

Objektivierte Unternehmensbewertung und Anteilseignersteuern

Prof. Dr. Christoph Kaserer, Technische Universität München,
christoph.kaserer@wi.tum.de

Prof. Dr. Leonhard Knoll, Universität Würzburg, LeonhardKnoll@aol.com

Abstract

Company Valuation and Personal Income Taxes

The integration of income tax effects into company valuation has gone a long way over the last decade. There is no doubt that without the continuous commitment of Franz W. Wagner on this matter, we wouldn't be where we are today.

A major challenge for academics and practitioners was the fact that, over the last decade, the German corporate taxation system changed twice. First, the full imputation system was changed into the so called half-income system, which afterwards was replaced by a classical double taxation system combined with a withholding tax on dividends.

This article scrutinizes how the income tax effects of such fundamental changes should consistently be integrated in a DCF valuation approach. Based on this analysis several problems of the actual solutions proposed by the Institute of public Auditors (IDW) are discussed.

Zusammenfassung

Der Beitrag beschreibt die Entwicklung des Steuereinflusses in der objektivierten Unternehmensbewertung, also einem Aspekt, dessen Berücksichtigung in Deutschland maßgeblich auf das Engagement von Franz W. Wagner zurückgeht.

In dem Jahrzehnt, seit das IDW der Forderung des Jubilars nach einer Berücksichtigung von Anteilseignersteuern nachgekommen ist, mussten zwei Steuersystemwechsel berücksichtigt werden, zunächst vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren und dann vom Halbeinkünfteverfahren auf die Abgeltungsteuer. Beide Systemwechsel werden in ihren Konsequenzen für die bei der Unternehmensbewertung zur Anwendung kommenden Kalküle dargestellt. Ebenso Probleme der jeweils geltenden Fassung des Bewertungsstandards IDW S 1 diskutiert.

Im Zusammenhang mit dem Anrechnungsverfahren werden dabei Formeln abgeleitet, die grundsätzlich für alle klassischen Körperschaftsteuersysteme zur Anwendung kommen können.

1 Einleitung

Die Bedeutung von Steuern für ökonomische Vorteilhaftigkeitskalküle dürfte heute zumindest grundsätzlich nicht mehr ernsthaft angezweifelt werden. Dies vermag freilich nicht darüber hinwegzutäuschen, dass es lange dauerte, bis dieser Basisbefund weitgehend zu konstatieren war,¹ und selbst heute werden in vielen Bereichen der wirtschaftlichen Praxis steuerliche Konsequenzen nur unzureichend in entscheidungsrelevanten Planungsrechnungen berücksichtigt.

Besonders ausgeprägt war dieses Defizit bislang hinsichtlich der Berücksichtigung mehrerer Besteuerungsebenen und einer Divergenz der betroffenen Steuersubjekte, idealtypisch repräsentiert in der Unternehmensbewertung großer Aktiengesellschaften, bei der Steuern über die gesamte Konzernhierarchie – mitunter länderübergreifend – ihre Wirkung ebenso entfalten wie auf Seiten der Anteilseigner.

Während Franz W. Wagner sich bereits im Rahmen seiner Dissertation intensiv mit der Bedeutung von Anteilseignersteuern für die Unternehmensbewertung beschäftigte,² wurde diese Bedeutung insbesondere bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften lange vernachlässigt. So hieß es im bis Mitte 2000 gültigen Bewertungsstandard St/HFA 2/1983 des Instituts der Wirtschaftsprüfer IDW: „Die Ermittlung von Unternehmenswerten nach Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer ist unüblich.“³ Es bedurfte vieler Bemühungen nicht zuletzt des Jubilars⁴ bis der Widerstand brach und auch das IDW die Berücksichtigung der Anteilseignersteuern im üblichen Barwertkalkül der Unternehmensbewertung als regelmäßig nicht vernachlässigbar anerkannte.⁵ In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre ging man noch während der Gültigkeit des genannten Standards dazu über, bei objektivierten Unternehmensbewertungen für Aktiengesellschaften sowohl die Gewinne nach Gewerbesteuer als auch den Diskontierungszins um eine typisierte Einkommensteuerbelastung von 35% zu kürzen.

Das Jahr 2000 brachte für die Unternehmensbewertung in Deutschland zwei wesentliche Veränderungen. Zum einen wurde der körperschaftsteuerliche Systemwechsel vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren vollzogen und zum anderen novellierte das IDW seinen Bewertungsstandard, der ab der Jahresmitte nunmehr als IDW S 1 die verbindliche Vorgabe für alle Bewertungen durch im IDW organisierte Wirtschaftsprüfer darstellte. Hinsichtlich der Behandlung von Anteilseignersteuern wurde bei der Überschussermittlung unter unveränderter Annahme einer Vollausschüttung der erzielten Gewinne (nach Gewerbesteuer) der halbe typisierte Satz, also 17,5%, von dem Wert nach der nunmehr definitiven Körperschaftsteuer (einschließlich Solidaritätszuschlag) abgezogen, während beim Diskontierungszins unverändert eine Kürzung um die vollen 35% erfolgte. Mit diesem Vorgehen glaubte man, den Systemwechsel geeignet berücksichtigt zu haben:

¹ Vgl. Ballwieser et al. (2007) zur Entgegnung auf erneut aufkommende Widerstände gegen die Berücksichtigung von Anteilseignersteuern im Zuge der nachfolgend besonders interessierenden Unternehmensteuereform 2008.

² Vgl. Wagner (1971), S. 178 ff., sowie Wagner (1972). Die dort thematisierte Bedeutung von Anteilseignersteuern bei der Bewertung von Personengesellschaften hat den Jubilar bis heute immer wieder beschäftigt und gehört zu seinen aktuellen Veröffentlichungsschwerpunkten, vgl. Wagner/Nonnenmacher (1981), Wagner (2007), Wagner (2008) und Wagner (2008a).

³ IDW (1983), S. 477.

⁴ Vgl. zuletzt Wagner/Rümmele (1995), aber auch Ballwieser (1995).

⁵ Vgl. hierzu und zum Folgenden Knoll (2005), S. 39.

„Den durch das StSenkG bedingten Änderungen ist im IDW S 1 bereits Rechnung getragen worden.“⁶

Indessen regte sich schon bald Widerstand gegen das beschriebene Vorgehen, der letztlich in eine neue Standardrevision führte. Diese in den Jahren 2004/05 vollzogene Novellierung des IDW S 1 brachte zwei grundlegende Veränderungen für die Berücksichtigung von Anteilseignersteuern in der objektivierten Unternehmensbewertung. Diese Veränderungen und ihr Ergebnis werden im folgenden Kapitel 2 beschrieben.

Den Kern dieses Beitrags bildet Kapitel 3, in dem die neuerlichen Veränderungen durch das Unternehmenssteuerreformgesetz 2008 für die objektivierte Unternehmensbewertung nach dem IDW S 1 i.d.F. 2008 dargestellt werden. Dabei werden zwei grundlegende Konsistenzprobleme der veränderten Bewertungsvorgaben angesprochen und die Beweise geführt, dass zwei wesentliche in der Diskussion über diese Standardnovellierung gefundenen Erkenntnisse nicht nur für das Halbeinkünfteverfahren, sondern für jedes klassische Körperschaftsteuersystem, d.h. für eine Besteuerung sowohl auf der Ebene der Gesellschaft als auch auf derjenigen der Gesellschafter, gelten und damit insbesondere auch für die nach dem Unternehmensteuerreformgesetz 2008 eingeführte Abgeltungssteuer.

Kapitel 4 bietet ein kurzes Resümee des Beitrags.

1 Vom Anrechnungs- zum Halbeinkünfteverfahren

Nach der generellen Berücksichtigung von Anteilseignersteuern bestand das nächste methodische Problem in der geeigneten Modifikation des Systemwechsels vom Anrechnungs- zum Halbeinkünfteverfahren. Die Verarbeitung dieses Wechsels wird nachfolgend in ihren Grundzügen ebenso wie wichtige Probleme skizziert.

1.1 Ein Übergang in zwei Schritten

Wie beschrieben bestand die Anpassung an das neue Körperschaftsteuersystem nach dem IDW S 1 i.d.F. 2000 darin, dass bei unveränderter Anwendung der Vollausschüttungshypothese die Gewinne nach Gewerbesteuer zunächst um die definitive Körperschaftsteuer (einschließlich Solidaritätszuschlag) und dann um den halben typisierten Einkommensteuersatz gekürzt wurden, während vom Diskontierungszins die volle typisierte Einkommensteuerbelastung von 35% abgezogen wurde. Um dies wie auch weitere Befunde formal darstellen zu können werden nachfolgend zunächst einige Abkürzungen eingeführt:

V = Wert einer Zahlungsüberschussreihe,

s = (typisierter) relevanter Einkommensteuersatz der Aktionäre,

r = interne Unternehmensrendite nach Unternehmenssteuern für thesaurierte Mittel,

k = Diskontierungszinssatz vor Anteilseignersteuern,

x_t = ausschüttbarer Gewinn in Jahr t ,

⁶ IDW (2000), S. 842.

q = Ausschüttungsquote des Bewertungsobjekts,

\bar{q} = Ausschüttungsquote der Alternativinvestition sowie

t = Jahr (T = Ende der Detailplanungsphase)

Für einen beliebigen Diskontierungsquotienten lässt sich der Übergang durch den IDW S 1 i.d.F. 2000 dann wie folgt schreiben:

$$\underbrace{\frac{x_t(1-s)}{(1+k(1-s))^t}}_{\text{"Anrechnungsverfahren"}} \xrightarrow{\text{Systemwechsel}} \underbrace{\frac{x_t\left(1-\frac{s}{2}\right)}{(1+k(1-s))^t}}_{\text{"Halbeinkünfteverfahren"}} \quad (1)$$

Auf den ersten Blick stellt sich hier eine unästhetische Diskrepanz der steuerlichen Wirkungen in Zähler und Nenner dar, die freilich einem aus dieser Darstellung nicht unmittelbar ersichtlichen Sachverhalt geschuldet ist: Bei der unterstellten Vollausschüttung sind die ausschüttbaren Gewinne durchaus verschieden, weil die Körperschaftsteuer im Halbeinkünfteverfahren im Gegensatz zum Anrechnungsverfahren nicht über die Verrechnung im Rahmen der Steuererklärung der Anteilseigner zurückzuholen ist.⁷ Ohne diese Erkenntnis erscheint der Übergang nicht nur unästhetisch, sondern auch mit dem Makel behaftet, dass die asymmetrische Behandlung der Einkommensteuer in Zähler und Nenner des Diskontierungsquotienten zu einer Überbewertung führen würde.

Dieser vermeintliche Überbewertungseffekt war zumindest in öffentlich zugänglichen Quellen das bestimmende Argument für eine Novellierung dieses Vorgehens und wurde vor allem von übernahmeinteressierten Großanlegern propagiert. So bezeichnete beispielsweise Hanns Ostmeier, damaliger Deutschland-Chef der Blackstone Group, die beschriebene Asymmetrie als „absurd“.⁸ Da außerdem kurz zuvor in einer formalen Darstellung die ohnehin allgemein akzeptierte Annahme nachgewiesen worden war, dass im Halbeinkünfteverfahren Ausschüttungen aus steuerlichen Gründen nachteilig sind,⁹ entschloss sich das IDW im Jahr 2004, seinen Standard IDW S 1 zunächst über eine Entwurfsversion und dann 2005 über eine endgültige Novellierung zu verändern.

Die Grundidee für diese Veränderung bestand darin, dass durch die Thesaurierung die Ausschüttungsbesteuerung vermieden werden konnte. Da bei objektivierten Unternehmensbewertungen das typisierte Bewertungssubjekt ein inländischer Privatanleger ist, der weniger als ein Prozent des Nennkapitals hält, ist eine Reinvestition innerhalb des Unternehmens, deren Erträge der Anleger dann über steuerfreie Kursgewinne realisieren kann, insoweit günstiger. Da Unternehmen nicht schlechtere Anlagemöglichkeiten offen stehen als Privatanlegern, wurde generell unterstellt, dass die Reinvestitionsrendite der Thesaurierungen nach Unternehmenssteuern dem Diskontierungszins vor Anteilseignersteuern entspricht, also $r = k$ gilt.

Um diesen Effekt sowie die aus der Typisierung des Bewertungssubjekts resultierende Steuerwirkung auf Anteilseignerseite zu berücksichtigen, bediente man

⁷ Vgl. hierzu ausführlich Knoll et al. (2007).

⁸ Vgl. Euro am Sonntag vom 27.6.2004, S. 4.

⁹ Vgl. Laitenberger/Tschöpel (2003).

sich für die Bestimmung des Diskontierungszinssatzes einer für deutsche Verhältnisse modifizierten Adaption des Tax CAPM.¹⁰

Im Ergebnis führte dies dazu, dass sowohl die Überschüsse des Bewertungsobjekts in der ewigen Rente als auch der Diskontierungszins mit einem effektiven Steuersatz $\bar{s} = \bar{q} \cdot s / 2$ belegt wurden. Für die Detailplanungsphase galt regelmäßig, dass die Thesaurierung der konkreten Unternehmensplanung folgt.¹¹ Für einen systematischen Vergleich mit dem Status quo ante ist nun zu unterstellen, dass die mit der Thesaurierung finanzierten Investitionen zumindest keine Wertminderung bewirken, also auch hier (mindestens!) $r = k$ gilt.¹² Wie die folgende Tabelle zeigt, war damit die im IDW S 1 i.d.F. 2000 verloren gegangene Ästhetik einer Zähler-Nenner-Symmetrie der Steuerwirkungen bis auf einen Korrekturfaktor wiederhergestellt, der zudem dadurch unterdrückt wurde, dass man von gleichen Ausschüttungsquoten bei Bewertungsobjekt und Alternativinvestition ausging, und damit zu 1 degenerierte.

	Elementar	IDW S 1 i.d.F. 2000	IDW ES 1 i.d.F. 2005
Detailplanungsphase	$V = \sum_{t=1}^T \frac{x_t(1-s)}{(1+k(1-s))^t}$	$V = \sum_{t=1}^T \frac{x_t(1-0,5s)}{(1+k(1-s))^t}$	$V = \sum_{t=1}^T \frac{x_t(1-\bar{s})}{(1+k(1-\bar{s}))^t} \cdot \frac{q-q\frac{s}{2}}{q-\bar{q}\frac{s}{2}}$
Ewige Rente ohne organisches Wachstum	$V = \frac{x_{T+1}(1-s)}{k(1-s)} = \frac{x_{T+1}}{r}$	$V = \frac{x_{T+1}(1-0,5s)}{k(1-s)}$	$V = \frac{x_{T+1}(1-\bar{s})}{k(1-\bar{s})} \cdot \frac{q-q\frac{s}{2}}{q-\bar{q}\frac{s}{2}} = \frac{x_{T+1}}{k} \cdot \frac{q-q\frac{s}{2}}{q-\bar{q}\frac{s}{2}}$
Ewige Rente mit organischem Wachstum	$V = \frac{x_{T+1}(1-s)}{k(1-s)-w}$	$V = \frac{x_{T+1}(1-0,5s)}{k(1-s)-w}$	$V = \frac{x_{T+1}(1-\bar{s})}{k(1-\bar{s})-w} \cdot \frac{q-q\frac{s}{2}}{q-\bar{q}\frac{s}{2}}$

Tabelle 1: Nachsteuerkalküle beim Übergang vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren¹³

Um die Werteffekte zwischen altem und neuen Standard zu untersuchen, bietet es sich an einen repräsentativen Diskontierungsquotienten gemäß den neuen Vorgaben durch einen solchen gemäß der Ausgangsversion zu dividieren.¹⁴

¹⁰ Vgl. zu dessen Entwicklung Wiese (2004) und Jonas et al. (2004).

¹¹ Vgl. Wagner et al. (2006), S. 1008.

¹² Während der Entwurfsphase der Standardnovellierung wurde manchmal auch für die Detailplanungsphase eine fiktive Thesaurierung wie in der ewigen Rente vorgenommen; vgl. Knoll (2007); Fn. 44.

¹³ Modifiziert übernommen aus Knoll (2005), S. 41.

¹⁴ Vgl. hierzu und zum Folgenden Knoll (2007), S. 173.

$$\begin{aligned}
\frac{\text{"S1 (neu)"}}{\text{"S1 (alt)"}} &= \frac{x_t \left(1 - \bar{q} \frac{s}{2}\right)}{\left(1 + k \left(1 - \bar{q} \frac{s}{2}\right)\right)^t} \cdot \frac{x_t \left(1 - \frac{s}{2}\right)}{\left(1 + k(1 - s)\right)^t} \\
&= \frac{x_t (1 - \bar{s})(1 + k(1 - s))^t}{x_t \left(1 - \frac{s}{2}\right) (1 + k(1 - \bar{s}))^t} = \underbrace{\frac{1 - \bar{s}}{1 - \frac{s}{2}}}_{\text{Effekt durch Thesaurierung}} \cdot \underbrace{\left(\frac{1 + k(1 - s)}{1 + k(1 - \bar{s})}\right)^t}_{\text{Effekt durch Diskontierungszins}}
\end{aligned} \tag{2}$$

Im Ergebnis über alle Quotienten gerechnet wird der wertsteigernde Thesaurierungseffekt durch die neue Besteuerungsfiktion des Diskontierungszinsfußes negativ deutlich überkompensiert: „... als grober Richtwert (lässt sich) angeben, dass Unternehmenswerte durch den Wechsel des Bewertungsstandards c.p. um rund ein Viertel niedriger ausfallen, die Wertunterschiede also durchaus im Rahmen öffentlich kolportierter Schätzungen ausfallen“.¹⁵

1.2 Diskutierte Probleme

Dass mit diesem Vorgehen kein allgemeiner Konsens herzustellen war, zeigte sich bereits in der vielfältigen Diskussion der Entwurfsversion IDW ES 1 der Standardnovellierung. Im Hinblick auf den vorbereitenden Charakter dieses Kapitels sollen nachfolgend aber nur drei Aspekte angesprochen werden, die aus systematischer Sicht besonders wichtig erscheinen.

1.2.1 Diskontierungszins und Steuersystemwechsel

Der erste dieser drei Aspekte wurde bereits in Kapitel 1 angesprochen. Die Ergebnisse der üblichen Bestimmung der Marktrisikoprämie aus historischen Kapitalmarktdaten, die unterschiedlichen steuerlichen Vorgaben unterlagen, sind bei derart grundsätzlichen Systemänderungen deutlich infrage zu stellen.¹⁶ Der beschriebene Umstand, dass die im Halbeinkünfteverfahren als Definitivsteuer fungierende Körperschaftsteuer nicht mehr bei Ausschüttungen über die Verrechnung mit der Einkommensteuer der Anteilseigner zurückzuholen ist, wurde noch in keiner einschlägigen Studie berücksichtigt, obwohl die Daten aus der Zeit des Anrechnungsverfahrens regelmäßig einen großen Anteil der Gesamtstichprobe ausmachen. Als Konsequenz ergibt sich ein Scheinparadoxon, dessen Auflösung zumindest zu einer deutlichen Rückführung der durch die neuen Regeln entstandenen Wertminderungen zur Folge hätte.¹⁷

Hinsichtlich des nunmehr erfolgten Übergangs vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer müsste sich indessen in der ceteris-paribus-Betrachtung eine deutliche Wertsteigerung ergeben, weil dort eine Verlagerung der Steuerlast von der Unternehmens- auf die Anteilseignerebene erfolgte, also genau umgekehrt zum vormaligen Systemwechsel. Die bisherigen Musterrechnungen von prominenten

¹⁵ Knoll (2005), S. 42.

¹⁶ Schon Steuersatzänderungen sind in ihrer Wirkung auf Unternehmenswerte theoretisch problematisch; vgl. Kruschwitz/Löffler (2005), S. 78.

¹⁷ Vgl. zu diesem Thema umfassend Knoll et al. (2007).

IDW-Vertretern zeigen demgegenüber nur geringe Veränderungen.¹⁸ Mögen im Ausland erzielte Gewinne hier eine gewisse Bedeutung aufweisen,¹⁹ so erscheint der Verweis auf die mit der Unternehmensteuerreform beabsichtigte Aufkommensneutralität²⁰ durch Protagonisten der Standardnovelle 2004/05 wie blanker Hohn: Es stellt sich dann nämlich zwangsläufig die Frage, warum durch die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens rapide sinkende Unternehmenswerte resultieren, obwohl dieser Systemwechsel durch ein „Steuersenkungsgesetz“ eingeführt wurde, das u.a. „Steuerentlastungen für Arbeitnehmer, Familien und Unternehmen“ herbeiführen sollte,²¹ also zumindest von der Intention her sogar günstig für die Höhe von Unternehmenswerten wirken müsste! Diese Frage wird von den zitierten Autoren indessen vorsichtshalber erst gar nicht thematisiert.

1.2.2 Das Asymptotenparadoxon

Betrachtet man den in der letzten Spalte von Tabelle 1 stets auftretenden Korrekturfaktor genauer, wird seine gravierende Bedeutung offenkundig. Da Unternehmen grundsätzlich nicht gezwungen sind, ihre Ausschüttungsquoten nach externen Usancen auszurichten, können sie die steuerlichen Vorteile zumindest rechnerisch in ungeahnte Höhen treiben. Senkt man die Ausschüttungsquote q gegen den Grenzwert $\bar{q} \cdot s/2$, steigt der Unternehmenswert asymptotisch gegen unendlich, weshalb in einer ansonsten überaus endlichen Welt durchaus von einem Asymptotenparadoxon gesprochen werden kann.²²

Zwar ist in der Praxis nicht mit einem derartigen Wertpotenzial zu rechnen, doch darf der Ansatz von $q = \bar{q}$ zumindest dann nicht einfach unterstellt werden, wenn Minderheiten eine Abfindung für Eingriffe in ihre Eigentumsrechte erhalten sollen und eine bestmögliche Verwertung des Gesellschaftsvermögens zu unterstellen ist.²³ Der realistische Ansatz einer gegenüber einem woher auch immer genommenen Vergleichswert um 10% bis 20% niedrigeren Ausschüttungsquote ergibt durchaus endliche, aber nicht vernachlässigbare Wertsteigerungen.

1.2.3 „Doppeltes“ Wachstum

Wie in Abschnitt 2.1 ausgeführt, wird bei zur Abbildung der steuerlichen Rahmenbedingungen unterstellt, dass ein Teil der Gewinne thesauriert und nach der Maßgabe $r = k$ reinvestiert wird. Damit kann er steuerfrei realisiert werden, so dass nur die Ausschüttungen mit der halben Einkommensteuer belastet sind und die gesamte Steuerlast auf Anteilseignerebene bei $q \cdot s/2$ liegt. Während in der Praxis nun regelmäßig die Thesaurierung als steuerlich ungeschmälerter Entnahmeanteil dargestellt wird, wurde der Steuervorteil von Thesaurierungen im Halbeinkünfteverfahren zunächst in dem für diesen Aspekt überaus wichtigen und einflussreichen Beitrag von Laitenberger/Tschöpel (2003) als zusätzlicher Wachstumsabschlag abgeleitet. Beide Verfahren sind unter der Annahme $q = \bar{q}$

¹⁸ Vgl. Jonas (2008), S. 831 f., Wagner et al. (2008), S. 741 ff., Zeidler et al. (2008), S. 287 f.

¹⁹ Vgl. Jonas (2008), S. 832.

²⁰ So etwa Zeidler et al. (2008), S. 287 f.

²¹ Vgl. <http://dip.bundestag.de/extrakt/14/019/14019321.htm>.

²² Vgl. Knoll (2005), S. 42, und Knoll (2005a), S. 1123 ff.

²³ Vgl. bereits BGH, NJW 1967, S. 1464. Sehr interessant sind in diesem Zusammenhang die Ausführungen von Meilicke (2002), Tz. 43, der sich aus rechtlicher Sicht mit dem Primat der bestmöglichen Verwertung gegenüber der unter dem IDW S 1 (alt) noch vorherrschenden Vollausschüttungshypothese auseinandersetzt

äquivalent.²⁴ Wichtig ist indessen, dass die Koexistenz dieses Wachstums mit dem vorher auch bei Vollausschüttung unterstellten „herkömmlichen“, „autonomen“ oder „organischen“ Wachstum heftig diskutiert wurde.²⁵

Für den weiteren Gang der Argumentation ist wichtig festzuhalten, dass diese Fragestellung in zwei elementare Aspekte aufzuspalten ist: Die modelltechnische Integration des organischen Wachstums in die neue Nachsteuerrechnung einerseits sowie die Frage der Unterlegung dieses Wachstums mit Eigenkapital andererseits.

Der letztgenannte Aspekt war für die Kritik am „doppelten“ Wachstum Ausschlag gebend, erweist sich aber bei genauerem Hinsehen nicht als Spezifikum der neuen Methode, denn offensichtlich spielt es für die Unterlegung des organischen Wachstums mit Eigenkapital keine Rolle, ob Gewinne ausgeschüttet oder aber in eine Art rechentechnischen Fonds mit separat ausgewiesenen Rückflüssen eingelegt werden.²⁶ Insoweit überrascht es nicht, dass sich über diese Frage schon relativ bald eine neue Diskussionsrunde ergab, deren Kern weder von Steuern noch von einem doppelten Wachstum abhängig ist.²⁷

Die modelltechnische Frage, ob sich auch in der neuen Nachsteuerrechnung eine rechnerisch gleiche Behandlung des altbekannten Wachstums durch Abzug eines Abschlags von dem nunmehr bereits um das thesaurierungsbedingte Wachstum gekürzten Diskontierungszins ergibt, der in der finanzmathematisch äquivalenten Variante einer Bruttoausschüttung der Thesaurierung zu der Darstellung der ewigen Rente wie in Tabelle 1 führt, bleibt davon unberührt. Wiese (2005) und Knoll(2005a) haben in zwei voneinander unabhängigen Ansätzen gezeigt, dass diese dem bisherigen Vorgehen strukturgleiche Lösung tatsächlich resultiert und damit im Gegensatz zu den beiden Kritikpunkten 1.2.1 und 1.2.2 hier durchaus ein positiver Befund für den neuen Ansatz auszumachen ist.

2 Vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungsteuer

Mit dem Unternehmensteuerreformgesetz 2008 kam es erneut zu wichtigen Änderungen für die Unternehmensbewertung. In einem wiederum mehrstufigen Prozess novellierte das IDW seinen Bewertungsstandard erneut, der seit dem 2.4.2008 als IDW S 1 i.d.F. 2008 firmiert.²⁸

Qualitativ kam es neben der bereits angesprochenen Verlagerung von Steuerlast von der Unternehmens- und die Anteileignerebene zu einer weiteren Diskriminierung von Eigen- gegenüber Fremdkapital.²⁹ Zinsen und Dividenden werden nunmehr pauschal mit 25% Einkommensteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag, also aktuell insgesamt 26,375% besteuert. Grundsätzlich gilt dies auch für Kursgewinne, doch sind dabei zwei wesentliche Einschränkungen zu machen:

²⁴ Vgl. bspw. Wagner et al. (2006), S. 1020 ff.

²⁵ Vgl. Wiese (2005), Knoll (2005a) einerseits und Schwetzler (2005) sowie (2005a) andererseits.

²⁶ Vgl. Knoll et al. (2006), S. 6.

²⁷ Vgl. hierzu Meitner (2008), (2008a), (2008b) sowie Wiese (2008) einerseits und Schwetzler (2007), (2008), (2008a) sowie Friedl/Schwetzler (2008) andererseits.

²⁸ Abgedruckt in WPg Supplement 3/2008, S. 68 ff.

²⁹ Vgl. Wiegard (2008).

- Für Aktien, die vor dem Jahresende 2008 erworben wurden, gilt die alte Regelung, dass Veräußerungsergebnisse nach mehr als einem Jahr Haltedauer steuerlich unbeachtlich sind.
- Die effektive Steuerlast auf Aktien, die ab 2009 erworben werden, hängt ebenfalls von der Haltedauer ab, weil es zu keiner jährlichen Abrechnung kommt und somit Zinseszinsseffekte steuerlich nicht erfasst werden. Im Ergebnis fällt damit der effektive Steuersatz bei zunehmender Haltedauer.³⁰

Für die unmittelbare Abbildung dieser neuen Situation ist folglich eine Annahme über den Erwerb und die Haltedauer zu treffen. Da die neue Regelung für Bewertungsstichtage nach der Annahme des Unternehmensteuerreformgesetzes durch den Bundesrat am 6.7.2007 gilt, wurden hinsichtlich dessen die folgenden Differenzierungen vorgenommen:³¹

Bewertungsstichtag	7.7.2007 - 31.12.2008	Ab 1.1.2009
Abgeltungsteuer auf Dividenden s_d	26,375%	26,375%
Eff. Steuer auf thesaurierungsbedingte Veräußerungsgewinne s_v	0%	13,1875%

Tabelle 2: Angenommene Steuerbelastungen

Dabei wird in der Darstellung und auch in der Berechnung oft mit gerundeten Werten operiert, insbesondere mit 26,4% und 13,2%. Standardisiert beträgt die gesamte Anteilseignerbelastung stets $qs_d + (1 - q)s_v$.

2.1 Konsistenzprobleme

Mit diesem Vorgehen wurden elementare zwei Konsistenzprobleme geschaffen, die vor der Untersuchung der Stabilität des gesamten Vorgehens kurz beleuchtet werden sollen.

2.1.1 Aktienerwerbe vor 2009

Unmittelbar erkennbar ist nach dem Vorstehenden das erste Problem: Hat ein typisierter inländischer Privatanleger die Aktien des Bewertungsobjekts vor dem 1.1.2009 erworben, sind Veräußerungsgewinne unabhängig von ihrer Ursache nach einem Jahr Haltedauer steuerfrei, während sie bei einer privaten Reinvestition des Veräußerungserlöses bzw. einer gezahlten Abfindung steuerpflichtig sind. Mit dem Vorgehen des neuen Standards kommt es damit zu einer systematischen Unterbewertung, die auch nicht durch Veränderungen des Renditeniveaus am Kapitalmarkt auszugleichen ist, wie sie von IDW-Vertretern aufgrund des Systemwechsels erwartet werden.³² Außerdem stellt sich hierzu allerdings nochmals die Frage, warum solche Veränderungen bei der vormaligen Steuerreform gerade nicht thematisiert worden waren.³³

³⁰ Vgl. Wiese (2007), S. 370 f.

³¹ Vgl. die mit Beispielen angereicherte Darstellung bei Wagner et al. (2008), S. 743 ff.

³² Vgl. Jonas (2008), S. 828 f., Wagner et al. (2008), S. 739 ff., Zeidler et al. (2008), S. 282 ff.

³³ Vgl. Abschnitt 2.2.1.

2.1.2 Unterstellte Marktrisikoprämie

Bei der Festlegung der effektiven Steuer auf Veräußerungsgewinne musste zwangsläufig eine Annahme über die durchschnittliche Haltedauer der Aktien getroffen werden. Die Halbierung gegenüber dem normalen Abgeltungssatz kam dadurch zustande, dass man auf der Basis empirischer Untersuchungen mit Recht sehr lange Zeiträume unterstellte.³⁴ Geht man davon aus, dass die Dividendenrendite gleich dem Basiszins ist und berechnet die implizite Haltedauer auf der Basis der vom IDW für die Zukunft vertretenen Marktrisikoprämie von 5% vor Abgeltungssteuer,³⁵ ergeben sich Werte um die dreißig Jahre.³⁶ Dann ist allerdings diese Marktrisikoprämie selbst nicht mehr aufrecht zu erhalten, weil sich bei derart langen Haltedauern die Volatilitäten von Aktien und Anleihen stark annähern, wie die folgende Abbildung aus einer Studie des Deutschen Aktieninstituts DAI zeigt:

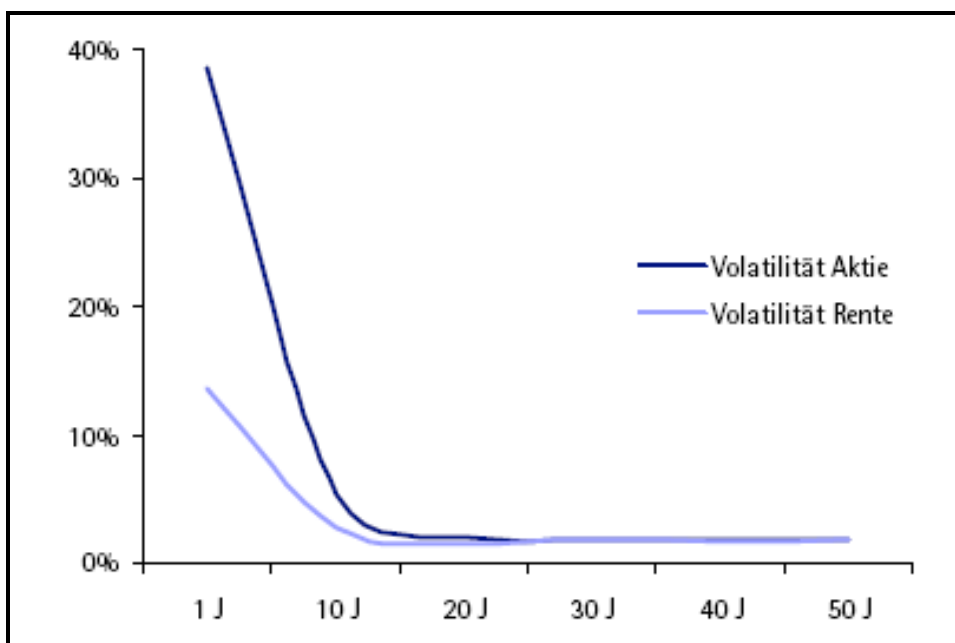


Abbildung 1: Risikoverlauf von Aktien- und Rentenpapieren bei zunehmender Anlagedauer³⁷

Das DAI verbalisiert diesen Befund wie folgt:

„Die kurzfristigen Kursschwankungen der Aktienanlage dürfen jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Risiko der Aktienanlage mit zunehmender Dauer bis auf das Niveau von Rentenpapieren sinkt ...“³⁸

³⁴ Vgl. Jonas (2008), S. 830, Wagner et al. (2008), S. 736, Zeidler et al. (2008), S. 281.

³⁵ Vgl. Jonas (2008), S. 832, Wagner et al. (2008), S. 740 f., Zeidler et al. (2008), S. 285.

³⁶ Vgl. Wagner et al. (2008), S. 736, wo für 5% Kurssteigerung p.a. eine Haltedauer von 30 Jahren ausgewiesen ist. Da diese Berechnung auf der von Wiese in diese Diskussion eingeführten Formel für die Ermittlung der effektiven Kursgewinnsteuer erfolgte, erschließt sich nicht hinreichend, wodurch die etwas geringeren Werte in den beiden anderen Fundstellen von Fußnote 34 bedingt sind: Die Dividendenrendite ist im langjährigen Durchschnitt niedriger als der Basiszins, weshalb sich c.p. sogar eine Kursrendite und damit eine noch längere implizite Haltedauer ergibt.

³⁷ Entnommen aus DAI (2004), S. 11 m.w.N.

³⁸ Ebd., S. 10.

Insoweit wird sich das IDW überlegen müssen, wie stark es die unterstellte Marktrisikoprämie zurücknehmen muss, um angesichts des verwendeten Effektivsteuersatzes auf Veräußerungsgewinne zu einer konsistenten Kombination mit der Haltedauer zu gelangen.

2.2 Verallgemeinerte Beziehungen

Analytisch am interessantesten erscheint indessen, ob sich die für den Übergang vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren beschriebenen formalen Beziehungen nach entsprechender Modifikation auch im neuen System wiederfinden lassen. Speziell geht es darum, ob

- der allgemeine Diskontierungsquotient und
- die Formel für die ewige Rente und damit das in Abschnitt 2.2.3 beschriebene Phänomen doppelten Wachstums

reproduziert werden können, wenn anstelle des bisher verwendeten effektiven Steuersatzes $\bar{s} = \bar{q} \cdot s / 2$ auf Anteilseignerseite nunmehr $s^* = \bar{q}s_d + (1 - \bar{q})s_v$ verwendet wird.

2.2.1 Der allgemeine Diskontierungsquotient

Im Vergleich mit Tabelle 1 muss dieser Übergang dann für den allgemeinen Diskontierungsquotienten lauten

$$\frac{x_t(1 - \bar{s})}{(1 + k(1 - \bar{s}))^t} \cdot \frac{q - q \frac{s}{2}}{q - \bar{q} \frac{s}{2}} \rightarrow \frac{x_t(1 - s^*)}{(1 + k(1 - s^*))^t} \cdot \frac{q - qs_d}{q - \bar{q}s_d} \cdot \gamma, \quad (3)$$

wobei γ ein vorab nicht auszuschließender Faktor ist, der für den bisherigen Spezialfall $s_v = 0$ zu 1 degeneriert.

Außerdem erfolgt die Reinvestition der im Unternehmen thesaurierten Beträge konsistent gemäß den neuen Vorgaben als $r = k \cdot (1 - s_v)$, worin die bislang im Halbeinkünfteverfahren geltende Annahme mit $s_v = 0$ offensichtlich als Spezialfall enthalten ist.

Ausgangspunkt hierfür ist die allgemeine Darstellung in Laitenberger/Tschöpel.³⁹ Übersetzt man die dortige Formulierung auf die hier verwendete Terminologie für die Abgeltungssteuer, so erhält man für einen beliebigen Diskontierungsquotienten

$$\frac{qx_t \left[1 + \frac{k(1 - s_v) \cdot (1 - q)}{k(1 - s^*) - k(1 - s_v) \cdot (1 - q)} \right] (1 - s_d)}{(1 + k(1 - s^*))^t} \quad (4)$$

Dies lässt sich unter der Abkürzung umformen zu:

³⁹ WPg 2003, S. 1357, dritter Kasten der zweiten Spalte von S. 1361.

$$\begin{aligned}
& \frac{qx_t \cdot \frac{k(1-s^*)}{k(1-s^*) - k(1-s_v) \cdot (1-q)} \cdot (1-s_d)}{(1+k(1-s^*))^t} = \\
& \frac{qx_t \cdot \frac{k(1-s^*)}{k(1-\bar{q}s_d - (1-\bar{q})s_v - (1-s_v) \cdot (1-q))} \cdot (1-s_d)}{(1+k(1-s^*))^t} = \\
& \frac{x_t(1-s^*)}{(1+k(1-s^*))^t} \cdot \frac{q - qs_d}{q - \bar{q}s_d + s_v(\bar{q} - q)} = \frac{x_t(1-s^*)}{(1+k(1-s^*))^t} \cdot \frac{q(1-s_d)}{q(1-s_v) - \bar{q}(s_d - s_v)}
\end{aligned} \tag{5}$$

Da im Halbeinkünfteverfahren $s/2$ die Dividendenbesteuerung darstellte, wird der Übergang erreicht, wenn man $\bar{q} = (q - \bar{q}s_d) / (q - \bar{q}s_d + s_v(\bar{q} - q))$ verwendet. Bei der vom IDW unterstellten Gleichheit der Ausschüttungsquoten verschwindet ohnehin wie bisher der gesamte Korrekturfaktor und der übliche Diskontierungsquotient wird mit s^* als relevantem Steuersatz reproduziert.

Betrachtet man den Faktor, um den der übliche Diskontierungsquotient insgesamt zu erweitern ist, erhält man systemübergreifend die folgende Form:

$$\text{Faktor} = \frac{q \cdot (1 - \text{Ausschüttungssteuersatz})}{q \cdot (1 - s_v) - \bar{q} \cdot (\text{Ausschüttungssteuersatz} - s_v)}$$

Da im Halbeinkünfteverfahren $s_v = 0$ war, lässt sich der in Kapitel 1 dargestellte Faktor $\left(q - q \frac{s}{2}\right) / \left(q - \bar{q} \frac{s}{2}\right)$ als Spezialfall dieser allgemeinen Form interpretieren.

Damit wurde die erste Vermutung bestätigt und die für das Halbeinkünfteverfahren abgeleitete Beziehung für klassische Körperschaftsteuersysteme und eine Besteuerung von Dividenden und Veräußerungsgewinne verallgemeinert.

2.2.2 Doppeltes Wachstum in der ewigen Rente

Angesichts der Allgemeinheit dieses Befundes für beliebige Jahresgewinne ist grundsätzlich auch die Übertragbarkeit auf die Formel für eine konstant mit der Rate w wachsende ewige Rente vorgegeben. Dennoch soll nachfolgend diese ewige Rente eigens modelliert werden, um die unveränderte Koexistenz der beiden verschiedenen Wachstumsraten – thesaurierungsbedingtes und organisches – auch im neuen System abzubilden.

Hierzu beginnen wir mit der Entwicklung der zu diskontierenden Zahlungsströme Z :

Für $t = T+1$ gilt

$$Z_{T+1} = qx_{T+1}(1-s_d)$$

Für $t = T+2$ gilt

$$\begin{aligned}
Z_{T+2} &= q[x_{T+1}(1+w) + k(1-s_v) \cdot (1-q)x_{T+1}] \cdot (1-s_d) \\
&= qx_{T+1}(1-s_d) \cdot [(1+w) + k(1-s_v) \cdot (1-q)]
\end{aligned}$$

Für $t = T+3$ gilt

$$\begin{aligned}
Z_{T+3} &= q \left[x_{T+1} (1+w)^2 + k(1-s_v) \cdot ((1-q)x_{T+1}(1+w) + (1-q)x_{T+1}(1+k(1-s_v) \cdot (1-q))) \right] \cdot (1-s_d) \\
&= qx_{T+1}(1-s_d) \cdot \left[(1+w)^2 + k(1-s_v) \cdot (1-q) \cdot ((1+w) + (1+k(1-s_v) \cdot (1-q))) \right]
\end{aligned}$$

Die Weiterführung dieser Folge⁴⁰ führt für den allgemeinen Zeitpunkt $t = T+n$ zu

$$Z_{T+n} = qx_{T+1}(1-s_d) \cdot \left[(1+w)^{n-1} + \frac{k(1-s_v) \cdot (1-q)}{k(1-s_v) \cdot (1-q) - w} \left((1+k(1-s_v) \cdot (1-q))^{n-1} - (1+w)^{n-1} \right) \right] \quad (6)$$

Man erkennt sehr schön das neben dem organischen Wachstum aufgrund der mit $r = k \cdot (1-s_v)$ reinvestierten Thesaurierungen entstehende zweite Wachstum. Im nächsten Schritt werden diese beiden Effekte in der eckigen Klammer so arrangiert, dass man zwei Wachstumsabschläge erhält, die in der Summation über alle Perioden t einfach über die Gordon-Formel verarbeitet werden können:

$$Z_{T+n} = qx_{T+1}(1-s_d) \cdot \left[\left(1 - \frac{k(1-s_v) \cdot (1-q)}{k(1-s_v) \cdot (1-q) - w} \right) (1+w)^{n-1} + \frac{k(1-s_v) \cdot (1-q)}{k(1-s_v) \cdot (1-q) - w} (1+k(1-s_v) \cdot (1-q))^{n-1} \right] \quad (7)$$

Damit ergibt sich für den Wert der ewigen Rente

$$\begin{aligned}
V &= qx_{T+1}(1-s_d) \left[\frac{1 - \frac{k(1-s_v) \cdot (1-q)}{k(1-s_v) \cdot (1-q) - w}}{k(1-s^*) - w} + \frac{\frac{k(1-s_v) \cdot (1-q)}{k(1-s_v) \cdot (1-q) - w}}{k(1-s^*) - k(1-s_v) \cdot (1-q)} \right] \\
&= qx_{T+1}(1-s_d) \left[\frac{-w}{k(1-s_v) \cdot (1-q) - w} + \frac{k(1-s_v) \cdot (1-q)}{k(1-s_v) \cdot (1-q) - w} \right] \\
&= qx_{T+1}(1-s_d) \left[\frac{-w}{k(1-s^*) - w} + \frac{k(1-s_v) \cdot (1-q)}{k(q - \bar{q}s_d + s_v(\bar{q} - q))} \right] \quad (8)
\end{aligned}$$

Ist sichergestellt, dass die Nenner aller Brüche in der eckigen Klammer positiv sind, um die Transversalitätsbeziehung zu erfüllen, also

$$k(1-s_v)(1-q) > w, \quad k(1-s^*) = k(1-\bar{q}s_d - (1-\bar{q})s_v) > w \quad \text{und} \quad q - \bar{q}s_d + s_v(\bar{q} - q) > 0,$$

so ergibt sich nach einigen Umformungen⁴¹

$$V = \frac{x_{T+1}(1-s^*)}{k(1-s^*) - w} \cdot \frac{q - \bar{q}s_d}{q - \bar{q}s_d + s_v(\bar{q} - q)} = \frac{x_{T+1}(1-s^*)}{k(1-s^*) - w} \cdot \frac{q(1-s_d)}{q(1-s_v) - \bar{q}(s_d - s_v)}, \quad (9)$$

also die vermutete Beziehung, die analoge Eigenschaften wie der verallgemeinerte Diskontierungsquotient in Abschnitt 3.2.1 aufweist.

⁴⁰ Im Anhang 4.1 werden die Folgenglieder Z_{T+4} und Z_{T+n} ausführlich entwickelt.

⁴¹ Vgl. Anhang 4.2.

2.2.3 Tabellarische Übersicht

Die abgeleiteten Beziehungen gelten nicht nur für die Abgeltungssteuer, sondern für alle klassischen Körperschaftsteuersysteme, d.h. einer definitiven Besteuerung auf der Ebene des Unternehmens und einer Besteuerung auf Anteilseignerseite. Die Kalküle sind ergänzt um den Fall einer ewigen Rente ohne organisches Wachstum, d.h. $w = 0$, in Tabelle 3 zusammengestellt.

Phase	Formel
Detailplanungsphase	$V = \sum_{t=1}^T \frac{x_t(1-s^*)}{(1+k(1-s^*))^t} \cdot \frac{q - qs_d}{q - \bar{q}s_d - s_v(\bar{q} - q)}$
Ewige Rente ohne organisches Wachstum	$V = \frac{x_{T+1}(1-s^*)}{k(1-s^*)} \cdot \frac{q - qs_d}{q - \bar{q}s_d - s_v(\bar{q} - q)} = \frac{x_{T+1}}{k} \cdot \frac{q - qs_d}{q - \bar{q}s_d - s_v(\bar{q} - q)}$
Ewige Rente mit organischem Wachstum	$V = \frac{x_{T+1}(1-s^*)}{k(1-s^*) - w} \cdot \frac{q - qs_d}{q - \bar{q}s_d + s_v(\bar{q} - q)}$

Tabelle 3: Verallgemeinerte Nachsteuerkalküle

3 Resümee

Franz W. Wagner hat entscheidenden Anteil daran, dass heute trotz immer wieder aufflackernder Kritik die Berücksichtigung von Anteilseignersteuern bei objektivierten Unternehmensbewertungen sowohl in der betriebswirtschaftlichen Theorie als auch im für die meisten Wirtschaftsprüfer maßgeblichen Standard herrschende Meinung ist.⁴²

In dem runden Jahrzehnt, seit das IDW dem entsprechenden Petition des Jubilars nachgekommen ist, haben zwei grundlegende Steuerreformen die Umsetzung einer konsistenten Nachsteuerrechnung nicht leichter gemacht. Der vorliegende Beitrag hat wichtige Probleme skizziert und für klassische Körperschaftsteuersysteme Kalküle entwickelt, die den Formeln der elementaren Nachsteuerrechnung stark ähneln und dabei trotz ihrer allgemeinen Einsatzbarkeit erfreulich übersichtlich bleiben.

Summa summarum werden damit die entscheidenden Aspekte für die objektivierten Unternehmensbewertung wohl weiterhin weniger die Kalküle selbst als die Parameter bleiben, die in die Kalküle eingehen. Für ihre Bestimmung wird die Zusammenarbeit zwischen betriebswirtschaftlicher Steuerlehre und

⁴² Daran ändert auch die Möglichkeit nichts, dass nach dem IDW S 1 i.d.F. 2008 objektivierten Unternehmenswerte auch ohne Anteilseignersteuern vorgenommen werden können, weil hier über entsprechende Anpassungen eine „mittelbare“ Typisierung vorgenommen wird; vgl. etwa Jonas (2008), S. 831 ff.

Kapitalmarktforschung unerlässlich bleiben – eine Zusammenarbeit, die dem Jubilar wie den Verfassern ebenfalls schon lange am Herzen liegt.

4 Anhang

4.1 Entwicklung der Zahlungsströme Z_{T+4} und Z_{T+n}

Für $t = T+4$ gilt

$$\begin{aligned} Z_{T+4} &= q \left[x_{T+1}(1+w)^3 + k(1-s_v) \left(\frac{(1-q)x_{T+1}(1+w)^2 + (1-q)x_{T+1}(1+w)(1+k(1-s_v)(1-q))}{(1-q)x_{T+1}(1+k(1-s_v)(1-q))^2} \right) \right] (1-s_d) \\ &= qx_{T+1}(1-s_d) \left[(1+w)^3 + k(1-s_v)(1-q) \left((1+w)^2 + (1+w)(1+k(1-s_v)(1-q)) + (1+k(1-s_v)(1-q))^2 \right) \right] \\ &= qx_{T+1}(1-s_d) \left[(1+w)^3 + k(1-s_v)(1-q) \sum_{i=0}^2 (1+w)^{2-i} (1+k(1-s_v)(1-q))^i \right] \end{aligned}$$

Für $t = T+n$ gilt

$$\begin{aligned} Z_{T+n} &= qx_{T+1}(1-s_d) \left[(1+w)^{n-1} + k(1-s_v)(1-q) \sum_{i=1}^{n-2} (1+w)^{n-2-i} (1+k(1-s_v)(1-q))^i \right] \\ &= qx_{T+1}(1-s_d) \left[(1+w)^{n-1} + k(1-s_v)(1-q)(1+w)^{n-2} \sum_{i=1}^{n-2} \left(\frac{1+k(1-s_v)(1-q)}{1+w} \right)^i \right] \\ &= qx_{T+1}(1-s_d) \left[(1+w)^{n-1} + k(1-s_v)(1-q)(1+w)^{n-2} \frac{\left(\frac{1+k(1-s_v)(1-q)}{1+w} \right)^{n-1} - 1}{\frac{1+k(1-s_v)(1-q)}{1+w} - 1} \right] \\ &= qx_{T+1}(1-s_d) \left[(1+w)^{n-1} + k(1-s_v)(1-q)(1+w)^{n-1} \frac{\left(\frac{1+k(1-s_v)(1-q)}{1+w} \right)^{n-1} - 1}{k(1-s_v)(1-q) - w} \right] \\ &= qx_{T+1}(1-s_d) \left[(1+w)^{n-1} + \frac{k(1-s_v)(1-q)}{k(1-s_v)(1-q) - w} \left((1+k(1-s_v)(1-q))^{n-1} - (1+w)^{n-1} \right) \right] \end{aligned}$$

4.2 Wert der ewigen Rente

Ausgehen von (8) führen die folgenden Umformungen zu (9)

$$\begin{aligned}
V &= \frac{qx_{T+1}(1-s_d)}{k(1-s^*)-w} \cdot \left[\frac{-w}{k(1-s_v)(1-q)-w} + \frac{(k(1-s^*)-w)k(1-s_v)(1-q)}{k(q-\bar{q}s_d+s_v(\bar{q}-q))(k(1-s_v)(1-q)-w)} \right] \\
&= \frac{qx_{T+1}(1-s_d)}{k(1-s^*)-w} \cdot \frac{(k(1-s^*)-w)(1-s_v)(1-q)-w(q-\bar{q}s_d+s_v(\bar{q}-q))}{(k(1-s_v)(1-q)-w)(q-\bar{q}s_d+s_v(\bar{q}-q))} \\
&= \frac{qx_{T+1}(1-s_d)}{k(1-s^*)-w} \cdot \frac{k(1-s^*)(1-s_v)(1-q)-w(q-\bar{q}s_d+s_v\bar{q}-s_vq+1-s_v-q+s_vq)}{(k(1-s_v)(1-q)-w)(q-\bar{q}s_d+s_v(\bar{q}-q))} \\
&= \frac{qx_{T+1}(1-s_d)}{k(1-s^*)-w} \cdot \frac{k(1-s^*)(1-s_v)(1-q)-w\overbrace{(1-\bar{q}s_d-(1-\bar{q})s_v)}^{1-s^*}}{(k(1-s_v)(1-q)-w)(q-\bar{q}s_d+s_v(\bar{q}-q))} \\
&= \frac{qx_{T+1}(1-s_d)}{k(1-s^*)-w} \cdot \frac{(1-s^*)(k(1-s_v)(1-q)-w)}{(k(1-s_v)(1-q)-w)(q-\bar{q}s_d+s_v(\bar{q}-q))} \\
&= \frac{x_{T+1}(1-s^*)}{k(1-s^*)-w} \cdot \frac{q-qs_d}{q-\bar{q}s_d+s_v(\bar{q}-q)}
\end{aligned}$$

Literaturverzeichnis

- Ballwieser, W. (1995): Unternehmensbewertung und Steuern, in: Elschen, R. / Siegel, Th. / Wagner F.W. (Hrsg.), Unternehmenstheorie und Besteuerung – Festschrift für Dieter Schneider, Wiesbaden 1995, S. 15-37.
- Ballwieser, W. / Kruschwitz, L. / Löffler, A. (2007): Einkommensteuer und Unternehmensbewertung – Probleme mit der Steuerreform 2008, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 765-769.
- DAI (2004): Aktie versus Rente, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 26, Frankfurt am Main.
- Friedl, G. / Schwetzler, B. (2008): Inflation, Wachstum und Unternehmensbewertung, Working Paper, verfügbar unter: http://www.finexpert.info/fileadmin/user_upload/downloads/pdf/poll/wachstum_inflation_v8.pdf
- IDW (1983): Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensverträgen, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 468-480.
- IDW (2000): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 825-842.
- Jonas, M. (2008): Relevanz persönlicher Steuern? – Mittelbare und unmittelbare Typisierung der Einkommensteuer in der Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung, S.826-833.
- Jonas, M. / Löffler, A. / Wiese, J. (2004): Das CAPM mit deutscher Einkommensteuer, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 898-906.
- Knoll, L. (2005): IDW ES 1 n.F. und der Preis der Ästhetik, in: Die Aktiengesellschaft – Sonderheft „Fair Valuations“, S. 39-43.
- Knoll, L. (2005a): Wachstum und Ausschüttungsverhalten in der ewigen Rente: Probleme des IDW ES 1 n.F.?, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 1120-1125.
- Knoll, L. (2007): Der objektivierte Unternehmenswert und das IDW, in: Zeitschrift für Bankwirtschaft und Bankrecht, S. 169-178.

- Knoll, L. / Rasinger, W. / Wala, Th. (2006): Bewertungsstandards, Anteilseignersteuern und die Entschädigung von Minderheitsaktionären, in: *Ecolex*, 17, Skript 2006/34.
- Knoll, L. / Wenger, E. / Wala, Th. (2007): Überschußdiskontierung und Steuersystemwechsel: Der Fall des deutschen Steuersenkungsgesetzes, in: *Österreichisches Bankarchiv*, S. 700-706.
- Kruschwitz, L./Löffler, A. (2005): Unternehmensbewertung und Einkommensteuer aus der Sicht von Theoretikern und Praktikern, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, S. 73-79.
- Laitenberger, J./Tschöpel, A. (2003): Vollausschüttung und Halbeinkünfteverfahren, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, S. 1357-1367.
- Meilicke, W. (2002): Kommentierung zu § 305 AktG, in: *Heidel, Th.* (Hrsg), *Aktienrecht*, Bonn 2002, S. 1570-1584.
- Meitner, M. (2008): Die Kombination von Wachstumskomponenten im Terminal Value Modell, in: *Bewertungspraktiker* 3, Heft 1/2008, S. 10-14.
- Meitner, M. (2008a): Modellkonsistenz, Renditeorientierung und Cash Flow Timing – Der Terminal Value in der Bewertungspraxis, IACVA-Germany Working Paper 1:2008.
- Meitner, M. (2008b): Die Berücksichtigung von Inflation in der Unternehmensbewertung – Terminal-Value-Überlegungen (nicht nur) zu IDW ES 1 i.d.F. 2007, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, S. 248-255.
- Schwetzler, B. (2005): Halbeinkünfteverfahren und Ausschüttungsäquivalenz, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, S. 59, S. 601-617.
- Schwetzler, B. (2005a): Ausschüttungsäquivalenz, inflationsbedingtes Wachstum und Nominalrechnung in IDW ES 1 n.F., in: *Die Wirtschaftsprüfung*, S. 1125-1129.
- Schwetzler, B. (2007): „Nebeneinander von organischem und thesaurierungsbedingtem Wachstum in der Unternehmensbewertung?“, in: *Bewertungspraktiker* 2, Heft 4/2007, S. 2-6.
- Schwetzler, B. (2008): Konsistente Nominalrechnung in der Unternehmensbewertung, in: *Bewertungspraktiker* 3, Heft 1/2008, S. 15-19.
- Schwetzler, B. (2008a): Nominalrechnung und Unternehmensbewertung, IACVA-Germany Working Paper 2:2008.
- Wagner, F.W. (1971): Das Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer OHG. Ein Beitrag zur Theorie der Unternehmensbewertung, Dissertation, München 1971.
- Wagner, F.W. (1972): Der Einfluss der Einkommensteuer auf die Entscheidung über den Verkauf einer Unternehmung, in: *Der Betrieb*, S. 1637-1642.
- Wagner, F.W. / Nonnenmacher, R. (1981): Die Abfindung bei der Ausschließung aus einer Personengesellschaft, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, S. 674-683.
- Wagner, F.W. (2007): Der Einfluss der Besteuerung auf zivilrechtliche Abfindungs- und Ausgleichsansprüche bei Personengesellschaften, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, S. 929-937.
- Wagner, F.W. (2008): Der Einfluss der Besteuerung auf die rechtsgeprägte Unternehmensbewertung – eine vernachlässigtes Problem, in: Laitenberger, J. / Löffler, A. (Hrsg.), *Finanzierungstheorie auf vollkommenen und unvollkommenen Kapitalmärkten*, Festschrift für Lutz Kruschwitz zum 65. Geburtstag, München 2008, S. 79-102.
- Wagner, F.W. (2008a): Unterschiedliche Wirkungen bewertungsbedingter und transaktionsbedingter latenter Ertragsteuern auf Abfindungs- und Ausgleichsansprüche?, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, S. 834-840.

- Wagner, F.W. / Rümmele, P. (1995): Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung: Zum Einfluss von Steuerrechtsänderungen, in: Die Wirtschaftsprüfung, 48. Jg., S. 433-441.
- Wagner, W. / Jonas, M. / Ballwieser, W. / Tschöpel, A. (2006): Unternehmensbewertung in der Praxis – Empfehlungen und Hinweise zur Anwendung von IDW S 1, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 1005-1028.
- Wagner, W. / Saur, G. / Willershausen, t. (2008): Zur Anwendung der Neuerungen der Unternehmensbewertungsgrundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 in der Praxis, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 731-747.
- Wiese, J. (2004): Unternehmensbewertung mit dem Nachsteuer-CAPM?, Arbeitspapier, Münchner betriebswirtschaftliche Beiträge, Ludwig-Maximilians-Universität München 2004.
- Wiese, J. (2005): Wachstum und Ausschüttungsannahmen im Halbeinkünfteverfahren, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 617-623.
- Wiese, J. (2007): Unternehmensbewertung und Abgeltungssteuer, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 368-375.
- Wiegand, W. (2008): Zinsen statt Arbeitsplätze, in: Die Welt vom 14.8.2008, S. 26.
- Zeidler, G.W. / Schöniger, St. / Tschöpel, A. (2008): Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 auf Unternehmensbewertungskalküle, in: Finanzbetrieb, S. 276- 288.