben und auch bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Bewertungsanlässen (wie Verschmelzungen, Abschluss von Unternehmensverträgen, Ausschluss von Minderheitsaktionären) überwiegend anerkannt worden sind.

Die Halbwertszeit steuerlicher Regelungen in Deutschland scheint sich zu verkürzen. Während das Anrechnungsverfahren immerhin 24 Jahre (von 1977 bis einschließlich 2000) galt, war dem einkommensteuerlichen Halbeinkünfteverfahren lediglich eine Lebensdauer von acht Jahren beschieden; es wird zum 01.01.2009 durch das System der Abgeltungssteuer abgelöst. Begleitet werden die Veränderungen bei der Einkommensteuer durch Neuregelungen bei den Unternehmenssteuern, die bereits zum 01.01.2008 in Kraft traten¹⁶⁾. Die Folgewirkungen auf die Bewertungskalküle werden in der Literatur kontrovers diskutiert¹⁷⁾. Praktische Implementierungsschwierigkeiten sowie unvollständige analytische Untersuchungen führten teilweise zur Forderung, zukünftig die Einkommensteuer nicht mehr in den Bewertungskalkülen zu berücksichtigen¹⁸⁾. Die Komplexität der Berücksichtigung der Einkommensteuer in den Bewertungskalkülen ist allerdings nicht neu; zudem ist und bleibt ihre Abbildung sowohl aus theoretischer als auch aus praktischer Sicht geboten¹⁹⁾. Auch die Verf. sehen in den jüngsten Änderungen des deutschen Steuersystems keinen hinreichenden Grund für eine Abkehr von der Einbeziehung der Einkommensteuer in den Bewertungskalkül für objektivierte Wertermittlungen²⁰⁾. Vor diesem Hintergrund zeigt der nachfolgende Beitrag die notwendigen Anpassungen der Bewertungskalküle und Bewertungsprämissen sowie Möglichkeiten zur Operationalisierung erforderlicher, bislang jedoch empirisch noch nicht unterlegter Bewertungsparameter.

II. Änderung steuerlicher Rahmenbedingungen durch die Unternehmensteuerreform 2008

Nachfolgend werden in einem Kurzüberblick die wesentlichen bewertungsrelevanten Änderungen der Unternehmensteuerreform 2008 dargestellt²¹⁾.

1. Unternehmensteuern

Die nachfolgend dargestellten Änderungen gelten zum 01.01.2008, soweit das Wirtschaftsjahr dem Kalenderjahr entspricht.

Körperschaftsteuer

Der Körperschaftsteuersatz wird von 25% auf 15% abgesenkt. Die Einführung einer sog. Zins-schranke beschränkt den Abzug von Fremdkapitalzinsen auf 30% des Ergebnisses vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA)²²⁾. Überschießender Zinsaufwand ist vortragsfähig.

Gewerbsteuer

Die Gewerbesteuermesszahl wird von bisher 5,0% auf 3,5% abgesenkt. Für natürliche Personen und Personengesellschaften entfällt die Staffelung der Steuermesszahlen. Die Gewerbesteuer mindert zukünftig weder die eigene noch die körperschaftsteuerliche bzw. einkommensteuerliche Bemessungsgrundlage. Die Hinzurechnungen zur Ableitung der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage werden wie folgt modifiziert²³⁾:

- 25% des Zinsaufwands (unabhängig von der Laufzeit der Verbindlichkeit);

10) Vgl. Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (Steuersenkungsgesetz – StSenkG) vom 23.10.2000, BGBl. I 2000 S. 1433 ff.

11) Vgl. Laitenberger/Tschöpel, WPg 2003 S. 1357 ff.; Schmidbauer, FB 2002 S. 214 ff.; Löhr, BB 2001 S. 355; Hötzel/Beckmann, WPg 2001 S. 699; Drukarczyk, WPg 1995 S. 329 ff.

12) Vgl. IDW (Hrsg.), WP-Handbuch 2002, Rdn. 288 m.w.N.; zu einer empirischen Untersuchung in der Praxis verwendeter Kapitalisierungssinnsätze vgl. Peemöller/Kunowski/Hillers, WPg 1999 S. 621 ff.; Richter, BFuP 1996 S. 698 ff.

13) Vgl. Ollmann/Richter, in: Kleineindam (Hrsg.), FS L. Fischer, 1999, S. 159 ff.; Laitenberger, FB 2000 S. 546 ff.; Löffler, FB 2001 S. 593 f.; Laitenberger/Bahr, FB 2002 S. 703 ff.; Wagner, in: Wagner (Hrsg.), FS Stehle, 1997, S. 201 ff.; Schwetzler, WPg 1998 S. 695 ff.

14) Vgl. hierzu insb. die Begleitartikel von Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPg 2004 S. 889 ff.; Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPg 2006 S. 1005 ff.; Jonas/Löffler/Wiese, WPg 2004 S. 898 ff.; Stehle, WPg 2004 S. 906 ff.; Koziowski/Dirschel/Keller, UM 2005 S. 69 ff.

15) Vgl. insb. Beyer/Gaar, FB 2005 S. 240 ff.; Ehrhardt/Nowak, AG Sonderheft 2005 S. 3 ff.; Gampenrieder, Versicherungswirtschaft 2005 S. 570 ff.; Gebhardt/Daske, WPg 2005 S. 649 ff.; Hillmer, FB 2005 S. 423 ff.; Knoll, WPg 2005 S. 1220 ff.; Knoll/Wenger, WiSt 2005 S. 241 ff.; Knoll, AG Sonderheft 2005 S. 39 ff.; Kunowski, DStR 2005 S. 569 ff.; Kruschwitz/Löffler, WPg 2005 S. 73ff.; Peemöller/Beckmann/Meitner, BB 2005 S. 90 ff.; Schulz/Stehle, AG Sonderheft 2005 S. 22 ff.; Schwetzler, WPg 2005 S. 601 ff.; Schwetzler, WPg 2005 S. 1125 ff.; Wenger, AG Sonderheft 2005 S. 9 ff.; Wiese, WPg 2005 S. 617 ff.

16) Vgl. BGBI. I 2007 S. 1912 ff.

17) Vgl. Ballwieser/Kruschwitz/Löffler, WPg 2007 S. 765 ff.; Wiese, WPg 2007 S. 368 ff.; Hommel/Pauly, BB 2007 S. 1155 ff.; Dausend/Schmitt, FB 2007 S. 287 ff.; Aders, BewertungsPraktiker 2007 S. 2 ff.

18) Vgl. Aders, BewertungsPraktiker 2007 S. 7.

19) Vgl. hierzu insbesondere Ballwieser/Kruschwitz/Löffler, WPg 2007 S. 765 ff. m.w.N.

20) So bereits König/Zeidler, DStR 1996 S. 1098 ff.; vgl. auch Ballwieser/Kruschwitz/Löffler, WPg 2007 S. 767. Den Verf. sind zudem die theoretischen Probleme bei der Berücksichtigung von Steuern und Unsicherheit bekannt, vgl. hierzu insbesondere Kruschwitz/Löffler, WPg 2005 S. 73 ff.

21) Für umfassenden Überblick und Würdigung vgl. Herzig, WPg 2007 S. 7 ff.; Kessler/Ortmann-Babel/Zipfel, BB 2007 S. 523 ff.; Scheffler, BB 2007 S. 874 ff.; Schreiber/Ruf, BB 2007 S. 1099 ff.; Ott, StuB 2007 S. 203 f.

22) Unter Berücksichtigung einer Freigrenze, der sog. Konzernklausel und des Eigenkapitalvergleichs.

23) Unter Berücksichtigung eines Freibetrags.

- 25 % des pauschalierten Finanzierungsanteils von Mieten (i. H. v. 20 % bei beweglichen Wirtschaftsgütern, 75 % bei unbeweglichen Wirtschaftsgütern und 25 % bei Pachten, Leasingraten und Lizenzen).

Die Regelungen zur Zinsschranke bei der Körperschaftsteuer sind analog bei der Gewerbesteuer zu berücksichtigen.

2. Einkommensteuer

Zum 01.01.2009 erfolgt die Einführung einer Abgeltungsteuer i. H. v. einheitlich 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag auf Kapitalerträge (Zinsen und Dividenden) sowie private Veräußerungsgewinne aus Wertpapiertransaktionen.

Korrespondierend zur Abschaffung der gestaffelten Steuermesszahlen der Gewerbesteuer bei natürlichen Personen und Personengesellschaften wurde zum 01.01.2008 der Anrechnungsfaktor zur Ermittlung der auf die Einkommensteuer anzurechnenden Gewerbesteuer von 1,8 auf 3,8 erhöht. Für bilanzierende Nicht-Kapitalgesellschaften besteht zudem zukünftig die Möglichkeit der Besteuerung thesaurierter Gewinne mit einem Einkommensteuersatz i. H. v. 28,25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag. Spätere Ausschüttungen dieser Gewinne unterliegen der Abgeltungssteuer²⁴⁾.

III. Änderungen des Bewertungskalküls durch die Unternehmensteuerreform 2008

1. Einführendes Beispiel

Die Modifikationen des Bewertungskalküls werden anhand des folgenden Beispiels illustriert²⁵⁾. Die wesentlichen Bewertungsparameter – die steuerlichen Bewertungsparameter beziehen sich zunächst auf das alte Steuerrecht – lauten:

– Betafaktor	β	0,9%
– Marktrisikoprämie	MRP	5,5%
– Ausschüttungsquote	q	45,0%
– Gewerbesteuer-Hebesatz	HS	500%
– Gewerbesteuersatz	gew	20,0%
– Körperschaftsteuersatz	kst	25,0%
– typisierte Einkommensteuer	est	35,0%
– Solidaritätszuschlag	$solz$	5,5%

Nach bislang gültigem Steuerrecht war die Gewerbesteuer von ihrer eigenen Bemessungsgrundlage sowie der Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer abzugsfähig. Unter der Berücksichtigung des einkommensteuerlichen Halbeinkünfteverfahrens erfolgte die Aufteilung des Jahresüberschusses in den mit hälftiger typisierter Einkommensteuer zu belastenden Wertbeitrag aus Dividenden und den steuerfreien Wertbeitrag aus Thesaurierung, der fiktiv eine unmittelbare Zurechnung der zu Wertzuwächsen führenden Thesaurierungen an die Anteilseigner oder einen Aktienrückkauf abbildet (vgl. Abschn. III. 2. a). Der Saldo aus dem Wertbeitrag aus Dividenden und typisierter Einkommensteuer zuzüglich des Wertbeitrags aus Thesaurierung ergab die der Bewertung zugrunde zu legenden Nettoeinnahmen der Anteilseigner.

Altes Steuerrecht (Halbeinkünfteverfahren)	Tax-CAPM
	IDW S1
Ergebnis vor Steuern	100,00
Gewerbesteuer 20,00%	-20,00
Körperschaftsteuer incl. Solz 26,38%	-21,10
Jahresüberschuss	58,90
Wertbeitrag aus Dividenden	26,51
Wertbeitrag aus Thesaurierung	32,40
effektive Einkommensteuer auf Dividenden 17,50%	-4,64
Nettoeinnahme	54,26
Kapitalisierungszinssatz	8,200%
Unternehmenswert	661,73
Bestandteile des Kapitalisierungszinssatzes	
Basiszinssatz	5,000%
typisierte Einkommensteuer 35,0%	-1,750%
Risikozuschlag 5,5% x 0,9	4,950%
Dividendenrendite	4,005%
typisierte Einkommensteuer 35,0%/2=17,5%	0,701%
Rendite vor Einkommensteuer	8,901%
typisierte Einkommensteuer auf Dividenden	-0,701%
Rendite nach Einkommensteuer	8,200%

Tab. 1: Altes Steuerrecht (Halbeinkünfteverfahren)

Mithilfe des Tax-CAPM ist die Abbildung der unterschiedlichen Besteuerung von Zinsen und Dividenden im Kapitalisierungszinssatz möglich. Dieser setzt sich zusammen aus dem Basiszinssatz, reduziert um die Steuern auf Zinseinkünfte und der Marktrisikoprämie gem. Tax-CAPM als Differenz aus der versteuerten Rendite des Marktportfolios und dem versteuerten Basiszinssatz²⁶⁾. Die Marktrisikoprämie nach dem Tax-CAPM bewegte sich in einer Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 %²⁷⁾, in der Bewertungspraxis und im Beispiel wurden 5,5 % angesetzt. Die Differenz zwischen der Rendite vor (8,901 %) und nach (8,200 %) Einkommensteuer entspricht bei einer im Beispiel verwendeten Ausschüttungsquote von 45 % der Einkommensteuerbelastung auf die Dividenden.

2. Abbildung der Kursgewinnbesteuerung bei der Ableitung der Nettoeinnahmen

a) Abbildung von Kursgewinnen durch den Wertbeitrag aus Thesaurierung

Im Bewertungskalkül war unter Anwendung des bislang geltenden einkommensteuerlichen Halb-

24) Nachfolgend werden keine weiterführenden Untersuchungen zur Bewertung von Personengesellschaften unter den Bedingungen des neuen Steuerrechts vorgenommen.

25) Vgl. zur allgemeinen Vorgehensweise unter den Vorschriften des alten Steuersystems Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2004 S. 898 ff.; Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2006 S. 1010 ff., Unterschiede zur dortigen Berechnung resultieren ausschließlich aus der Berücksichtigung des Solidaritätszuschlags auf die Körperschaftsteuer sowie der Verwendung eines aktuellen Basiszinssatzes; abgebildet wird eine rein eigenfinanzierte inländische Kapitalgesellschaft, nicht thesaurierungsbedingtes Wachstum wird ausgeschlossen; zur Definition thesaurierungsbedingten Wachstums vgl. Laitenberger/Tschöpel, WPG 2003 S. 1357 ff.; Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2006 S. 1025 Anhang II.

26) Vgl. Gleichung (9) auf S. 282.

27) Vgl. IDW-Fachnachrichten, Nr. 1-2/2005.

Beispiel IDW S1 nach Halbeinkünfteverfahren unterschiedliche Abbildungsmöglichkeiten	Planjahr					Ewige Rente
	1	2	3	4	5	
Wertbeitrag aus Thesaurierung						
Nettoeinnahmen Wertbeitrag aus Thesaurierung	22,28	23,28	24,33	25,42	26,58	27,77 41,14
Summe Nettoeinnahmen	22,28	23,28	24,33	25,42	26,57	68,91
Kapitalisierungszinssatz	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%
Unternehmenswert zum 1.1.	732,12	765,12	799,61	835,65	873,32	912,68
Aktienrückkauf						
Nettoeinnahme aus Dividenden Nettoeinnahme aus Aktienrückkauf	22,28 33,00	22,28 33,00	22,28 33,00	22,28 33,00	22,28 33,00	22,28 33,00
Summe Nettoeinnahmen	55,28	55,28	55,28	55,28	55,28	55,28
Kapitalisierungszinssatz	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%
Unternehmenswert zum 1.1.	732,12					

Tab. 2: Beispiel IDW S1 nach Halbeinkünfteverfahren unterschiedliche Abbildungsmöglichkeiten

einkünfteverfahrens die Aufteilung des Jahresüberschusses in (einkommensteuerpflichtige) Dividendenzahlungen und (bislang steuerfreie) Wertbeiträge aus Thesaurierung notwendig. Der Wertbeitrag aus Thesaurierung stellte hierbei entweder den Wertzuwachs aus den zukünftig wachsenden (versteuerten²⁸!) Dividenden durch Reinvestition der thesaurierten Erträge oder den Wertzuwachs aus Aktienrückkäufen oder kombiniert auch beides dar²⁹. Während im bisherigen Steuersystem aufgrund fehlender Materialität eine strenge Interpretation des Wertbeitrags aus Thesaurierung als zukünftiges unendliches Dividendenwachstum oder Aktienrückkäufe und der hieran geknüpften einkommensteuerlichen Folgewirkungen nicht notwendig war³⁰, führt die zukünftige Besteuerung von Kursgewinnen nunmehr zu einer Typisierung des durch den Wertbeitrag aus Thesaurierung abgebildeten zukünftigen Zuflusses.

In den Arbeiten von Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel wurde gezeigt, wie der Werteinfluss thesaurierter Erträge im Bewertungskalkül berücksichtigt werden kann³¹. Hierbei wurden zunächst zwei unterschiedliche Zuflusspolitiken (Zufluss zukünftiger Erträge aus der Reinvestition thesaurierter Erträge im Unternehmen versus Auskehrung mittels Aktienrückkäufen) dargestellt, woraus identische Unternehmenswerte resultierten³². Während Ausschüttungen und Aktienrückkäufe grundsätzlich durch das Management des Unternehmens beeinflussbar sind (unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung), liegt die dritte Möglichkeit, die Berücksichtigung thesaurierter Erträge im Bewertungskalkül durch die Abbildung realisierter Kursgewinne, im Ermessensspielraum der Anteilseigner selbst. Ungeachtet dessen kann die Abbildung realisierter Kursgewinne analog zur Abbildung von Aktienrückkäufen dargestellt werden und führt somit auch hier zu identischen Bewertungsergebnissen³³.

In Anlehnung an das Beispiel von Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, abgebildet in Tab. 2³⁴, zeigt die Tab. 3 auf S. 280 idealisiert ein Unternehmen, an dem drei Anteilseigner beteiligt

sind³⁵, von denen ein Anteilseigner I jeweils seinen präferierten Zahlungsstrom durch die Veräußerung und ein zweiter Anteilseigner III durch den Erwerb von Anteilen realisiert. Aus Sicht der Gruppe von Aktionären lassen sich unter den gleichen Bewertungsprämissen des oben aufgegriffenen Beispiels identische zu kapitalisierende Nettoeinnahmen wie im Fall des Aktienrückkaufs sowie ein identischer Unternehmenswert ableiten.

Da regelmäßige Kursgewinnrealisationen und Aktienrückkäufe an den Kapitalmärkten empirisch beobachtbare Transaktionen darstellen, ist eine fiktive Interpretation des Wertbeitrags aus Thesaurierung als Barwert zukünftiger Dividenden – verbunden mit der entsprechenden Steuerfreistellung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen – realitätsfremd, da sie impliziert, dass ein mit einkommensteuerlichen Folgewirkungen verbundener Eigentumsübergang von Aktien niemals eintritt³⁶. Die neuen einkommensteuer-

28) Vgl. Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2006 S. 1026 Anhang III.

29) Vgl. Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2006 S. 1012 f.

30) Bislang war der Wertbeitrag aus Thesaurierung aufgrund bestehender Steuerfreiheit von Aktienrückkäufen und Kursgewinnen sowie der Abbildung der Besteuerung zukünftiger Dividenden aus den Reinvestitionen thesaurierter Erträge bereits im Wertbeitrag aus Thesaurierung als Barwertäquivalent der zukünftigen Dividenden nicht mit Einkommensteuer zu belasten.

31) Vgl. Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2004 S. 898, sowie Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2006 S. 1012 f.

32) Vgl. Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2004 S. 898 Übersicht 4.

33) Vgl. Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2006 S. 1020 Übersicht 12.

34) Vgl. Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel, WPG 2006 S. 1012 f. Übersicht 6 sowie S. 1020 Übersicht 12.

35) Auch bereits im alten Steuerrecht bei wesentlichen Beteiligungen (>1%) greifende Veräußerungsgewinnbesteuerungen bleiben in diesem idealisierten Beispiel außer Betracht.

36) Insb. sind hierbei auch die mit dem Lebenszyklus einer natürlichen Person verbundenen Phasen des An- und Entsparens zu beobachten. Von einkommensteuerlichen Stundungseffekten durch Vererbungsvorgänge wird abstrahiert.

Beispiel IDW S1 nach Halbeinkünfteverfahren Kursgewinnrealisierung	Planjahr					Ewige Rente
	1	2	3	4	5	
Unternehmenswert 1.1.	732,12	765,12	799,61	835,65	873,32	912,68
Anzahl Aktien gesamt	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00
Wert je Aktie 1.1.	0,73	0,77	0,80	0,84	0,87	0,91
Wert je Aktie 31.12.	0,77	0,80	0,84	0,87	0,91	0,95
Kurswachstum	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Dividende je Aktie nach Einkommensteuer	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03
Aktionär I						
Anzahl Aktien des Aktionärs I	500,00	456,87	415,60	376,11	338,32	302,16
Anteil des Aktionärs I am Unternehmen	50,0%	45,7%	41,6%	37,6%	33,8%	30,2%
Wert des Depots 1.1.	366,06	349,56	332,32	314,29	295,46	275,78
Wert des Depots 31.12.	382,56	365,32	347,29	328,46	308,78	288,21
Zufluss Dividenden nach Einkommensteuer	11,14	10,64	10,11	9,56	8,99	8,39
Veräußerte Aktienanzahl	-43,13	-41,27	-39,49	-37,79	-36,16	-34,60
Zufluss aus Veräußerung	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00
Nettoeinnahme Aktionär I	44,14	43,64	43,11	42,56	41,99	41,39
Aktionär II						
Anzahl Aktien des Aktionärs II	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00
Anteil des Aktionärs II am Unternehmen	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Wert des Depots 1.1.	366,06	382,56	399,80	417,82	436,66	456,34
Wert des Depots 31.12.	382,56	399,80	417,82	436,66	456,34	476,91
Zufluss Dividenden nach Einkommensteuer	11,14	11,64	12,16	12,71	13,29	13,88
Nettoeinnahme Aktionär II	11,14	11,64	12,16	12,71	13,29	13,88
Aktionär III						
Anzahl Aktien des Aktionärs III	0,00	43,13	84,40	123,89	161,68	197,84
Anteil des Aktionärs III am Unternehmen	0,0%	4,3%	8,4%	12,4%	16,2%	19,8%
Wert des Depots 1.1.	0,00	33,00	67,49	103,53	141,20	180,56
Wert des Depots 31.12.	0,00	21,57	42,20	61,95	80,84	98,92
Zufluss Dividenden nach Einkommensteuer	0,00	1,00	2,05	3,15	4,30	5,49
Erworbene Aktienanzahl	43,13	41,27	39,49	37,79	36,16	34,60
Abfluss aus Erwerb	-33,00	-33,00	-33,00	-33,00	-33,00	-33,00
Nettoeinnahme Aktionär III	-33,00	-32,00	-30,95	-29,85	-28,70	-27,51
Summen über alle Aktionäre						
Summe Zufluss Dividenden an Aktionäre	22,28	23,28	24,33	25,42	26,57	27,77
Abzüglich ausschüttungsfinanzierter Zukauf	0,00	-1,00	-2,05	-3,15	-4,30	5,49
Summe Nettoeinnahmen aus Dividenden	22,28	22,28	22,28	22,28	22,28	22,28
Summe Nettoeinnahmen aus Aktienveräußerung	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00

Tab. 3: Beispiel IDW S1 nach Halbeinkünfteverfahren Kursgewinnrealisierung

lichen Folgen der Unternehmensteuerreform 2008 auf realisierte Kursgewinne bzw. Aktienrückkäufe dürfen somit künftig nicht vernachlässigt werden. Vor diesem Hintergrund ist der Wertbeitrag aus Thesaurierung als der zukünftig der Kursgewinnbesteuerung zu unterwerfende Anteil der Nettoeinnahmen heranzuziehen, welcher wie bisher neben den die Dividenden abbildenden Wertbeitrag tritt und Kursgewinnrealisationen durch private Veräußerungsgeschäfte, zu denen auch Aktienrückkäufe gehören, abbildet. Während die Dividenden im Jahr ihres Zuflusses ab dem 01.01.2009 mit der Abgeltungssteuer von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag belastet werden, wird die effektive Einkommensteuerlast auf Kursgewinne von einer Reihe von Einflussfaktoren determiniert, was im Folgenden gezeigt wird.

b) Nominelle und effektive Einkommensteuer auf Kursgewinne

In der jüngeren Literatur wird z.T. davon ausgegangen, dass unter Anwendung des neuen Steuerrechts zukünftig Zinsen, Dividenden und Kursgewinne einheitlich mit Abgeltungssteuer i. H. v. 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag belastet werden³⁷⁾. Diese vereinfachende Annahme darf jedoch ausschließlich für den einperiodigen Fall gesetzt werden³⁸⁾, allerdings macht im einperiodigen Fall eine Unterscheidung des Zuflusses

37) Vgl. Aders, *BewertungsPraktiker 2007* S. 4, mit dem Hinweis in Fn. 4, dass die gewählte Vorgehensweise der Komplexitätsreduktion diene; Hommel/Pauly, *BB 2007* S. 1158 Gleichung (12); Dausend/Schmitt, *FB 2007* S. 292 Gleichung 5.

38) Vgl. Wiese, *WPg 2007* S. 369 f., sowie die Ausführungen in Abschn. III. 3.

ses aus dem Bewertungsobjekt in Dividenden und Kursgewinne wenig Sinn³⁹⁾. Da Unternehmensbewertungskalküle regelmäßig mehrperiodige bzw. unendliche Kalküle darstellen, sind Überlegungen hinsichtlich der Häufigkeit bzw. des Zeitpunkts der Kursgewinnrealisierung vorzunehmen, da lediglich im Fall der jährlichen periodischen Kursgewinnrealisation die Ergebnisse des einperiodigen Falls direkt auf den mehrperiodigen Fall übertragen werden können und die effektive Einkommensteuerlast auf Kursgewinne der nominellen Steuerlast in Höhe der Abgeltungsteuer entspricht⁴⁰⁾. Mit zunehmender Haltedauer verringert sich der effektive Einkommensteuersatz der Abgeltungsteuer in Folge von Stundungseffekten gegenüber dem nominellen Satz, da der Barwert der in die Zukunft verlagerten nominellen Steuerzahlungen im Vergleich zum Barwert periodisch anfallender nomineller Steuerzahlungen geringer ist.

Die Ermittlung des Effektivsteuersatzes auf Kursgewinne est_k^{eff} kann über die folgende Gleichung erfolgen⁴¹⁾:

$$est_k^{eff} = 1 - \frac{((1 - est) (1 + w_k)^H - 1) + 1}{w_k} - 1 \quad (1)$$

Neben der Haltedauer H wird der effektive Steuersatz auf Kursgewinne durch den nominellen Steuersatz est , im vorliegenden Fall in Höhe der Abgeltungssteuer von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag, und das erwartete Kurswachstum w_k determiniert. Hierbei stellt die Haltedauer H allerdings keinen unternehmensindividuellen Faktor sondern einen von den Anteilseignern abhängigen Faktor dar. Zur Operationalisierbarkeit des effektiven Einkommensteuersatzes auf Kursgewinne sind analog zur grundsätzlichen Vorgehensweise im Rahmen objektiver Unternehmensbewertungen typisierte Annahmen zur Haltedauer eines typisierten Anteilseigners zu treffen.

Da der nominelle Steuersatz est in Höhe der Abgeltungssteuer determiniert ist, sind abschließend Überlegungen zum zukünftigen Kurswachstum w_k notwendig. Hierbei kann auf die von Wagner/Ballwieser/Jonas/Tschöpel gezeigten Zusammenhänge (basierend auf der Renditegleichung eines Wertpapiers j) zwischen der Ausschüttungsquote q , der Dividendenrendite d_j und der Kursrendite k_j , der Rendite vor Steuern r_j^{vSt} und dem thesaurierungsbedingten Wachstum w_{th} zurückgegriffen werden⁴²⁾. Es konnte gezeigt werden, dass das thesaurierungsbedingte Wachstum w_{th} der Kursrendite k_j entspricht und dass die Kursrendite k_j genau das gesuchte Kurswachstum w_k abbildet.

Unter Verwendung des Zusammenhangs zwischen der Vor- und der Nachsteuerrendite gem. Tax-CAPM

$$r_j^{nSt} = r_j^{vSt} - d_j est - k_j est_k^{eff} \quad (2)$$

sowie der Definition der Kursrendite in Abhängigkeit von der Ausschüttungsquote q

$$(1 - q) = \frac{k_j}{r_j^{vSt}} \quad (3)$$

folgt

$$r_j^{nSt} = \frac{k_j}{(1 - q)} - \frac{q k_j}{(1 - q)} est - k_j est_k^{eff} \quad (4)$$

und hieraus für die Ableitung der Kursrendite k_j

$$k_j = r_j^{nSt} \frac{(1 - q)}{(1 - (q est + (1 - q) est_k^{eff}))} = w_k \quad (5)$$

Unter Anwendung des effektiven Einkommensteuersatzes est_{eff}

$$est_{eff} = q est + (1 - q) est_k^{eff} \quad (6)$$

folgt aus (1), (5) und (6)

$$est_k^{eff} = 1 - \frac{\left((1 - est) \left(\left(1 + r_j^{nSt} \frac{(1 - q)}{(1 - est_{eff})} \right)^H - 1 \right) + 1 \right)^{\frac{1}{H}} - 1}{r_j^{nSt} \frac{(1 - q)}{(1 - est_{eff})}} \quad (7)$$

Unter Anwendung typisierter Bewertungsprämissen ($H = 35$; $w_k = 4,8\%$; $r_j^{nSt} = 7\%$; $q = 45\%$, $est = 26,38\%$)⁴⁴⁾ resultiert ein effektiver Einkommensteuersatz auf Kursgewinne i. H. v.

$$est_k^{eff} = 1 - \frac{((1 - est) ((1 + w_k)^H - 1) + 1)^{\frac{1}{H}} - 1}{w_k} = 1 - \frac{((1 - 26,38\%) (1 + 4,8\%)^{35} - 1) + 1}{4,8\%} - 1 = 14,8\%$$

Empirische Untersuchungen⁴⁵⁾, die Haltedauern insbesondere für den amerikanischen Aktienmarkt von rd. neun bis 26 Jahren bzw. eine Verminderung der nominellen Steuerlast auf Kursgewinne durch entsprechende Haltedauern um bis zu 40% ermitteln, lassen eine typisierte Annahme einer effektiven Kursgewinnsteuer i. H. v. 13,19% als hälftigem nominellen Abgeltungssteuersatz (12,5%) zuzüglich Solidaritätszuschlag (5,5%) sachgerecht erscheinen.

Unter Anwendung der Änderungen der Steuerreform resultiert im Vergleich zum einführenden Beispiel in Abschn. III. 1. eine leicht geringere Nettoeinnahme (vgl. Tab. 4 auf S. 282).

Ausgehend vom Ergebnis vor Steuern führt die Senkung der Unternehmensteuern zu einem höheren Jahresüberschuss⁴⁶⁾. Dem steht (unter Anwendung der selben Ausschüttungsquote q

39) Vgl. Ballwieser/Kruschwitz/Löffler, WPg 2007 S. 769.

40) Vgl. Wiese, WPg 2007 S. 370.

41) Vgl. Auerbach, Journal of Economic Literature 1983 S. 919 f.

42) Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2004 S. 897, Formeln (3.2) und (3.5), sowie Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2006 S. 1025 Anhang I und II.

43) Die iterative Lösung des dargestellten Polynoms kann unter Anwendung entsprechender Tabellenkalkulationsprogramme ohne viel Aufwand erfolgen.

44) Vgl. zur den Zusammenhängen zwischen der Rendite nach Steuer, der Kursgewinnbesteuerung, der Ausschüttungsquote und der Kurs- und Dividendenrendite auch die Ausführungen in Abschn. III. 3.

45) Vgl. Protopapadakis, Journal of Business 1983; King, Public policy and the corporation, 1977; Green/Hollifield, Journal of Financial Economics 2003.

46) Von etwaigen Effekten der Unternehmenssteuerreform auf die steuerliche Bemessungsgrundlage wird für das Beispiel abstrahiert.

Neues Steuerrecht mit Kursgewinnbesteuerung	Tax-CAPM
	IDW ES 1
Ergebnis vor Steuern	100,00
Gewerbesteuer 17,50%	-17,50
Körperschaftsteuer incl. Solz 15,83%	-15,83
Jahresüberschuss	66,68
Wertbeitrag aus Dividenden <i>Einkommensteuer auf Dividenden 26,38%</i>	30,00 -7,91
Wertbeitrag aus Wertsteigerung (Kursgewinn) <i>typisierte Est auf Kursgewinne 13,19%</i>	36,67 -4,84
effektive Einkommensteuer 19,10%	-12,75
Nettoeinnahme	53,93

Tab. 4: Neues Steuerrecht mit Kursgewinnbesteuerung

i.H.v. 45 %) eine deutlich höhere Einkommensteuerbelastung gegenüber. Die Abbildung der Einkommensteuerbelastung erfolgt im Zähler nunmehr durch die Berechnung der Einkommensteuer *est* auf die Dividenden sowie die Berechnung der Einkommensteuer auf die Kursgewinne (abgebildet durch den Wertbeitrag aus Wertsteigerung), unter Anwendung des effektiven Einkommensteuersatzes auf Kursgewinne est^{eff}_k :

$$est_{eff} = qest + (1 - q)est_k^{eff}$$

$$= 45\% \times 26,38\% + (1 - 45\%) \times 26,38\% / 2 = 19,1\% \text{ (8)}$$

3. Die Auswirkungen der Steuerreform auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM

a) Tax-CAPM vs. Standard-CAPM

Seit der Überarbeitung des IDW S 1 i.d.F. vom 18.10.2005 wird für die Ableitung der Kapitalkosten im Rahmen objektivierter Bewertungen als zugrunde zu legendes Kapitalmarktmodell das Tax-CAPM empfohlen⁴⁷⁾. Die Anpassung dieses von Brennan⁴⁸⁾ entwickelten Ansatzes der Erweiterung des Standard-CAPM um die Wirkungen persönlicher Einkommensteuern der Anteilseigner auf die in Deutschland bestehenden Steuerwirkungen aus dem seinerzeit geltenden einkommensteuerlichen Halbeinkünfteverfahren sowie Überlegungen zur Eignung des Tax-CAPM bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erfolgten durch Jonas/Löffler/Wiese⁴⁹⁾. Die von Jonas/Löffler/Wiese abgeleiteten Renditegleichungen (basierend auf dem Halbeinkünfteverfahren) für die Rendite vor Einkommensteuer r^{vSt}_j

$$r_j^{vSt} = (1 - est) r_f + (r_M^{vSt} - d_M \frac{est}{2} - r_f (1 - est)) \beta_j + d_j \frac{est}{2} \text{ (9)}$$

bzw. die Rendite nach Einkommensteuer r^{nSt}_j

$$r_j^{nSt} = (1 - est) r_f + (r_M^{vSt} - d_M \frac{est}{2} - r_f (1 - est)) \beta_j \text{ (10)}$$

sind nunmehr auf die neuen steuerlichen Bedingungen anzupassen. Hieraus resultiert für die Rendite vor Einkommensteuer r^{vSt}_j

$$r_j^{vSt} = (1 - est) r_f + (r_M^{vSt} - d_M est - k_M est_k^{eff} - r_f (1 - est)) \beta_j + d_j est + k_j est_k^{eff} \text{ (11)}$$

und für die Rendite nach Einkommensteuer r^{nSt}_j

$$r_j^{nSt} = (1 - est) r_f + (r_M^{vSt} - d_M est - k_M est_k^{eff} - r_f (1 - est)) \beta_j \text{ (12)}$$

Der in der jüngeren Literatur vorgeschlagenen Vorgehensweise, die basierend auf der gesetzten Annahme einer zukünftig identischen Steuerbelastung auf Zinsen, Dividenden und Kursgewinne in Höhe der Abgeltungsteuer zu einer Vereinfachung der Renditegleichung des Tax-CAPM zur Renditegleichung des Standard-CAPM führt⁵⁰⁾, könnte jedoch lediglich dann gefolgt werden, wenn eine jährliche Kursgewinnrealisierung bzw. die Besteuerung des ökonomischen Gewinns⁵¹⁾ angenommen wird. Gleichung (12) würde sich unter Verwendung eines einheitlichen Steuersatzes *est* sowie unter Verwendung von $r^{vSt}_M = k_M + d_M$ wie folgt vereinfachen:

$$r_j^{nSt} = (1 - est) r_f + (d_M - d_M est + k_M - k_M est - r_f (1 - est)) \beta_j$$

$$= (1 - est) r_f + (r_M^{vSt} - r_f) \beta_j (1 - est) \text{ (13)}$$

$$= (r_f + (r_M^{vSt} - r_f) \beta_j) (1 - est)$$

Da $r_f + (r_M - r_f) \beta_j$ die bekannte Renditegleichung des Standard-CAPM darstellt, würde nunmehr das Tax-CAPM obsolet werden⁵²⁾, da die Rendite nach Einkommensteuer direkt unter Anwendung des einheitlichen Einkommensteuersatzes *est* auf der Basis der Vorsteuerrendite gem. Standard-CAPM abgeleitet werden könnte.

Da eine periodische Kursgewinnrealisierung jedoch realitätsfern (vgl. hierzu die Ausführungen in Abschn. III. 2.) und die Besteuerung des ökonomischen Gewinns in der Praxis nicht gegeben ist⁵³⁾, muss ein Vorgehen gem. Gleichung (13) abgelehnt werden, da auf der Basis von Gleichung (12) und einer von der Abgeltungsteuer *est* abweichenden effektiven Einkommensteuer auf Kursgewinne est^{eff}_k keine weitere Vereinfachung der Renditegleichung möglich ist. Der Berechnung der Rendite nach Einkommensteuer ist somit zwingend die Gleichung (12) zugrunde zu legen.

b) Implikationen für die Marktrisikoprämie

Da auch unter Berücksichtigung der Steuerreform 2008 die Verwendung des Tax-CAPM weiterhin sachgerecht ist, behalten alle im Zuge der Überarbeitung des IDW S 1 im Jahr 2005 gewon-

47) Vgl. IDW S 1 i.d.F. vom 18.10.2005, Rdn. 100, 128 ff.
 48) Vgl. grundlegend zum Tax-CAPM Brennan, *National Tax Journal* 1970 S. 417 ff.
 49) Vgl. Jonas/Löffler/Wiese, *WPg* 2004 S. 898 ff.
 50) Vgl. Aders, *BewertungsPraktiker* 2007 S. 4, mit dem Hinweis in Fn. 4, dass die gewählte Vorgehensweise der Komplexitätsreduktion diene; Hommel/Pauly, *BB* 2007 S. 1158 Gleichung (12); Dausend/Schmitt, *FB* 2007 S. 292 Gleichung 5.
 51) In der Literatur auch oft als kapitaltheoretischer Gewinn bezeichnet, vgl. zu den Besteuerungswirkungen auf der Basis des kapitaltheoretischen Gewinns grundlegend Schneider, *DB* 1992 S. 1737 ff.; Schreiber, *Die betriebswirtschaftliche Steuerlehre als Lehre von den ökonomischen Wirkungen des Steuerrechts*, Diskussionspapier Nr. 183, *FB Wirtschaftswissenschaften der Universität Hannover*, 1993; Kahle, *WiSt* 1995 S. 214 ff.
 52) Vgl. Aders, *BewertungsPraktiker* 2007 S. 4; Hommel/Pauly, *BB* 2007 S. 1158; Dausend/Schmitt, *FB* 2007 S. 292.
 53) Stark vereinfachend würde dies in der Praxis die periodische Besteuerung unrealisierter Kursgewinne implizieren – den Verf. ist kein Steuersystem bekannt, welches eine Steuer auf unrealisierte Kursgewinne erhebt.

nen Erkenntnisse für die Kapitalkostenbestimmung unter der Anwendung des Tax-CAPM grundsätzlich ihre Gültigkeit. Dies betrifft insbesondere die Überlegungen zur Ableitung der Markttrisikoprämie im Rahmen von objektivierten Bewertungen als Nach-Einkommensteuer-Kalkül⁵⁴⁾.

Gem. Tax-CAPM stellen sich die Renditegleichungen für das Marktportfolio vor der Steuerreform (Halbeinkünfteverfahren) analog der Gleichungsstruktur der Gleichungen (9) bis (12) wie folgt dar:

Markttrendite vor Einkommensteuer

$$r_M^{vst} = (1 - est) r_f + (r_M^{vst} - d_M \frac{est}{2} - r_f (1 - est)) + d_M \frac{est}{2} \quad (9a)$$

Markttrendite nach Einkommensteuer

$$r_M^{nst} = (1 - est) r_f + (r_M^{vst} - d_M \frac{est}{2} - r_f (1 - est)) \quad (10a)$$

Nach Berücksichtigung der Steuerreform (Abgeltungssteuer) resultieren folgende Gleichungen:

Markttrendite vor Einkommensteuer

$$r_M^{vst} = (1 - est) r_f + (r_M^{vst} - d_M est - k_M est_k^{eff} - r_f (1 - est)) + d_M est + k_M est_k^{eff} \quad (11a)$$

Markttrendite nach Einkommensteuer

$$r_M^{nst} = (1 - est) r_f + (r_M^{vst} - d_M est - k_M est_k^{eff} - r_f (1 - est)) \quad (12a)$$

Vor- und Nach-Einkommensteuer-Markttrendite unterscheiden sich jeweils um die Einkommensteuerbelastung auf Kursgewinne k_M und Dividendenrendite d_M ; die Verteilung der Markttrendite vor Einkommensteuer r_M^{vst} auf Kurs- und Dividendenrendite erfolgt unter Berücksichtigung der Marktausschüttungsquote q_M . Die betrachtete Markttrisikoprämie $MRP_{Tax-CAPM}$ ist im Tax-CAPM definiert als Differenz zwischen der Markttrendite vor Einkommensteuer r_M^{vst} nach Abzug der Einkommensteuerbelastung auf Kursgewinne und Dividenden $d_M est + k_M est_k^{eff}$ und dem risikolosen Basiszinssatz r_f nach Abzug der Einkommensteuer:

$$MRP_{Tax-CAPM} = r_M^{vst} - d_M est - k_M est_k^{eff} - r_f (1 - est) \quad (14)$$

Da alle Größen der Markttrisikoprämie nach Tax-CAPM direkt oder indirekt durch Steuern beeinflusst werden, ist nachfolgend der Einfluss der veränderten steuerlichen Rahmenbedingungen auf die Markttrisikoprämie zu untersuchen. Die nachfolgenden Überlegungen basieren grundsätzlich auf der Annahme, dass die Anteilseigner als entscheidungsrelevante Größe ihre Nach-Einkommensteuer-Rendite r^{nst} heranziehen und es bei einer Veränderung von Rahmenbedingungen zu entsprechenden Anpassungsreaktionen kommt.

Ausgehend von der Darstellung zum Tax-CAPM bei Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel⁵⁵⁾ werden nachfolgende Überlegungen zum Einfluss der Steuerreform auf die Markttrisikoprämie des Tax-CAPM zunächst grafisch illustriert und im

Anschluss analytisch unterlegt. Hierzu korrespondierend kann gleichzeitig der Einfluss der Steuerreform auf die Markttrisikoprämie unter vereinfachender Verwendung des Standard-CAPM als Differenz zwischen der Markttrendite vor Einkommensteuer r_M^{vst} und dem risikolosen Basiszinssatz r_f gezeigt werden.

Abb. 1 auf S. 284 zeigt für das alte Steuersystem mit dem Halbeinkünfteverfahren ausgehend von der Effizienzlinie vor Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern die Verschiebung und gleichzeitige Drehung der Effizienzlinie durch den Einfluss der Besteuerung und die hieraus resultierende höhere Markttrisikoprämie des Tax-CAPM im Vergleich zu der des Standard-CAPM, da die Markttrendite r_M^{vst} lediglich um die hälftige typisierte Einkommensteuer auf den Dividendenanteil, der Basiszinssatz r_f hingegen um die volle typisierte Steuerlast reduziert wird.

Nachfolgend soll zunächst in einem ersten Schritt die Wirkung der Einführung der Abgeltungssteuer auf Zinsen und Dividenden dargestellt werden, um hierauf aufbauend in einem zweiten Schritt die Betrachtung um die Besteuerung der Kursgewinne zu erweitern. Aus der Annahme, dass die Anteilseigner bestrebt sind, ihre Rendite nach Einkommensteuer zumindest konstant zu halten, folgt aufgrund von Gleichung (11a), dass sich die veränderten steuerlichen Rahmenbedingungen in einer veränderten Vor-Einkommensteuer-Rendite-Forderung niederschlagen werden. Abb. 2 auf S. 284 zeigt, dass aufgrund der Erhöhung der Besteuerung von Dividenden durch die Erhöhung der Einkommensteuer auf 25% Abgeltungssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag im Vergleich zur bisher zu berücksichtigenden Belastung in Höhe der hälftigen typisierten Einkommensteuerbelastung (17,5%) sich c.p.⁵⁶⁾ eine höhere Vor-Einkommensteuer-Rendite-Forderung der Anteilseigner ergibt. Höhere Vor-Einkommensteuer-Renditen sind vor dem Hintergrund der reduzierten Unternehmensteuerbelastung auch zu erwarten. Bei identischem Basiszinssatz r_f führt eine steigende Markttrendite vor Einkommensteuer zu einer steigenden Markttrisikoprämie gem. dem Standard-CAPM. Die reduzierte Einkommensteuerbelastung auf den risikolosen Basiszinssatz r_f führt hingegen bei einer angenommenen konstanten Markttrendite nach Einkommensteuer zu einer sinkenden Markttrisikoprämie gem. dem Tax-CAPM. Für den Spezialfall, dass die Dividendenrendite d_M dem risikolosen Basiszinssatz r_f entspricht, stimmen die Markttrisikoprämie des Standard-CAPM und des Tax-CAPM überein, und die Effizienzlinien vor und nach Einkommensteuern zeigen einen parallelen Verlauf.

Lediglich bei Vorliegen dieses Spezialfalls kann vereinfachend auf die Renditegleichungen des

54) Als vereinfachender Ansatz für Bewertungen, die auf der Basis eines Vor-Einkommensteuer-Kalküls erfolgen, kann weiterhin das Standard-CAPM zugrunde gelegt werden.

55) Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPG 2004 S. 896 Abb. 2.

56) Angenommen wird zunächst ein identisches Ausschüttungsverhalten.

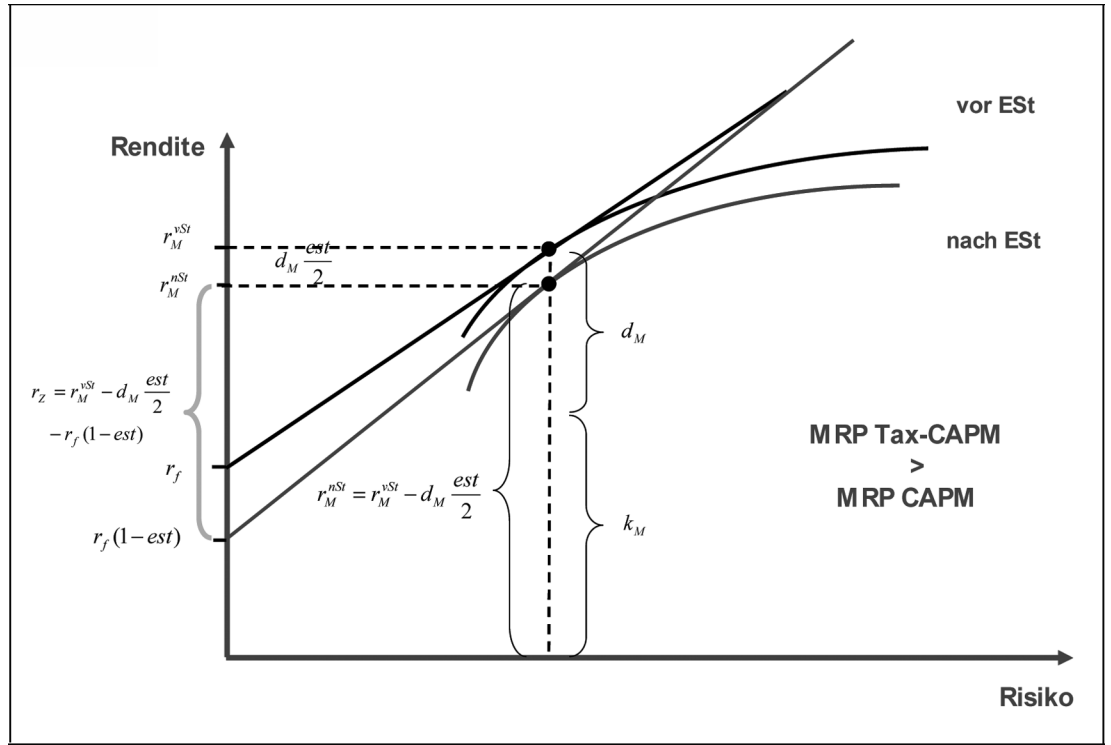


Abb. 1: Tax-CAPM mit typisierter Einkommensteuer auf Zinsen und hälftiger typisierter Einkommensteuer auf Dividenden (Halbeinkünfteverfahren)

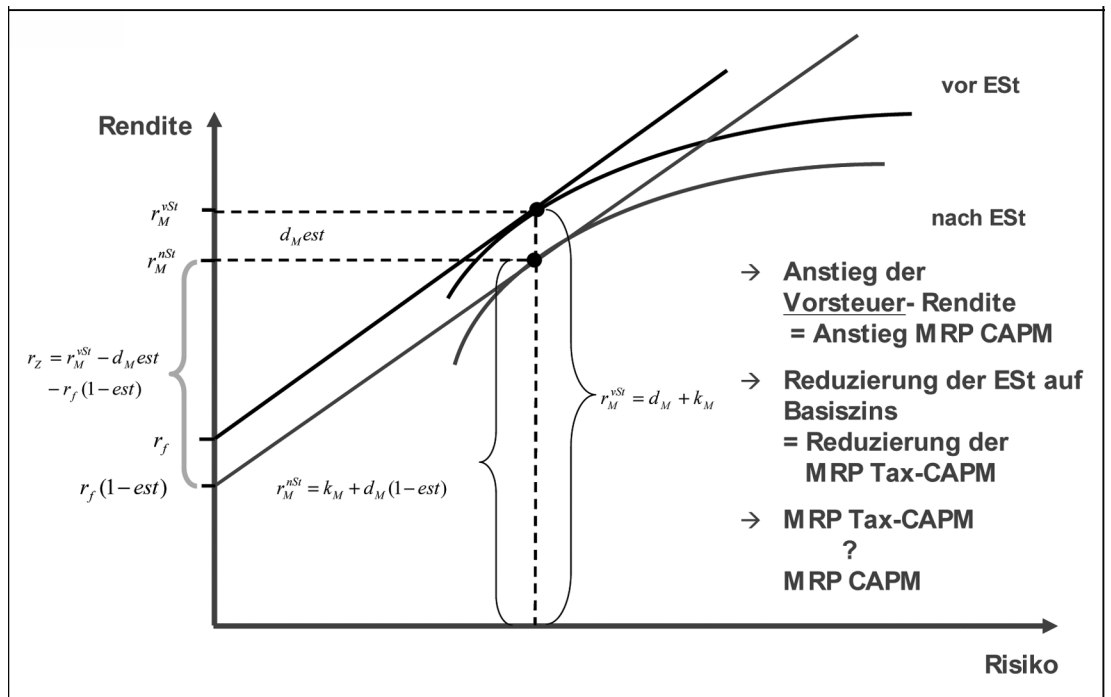


Abb. 2: Tax-CAPM mit einheitlicher Abgeltungssteuer auf Zinsen und Dividenden

Standard-CAPM zurückgegriffen werden, da aus der Renditegleichung des Tax-CAPM (nach Steuerreform, aber vor Berücksichtigung der Abgeltungssteuer auf Kursgewinne)

$$r_M^{vSt} = r_f(1 - est) + (r_M^{vSt} - d_M est - r_f(1 - est)) + d_M est$$

unter Anwendung von $r_f = d_M$ für die Ableitung der Vor-Einkommensteuer-Marktrendite r_M^{vSt}

$$r_M^{vSt} = r_f - r_f est + (r_M^{vSt} - r_f est - r_f + r_f est) + r_f est \quad (15)$$

$$\Leftrightarrow r_M^{vSt} = r_f + (r_M^{vSt} - r_f)$$

folgt.

In allen anderen Fällen ist die Überführung der Renditegleichungen beider Modellwelten nicht möglich. Die Verwendung des Tax-CAPM zur sachgerechten Abbildung unterschiedlicher Besteuerungsergebnisse bleibt daher weiterhin geboten.

Abb. 3 auf S. 285 zeigt in einem zweiten Schritt die Einführung einer zusätzlichen Besteuerung von Kursgewinnen. Entsprechend der Vorgehensweise bei der Erhöhung der effektiven Einkommensteuer auf Dividenden wird zunächst angenommen, dass die Anteilseigner in ihrem Bestreben zur Beibehaltung ihrer Nach-Einkommensteuer-Renditen zunächst höhere

Ableitung Marktrisikoprämien	Neues Steuersystem			
	altes Steuersystem	ohne Kursgewinnbesteuerung	mit Kursgewinnbesteuerung	
			bei geforderter vollständiger Überwälzung	bei möglicher Teilüberwälzung
Einkommensteuer eff. Einkommensteuer auf Kursgewinne	35,00% 0,00%	26,38% 0,00%	26,38% 13,19%	26,38% 13,19%
eff. Einkommensteuersatz bei $q=45\%$	0,00%	11,90%	19,14%	19,14%
Rendite vor Einkommensteuer	9,50%	9,93%	10,82%	10,16%
Einkommensteuer auf Dividenden (Abgeltungssteuer) Einkommensteuer auf Kursgewinne (effektiv)	-0,75% 0,00%	-1,18% 0,00%	-1,29% -0,78%	-1,21% -0,74%
Rendite nach Einkommensteuer	8,75%	8,75%	8,75%	8,22%
risikoloser Basiszinssatz	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Einkommensteuer auf Basiszinssatz (Abgeltungssteuer)	-1,75%	-1,32%	-1,32%	-1,32%
Basiszinssatz nach Einkommensteuer	3,25%	3,68%	3,68%	3,68%
Markt-Riskoprämie nach Tax-CAPM Markt-Riskoprämie nach Standard-CAPM	5,50% 4,50%	5,07% 4,93%	5,07% 5,82%	4,53% 5,16%

Tab. 5 Ableitung Marktrisikoprämien

ter Berücksichtigung einer durchschnittlichen Haltedauer anzustellen. Unter dem Leitbild einer kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung halten es die Verf. für sachgerecht, einer sofortigen und vollständigen Berücksichtigung der Wirkungen der Steuerreform 2008 den Vorzug zu geben, und damit der ökonomischen Betrachtungsweise. Durch die Vermeidung zeitlich gestaffelter Anpassungen der Bewertungskalküle werden damit eine weitere Erhöhung der Komplexität im Rahmen objektiver Unternehmensbewertungen sowie Verständnis- und Kommunikationsprobleme vermieden⁵⁹⁾.

Unabhängig von der gewählten Vorgehensweise ist gem. Äquivalenzprinzip⁶⁰⁾ grundsätzlich sicherzustellen, dass sowohl für das Bewertungsobjekt als auch für die mittels des Kapitalisierungszinssatzes abgebildete relevante Alternativen zueinander passende Annahmen zu treffen sind. D.h. korrespondierend zu einer Berücksichtigung der Kursgewinnbesteuerung bei der Ableitung der zu diskontierenden Größe ist die äquivalente Abbildung der Kursgewinnbesteuerung bei der Ableitung des Diskontierungssatzes und insbesondere bei der Ableitung der Marktrisikoprämie zwingend zu berücksichtigen. Bei sachgerechter Anwendung des beschriebenen Zusammenhangs ergeben sich grundsätzlich nahezu identische Unternehmenswerte, wie im folgenden Abschn. gezeigt wird.

5. Beispiel unter Berücksichtigung der Steuerreform 2008

Tab. 6 und 7 auf S. 288 greifen das obige Beispiel der Tab. 1 in Abschn. III. 1. sowie der Tab. 4 in Abschn. III. 2. b) auf. Tab. 6 zeigt hierbei die vollständige Berücksichtigung der notwendigen Anpassungen des Bewertungskalküls in Folge der Änderung der steuerlichen Rahmenbedingungen im Zuge der Steuerreform 2008. Im Vergleich zum alten Steuersystem resultiert im dargestellten Beispiel ein höherer Unternehmenswert⁶¹⁾. Neben der Berücksichtigung der effektiven Einkommensteuer auf Kursgewinne bei der Ableitung der zu diskontierenden Größe resul-

tiert unter Berücksichtigung von steuerlichen Auswirkungen sowie Überwälzungsannahmen ein geringerer Kapitalisierungszinssatz.

Im Vergleich zu Tab. 6 zeigt Tab. 7 ein mögliches Übergangsszenario, das die durch die Steuerreform 2008 induzierten Folgewirkungen noch nicht umfassend abbildet (keine Kursgewinnbesteuerung berücksichtigt) und das insoweit spätestens für Bewertungsstichtage jenseits des 31.12.2008 (zumindest schrittweise) in das in Tab. 6 abgebildete Szenario übergehen wird. Deutlich zu erkennen ist eine höhere Nettoeinnahme, die auf die reduzierten Unternehmenssteuern zurückzuführen ist, welche die höhere Einkommensteuerlast auf Dividenden überkompensieren. Korrespondierend zur Nichtberücksichtigung der Kursgewinnbesteuerung bei der Ableitung der Nettoeinnahme ist die Kursgewinnbesteuerung bei der Ableitung des Diskontierungssatzes ebenfalls nicht zu berücksichtigen und infolgedessen eine Marktrisikoprämie von rd. 5,0%⁶²⁾ anzusetzen. Im Ergebnis resultiert ein Unternehmenswert in nahezu identischer Höhe wie bei vollständiger Berücksichtigung der Steuerreform im Bewertungskalkül. Abweichungen resultieren im Fall der schrittweisen Anpassungen der Bewertungskalküle aus der unvollständigen Berücksichtigung aller Implikationen der Steuerreform 2008 sowie der Schwierigkeit einer schrittweisen äquivalenten Berücksichtigung der steuerlichen Änderungen bei der Ableitung der Nettoeinnahmen und des Kapitalisierungszinssatzes. Vor dem Hinter-

59) Insb. vor dem Hintergrund der Relevanz des Stichtagsprinzips im Rahmen gesellschaftsrechtlich motivierter Bewertungsanlässe.

60) Vgl. Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung; 2. Aufl. 1988, S. 155 ff.

61) Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die zukünftigen Unternehmensgewinne belastenden Gegenfinanzierungsmaßnahmen durch die Verbreiterung der Steuerbemessungsgrundlagen im Beispiel nicht berücksichtigt wurden, so dass der Unterschied der Unternehmenswerte vor und nach der Steuerreform tendenziell geringer als hier dargestellt ausfallen dürfte.

62) Vgl. Abb. 2 sowie Tab. 5, dritte Spalte.

Neues Steuerrecht mit Kursgewinnbesteuerung	Tax-CAPM
	IDW ES1
Ergebnis vor Steuern	100,00
Gewerbesteuer 17,50%	-17,50
Körperschaftsteuer incl. Solz 15,83%	-15,85
Jahresüberschuss	66,68
Wertbeitrag aus Dividenden <i>Einkommensteuer auf Dividenden 26,38%</i>	30,00 -7,91
Wertbeitrag aus Wertsteigerung (Kursgewinn) <i>typisierte ESt auf Kursgewinne 13,19%</i>	36,67 -4,84
effektive Einkommensteuer 19,10%	-12,75
Nettoeinnahme	53,93
Kapitalisierungszinssatz	7,731%
Unternehmenswert	697,50
Bestandteile des Kapitalisierungszinssatzes	
Basiszinssatz Einkommensteuer 26,38%	5,000% -1,319%
Risikozuschlag 4,5% x 0,9	4,050%
Dividendenrendite Einkommensteuer 26,38%	4,302% 1,135%
Kursrendite typisierte Einkommensteuer 13,19%	5,258% 0,693%
Rendite vor Einkommensteuer	9,559%
Einkommensteuer auf Dividenden	-1,135%
Einkommensteuer auf Kursgewinne	-0,693%
Rendite nach Einkommensteuer	7,731%

Tab. 6: Neues Steuerrecht mit Kursgewinnbesteuerung

Neues Steuerrecht ohne Kursgewinnbesteuerung	Tax-CAPM
	IDW ES1
Ergebnis vor Steuern	100,00
Gewerbesteuer 17,50%	-17,50
Körperschaftsteuer incl. Solz 15,83%	-15,83
Jahresüberschuss	66,68
Wertbeitrag aus Dividenden <i>Einkommensteuer auf Dividenden 26,38%</i>	30,00 -7,91
Wertbeitrag aus Wertsteigerung (Kursgewinn) <i>typisierte ESt auf Kursgewinne 0,00%</i>	36,67 0,00
effektive Einkommensteuer 11,87%	-7,91
Nettoeinnahme	58,76
Kapitalisierungszinssatz	8,181%
Unternehmenswert	718,25
Bestandteile des Kapitalisierungszinssatzes	
Basiszinssatz Einkommensteuer 26,38%	5,000% -1,319%
Risikozuschlag 5,0% x 0,9	4,500%
Dividendenrendite Einkommensteuer 26,38%	4,177% 1,102%
Kursrendite typisierte Einkommensteuer 13,19%	5,106% 0,000%
Rendite vor Einkommensteuer	9,283%
Einkommensteuer auf Dividenden	-1,102%
Einkommensteuer auf Kursgewinne	0,000%
Rendite nach Einkommensteuer	8,181%

Tab. 7: Neues Steuerrecht ohne Kursgewinnbesteuerung

grund der durch die Bundesregierung beabsichtigten Aufkommensneutralität der Steuerreform sind die dargestellten Ergebnisse insgesamt grundsätzlich plausibel.

IV. Zusammenfassung

1. Die Ermittlung von Unternehmenswerten erfolgt auf der Basis von diskontierten Nettoeinnahmen in Form zukünftiger Cash-flows der Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund sind persönliche Ertragsteuern im Bewertungskalkül zu berücksichtigen.

2. Die Einführung der Abgeltungsteuer auf Zinsen, Dividenden und Kursgewinne in nominell identischer Höhe führt nicht zu einer steuerlichen Gleichbehandlung der Kapitaleinkunftsarten, da in Abhängigkeit von der Haltedauer von Wertpapieren die effektive Einkommensteuerbelastung von Kursgewinnen regelmäßig von der nominellen Steuerlast abweichen kann. Die Notwendigkeit der Anwendung des Tax-CAPM zur sachgerechten Abbildung der unterschiedlichen effektiven Steuerbelastungen auf die unterschiedlichen Kapitaleinkunftsarten bleibt weiterhin bestehen. Die in Teilen der Literatur geforderte Rückkehr zu einer Vor-Einkommensteuer-Rechnung ist daher abzulehnen.

3. Abhängig von der Haltedauer eines Wertpapiers ergeben sich Wirkungen auf die Höhe der effektiven Einkommensteuerlast auf Kursgewinne. Zur Komplexitätsreduktion bei der Ableitung objektiverer Unternehmenswerte wird unter Berücksichtigung einer durchschnittlichen individuellen Haltedauer eine Typisierung der effektiven Kursgewinnbesteuerung in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag empfohlen.

4. Die veränderten steuerlichen Rahmenbedingungen beeinflussen die Vor- und Nach-Einkommensteuer-Renditen auf Basis des Tax-CAPM. Die als Folge der Steuerreform steigende Einkommensteuerbelastung auf die Vor-Einkommensteuer-Renditen führt c. p. zu steigenden Marktrisikoprämien für vereinfachende Vor-Einkommensteuer-Rechnungen unter Verwendung des Standard-CAPM und sinkenden Marktrisikoprämien für objektivierte Nach-Einkommensteuer-Rechnungen unter Verwendung des Tax-CAPM.

5. Die Berücksichtigung der Kursgewinnbesteuerung hat unter Beachtung des Äquivalenzprinzips sowohl im Zähler des Bewertungskalküls bei der Ableitung der Nettoeinnahmen als auch hierzu korrespondierend im Nenner des Bewertungskalküls bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes zu erfolgen. Bei sachgerechter Berücksichtigung des Äquivalenzprinzips resultieren bei einer vollständigen oder schrittweisen Berücksichtigung der Kursgewinnbesteuerung im Bewertungskalkül nahezu identische Unternehmenswerte. Vor dem Hintergrund, dass an den Kapitalmärkten die Folgen der Unternehmenssteuerreform in den Preisbildungsprozessen frühzeitig antizipiert werden, plädieren die Verf. im Rahmen objektiverer Unternehmensbewertungen für eine sofortige und vollständige Berücksichtigung der Wirkungen der Kursgewinnbesteuerung im Bewertungskalkül.