



Kapitalwertneutrale Wiederanlage in der Unter- nehmensbewertung: Die Ermittlung der Mindest- renditen von Kapitalgesell- schaften bei Thesaurierung

Von Wolfgang Schultze und Tam P. Dinh Thi

Überblick

- Die Einführung des klassischen Körperschaftsteuersystems mit Doppelbesteuerung von Ausschüttungen aus Kapitalgesellschaften hat erhebliche Auswirkungen auf die Höhe des Einkommens, das nach Steuern den Eignern zufließt. Sie verändert auch die Renditeforderungen, die von den Eignern an Unternehmen gerichtet werden.
- Es resultiert die für Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung wichtige Frage, welche Renditen vor Steuern im Unternehmen erwirtschaftet werden müssen, um den Renditeforderungen der Eigner gerecht werden zu können. Abhängig von der Art der Eigenfinanzierung ergeben sich diesbezüglich unterschiedliche Sätze.
- Für die Finanzierung aus Gewinnen resultieren deutlich geringere Sätze als bei Außenfinanzierung, was Gewinnthesaurierungen vorteilhaft macht. Eine grundsätzliche Wertsteigerung aufgrund von Einbehaltungen, wie andernorts konstatiert wird, ergibt sich jedoch nicht. Es sind nur solche Thesaurierungen sinnvoll, bei deren Reinvestition mindestens die abgeleiteten Grenzrenditen erwirtschaftet werden können.
- Diese Erkenntnis hat erhebliche Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung und die jüngst erfolgte Reform des Bewertungsstandards des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S1).

Prof. Dr. Wolfgang Schultze, Lehrstuhl für Wirtschaftsprüfung und Controlling, Universität Augsburg, Universitätsstr. 16, 86135 Augsburg.
E-mail: wolfgang.schultze@wiwi.uni-augsburg.de
Dipl. Kffr. Tam P. Dinh Thi, Lehrstuhl für Rechnungslegung und Controlling, Friedrich-Schiller-Universität Jena, Carl-Zeiss-Str. 3, 07743 Jena.
E-mail: t.dinhthi@wiwi.uni-jena.de, URL: www.wiwi.uni-jena.de/RLC

A. Einleitung

Das durch das Steuersenkungsgesetz (StSenkG) eingeführte Halbeinkünfteverfahren hat die Bedingungen, unter denen Einkommen den Investoren deutscher Kapitalgesellschaften zufließt gravierend verändert und daher erhebliche Auswirkungen auf die Werte deutscher Kapitalgesellschaften. Es ergibt sich eine doppelte Belastung des Einkommens auf der Ebene des Unternehmens und der Investoren, was Ausschüttungen unattraktiv erscheinen lässt.¹ Es resultiert ein systematischer Vorteil von Einbehaltungen in dem Sinne, dass in der Konsequenz die Kosten der Außenfinanzierung über denen der Innenfinanzierung liegen. Im Ergebnis können deshalb bei Selbstfinanzierung c. p. mehr lohnenswerte, d. h. unternehmenswertsteigernde Projekte durchgeführt werden als vor der Steuerreform. Hierin kommt die mit der Reform intendierte Stärkung der Selbstfinanzierung zum Ausdruck.² Dies bedeutet andererseits aber nicht, dass jede Einbehaltung der Ausschüttung überlegen und damit wünschenswert ist.³ Die positive Auswirkung des Halbeinkünfteverfahrens besteht vielmehr darin, dass es von Vorteil ist, Investitionen primär aus Einbehaltungen zu finanzieren – aber dabei freilich nur solange Gewinne einzubehalten, wie damit lohnenswerte Projekte finanziert werden können.

Lohnenswerte Projekte sind gekennzeichnet als solche, die Renditen erwirtschaften, die auch nach Berücksichtigung der Steuerwirkung die Kapitalkosten übersteigen – und damit einen positiven Kapitalwert aufweisen, welcher wiederum den Betrag angibt, um den der Unternehmenswert gesteigert wird. Nicht jede Einbehaltung steigert den Unternehmenswert. Denn Einbehaltungen sind nur dann sinnvoll, wenn deren Wiederanlage mindestens die Kapitalkosten erwirtschaftet – überschüssige, nicht für lohnenswerte Investitionen benötigte, freie Finanzmittel sollten auch im Halbeinkünfteverfahren ausgeschüttet werden.

Frei verfügbare Finanzmittel, die nicht für lohnende Investitionen benötigt werden, werden auch als Free Cashflows bezeichnet und sind Gegenstand der Unternehmensbewertung nach der Discounted Cashflow (DCF)-Methodik.⁴ Die Annahme der Vollausschüttung der Free Cashflows (FCF) erzielt die gleichen Ergebnisse wie die Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition einbehaltener Finanzmittel.⁵ Diese Tatsache liegt dem Theorem von der Irrelevanz der Ausschüttungspolitik nach Miller/Modigliani (1961) zugrunde und bildet die Grundlage der DCF-Methodik.⁶ Die Gültigkeit des MM-Theorems als Separationstheorem ist für die Investitionsrechnung von herausragender Bedeutung, denn nur dann lassen sich Investitionen durch die Diskontierung von betrieblichen Zahlungsüberschüssen beurteilen: anderenfalls wären immer die Wechselwirkungen von Investition, Finanzierung und Ausschüttungspolitik zu berücksichtigen.⁷ Die Annahmen der Vollausschüttung der FCF und der kapitalwertneutralen Investition bedingen einander und bilden die Grundlage für Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung. Die Annahme der kapitalwertneutralen Wiederanlage ist insbesondere für die Unternehmensbewertung von großer Bedeutung, als nur sie sich in einem Planungsmodell, das auf die Ewigkeit ausgerichtet ist, nachhaltig umsetzen lässt.⁸ Bei einer solchen „kapitalwertneutralen“ Reinvestition muss der Wertverlust bei Thesaurierung gerade dem Wert der zusätzlichen Erträge durch die Investition entsprechen.⁹

In diesem Beitrag wird daher aufgezeigt, welche Renditen vor Steuern auf Einbehaltungen mindestens verdient werden müssen, damit eine Einbehaltung wertsteigernd wir-

ken und daher lohnend erscheinen kann. Die bisher existierenden Ergebnisse¹⁰ werden erweitert um die explizite Berücksichtigung der Steuerwirkungen der Fremdfinanzierung, die erheblichen Einfluss auf die Höhe der Mindestrenditen ausübt.¹¹ Es wird gezeigt, dass die erforderlichen Renditen bei Thesaurierung deutlich geringer ausfallen als bei Beteiligungsfinanzierung und wiederum im Halbeinkünfteverfahren deutlich geringer ausfallen als im früheren Anrechnungsverfahren.

Die Ergebnisse haben einerseits wichtige Implikationen für die Investitionsrechnung, indem die Mindestrenditen für Investitionsprojekte definiert werden, und andererseits für die Unternehmensbewertung, indem die erforderlichen Zinssätze vor Steuern bestimmt werden, die zur Herstellung kapitalwertneutraler Anlagen notwendig sind, wie sie im Standard für die Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S1) vorgesehen, aber nicht näher definiert sind.¹² Zugleich ergeben sich gravierende Kritikpunkte an der jüngst erfolgten Reform dieser Standards.

Der Beitrag ist wie folgt strukturiert: In Abschnitt 2 wird ein Überblick über die bisherigen Ergebnisse bzgl. der Ableitung von Mindestrenditen gegeben. Sodann wird in Abschnitt 3 die Ableitung um die Fremdfinanzierung erweitert. In Abschnitt 4 werden die Auswirkungen der Ergebnisse auf die Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung herausgearbeitet und daraus Empfehlungen für die Ausgestaltung des IDW S1 abgeleitet. In Abschnitt 5 wird die konsistente Berücksichtigung der Auswirkungen des Ausschüttungsverhaltens an einem Beispiel aufgezeigt. Eine Zusammenfassung beschließt den Beitrag.

B. Ableitung von Mindestrenditen – Stand der Forschung

Der Kapitalwert stellt in der Investitionsrechnung, auf deren Grundlage Entscheidungen über Investitionsalternativen anhand des Barwertkalküls getroffen werden, den Betrag dar, um den das Eigentümerversmögen in Folge der Durchführung des Projekts steigt.¹³ Er kann als diejenige Vermögensmehrung im Zeitpunkt des Investitionsbeginns t_0 betrachtet werden, die der Eigentümer zu diesem Zeitpunkt zusätzlich anlegen oder konsumieren kann. Ein Kapitalwert von Null impliziert, dass gerade die Kapitalkosten verdient werden. Kapitalwertneutralität bedeutet in diesem Kontext, dass keine Anlagemöglichkeiten bestehen, bei denen sich der Investor besser, aber auch nicht schlechter stellen kann.¹⁴ Die Vorteilhaftigkeit eines Investitionsprojekts wird ebenso von den Präferenzen der Kapitalgeber, bereits festliegenden Zahlungen, möglichen Finanzierungsmaßnahmen, anderen Investitionsprojekten und Steuern beeinflusst.¹⁵ Bei einer kapitalwertneutralen Investition wird damit unterstellt, dass nach Steuern eine Rendite in Höhe der Nachsteuerkapitalkosten verdient wird. Ein rational agierender Investor wird keine Investition durchführen, die nicht mindestens eine solche Rendite erzielen kann.

In der Investitionstheorie abstrahiert man explizit von Ausschüttungsannahmen, man geht davon aus, dass ein dem Unternehmen zugeflossener Geldbetrag gleichzeitig in die Einflussosphäre des Eigentümers übergegangen ist und insofern seinem Vermögen zugerechnet werden kann.¹⁶ Daher werden in der Investitionsrechnung betriebliche Cashflows diskontiert, nicht etwa die Einzahlungsüberschüsse des Eigentümers, also die Nettodivi-

denden. Die Unternehmensbewertung berücksichtigt hingegen diesen feinen Unterschied.¹⁷ Im Ergebnis besteht zwischen beiden Rechnungen kein Unterschied, wenn das Miller/Modigliani (MM) (1961)-Theorem gilt. Dies ist die theoretische Rechtfertigung für die Separation der Unternehmensebene von der Eigentümerebene.¹⁸ Durch die Berücksichtigung persönlicher Steuern, die in der Unternehmensbewertung inzwischen zum Standard geworden ist, wird dieser Unterschied jedoch erneut relevant: Um persönliche Steuern berücksichtigen zu können, braucht man Annahmen über den tatsächlichen Zufluss beim Eigentümer. Damit lässt sich der klassische Kapitalwert aber nicht mehr ohne weiteres auf Unternehmensebene definieren, er ergibt sich theoretisch richtig nur aus der Vermögensmehrung auf der Ebene des Eigentümers. Einen Kapitalwert auf Unternehmensebene und damit eine „Vermögensmehrung des Unternehmens“ als solche kann es nicht geben, denn erst durch den Übergang des Überschusses in die Hände des Eigentümers ist das betriebswirtschaftliche Finalziel erreicht. Der Kapitalwert zielt auf die Vermögensmehrung des Eigentümers, nicht des Unternehmens ab und ist entsprechend zu definieren.

Schneider (1969) stellt die Problematik sich ändernder Einkommensteuern auf den Kapitalwert einer Investition dar und thematisierte als einer der ersten im deutschsprachigen Raum darüber hinaus die Möglichkeit einer investitionsneutralen Besteuerung.¹⁹ Eine Änderung im Steuersystem hat dahingehend Einfluss auf Investitionsrenditen auf einbehaltene Mittel, als dadurch das Investitionsverhalten der Anleger beeinflusst wird. Rationale, an den Interessen der Eigentümer orientierte Unternehmen, werden grundsätzlich keine Investitionen durchführen, für die nicht mindestens eine Rendite in Höhe der Kapitalkosten nach Steuern erwirtschaftet werden kann. Nur solche Investitionen, die das Eigenvermögen steigern, werden durchgeführt.²⁰ Ändert sich das Steuersystem, so ändern sich zwangsläufig die „hurdle rates“ der Investitionen vor Steuern, damit nach Steuern der Unternehmenswert gesteigert werden kann. Der Werteinfluss des Steuersystems resultiert daher primär aus Einflüssen auf das Investitionsverhalten und nicht aus dem Ausschüttungsverhalten selbst.

Schreiber/Rogall (2000) analysieren die möglichen Folgen der Unternehmenssteuerreform des Jahres 2001 für inländische und ausländische Investitionen und die Bewertung von Gewinnrücklagen im In- und Ausland. Sie kommen zum Ergebnis, dass in Folge des Wechsels zum Halbeinkünfteverfahren die Finanzierung von Investitionen über Gewinnthesaurierung steuerlich derjenigen mittels Beteiligungskapital vorzuziehen ist.²¹ Dabei vergleichen sie die Renditen einer Reinvestition mit der Ausschüttung des entsprechenden Betrags. Grundlage für die Ableitung der erforderlichen Wiederanlagerenditen ist die Tatsache, dass „Kapitalgeber den Wert der Ausschüttung, auf den sie verzichten, mit dem Wert der Ausschüttungen, die sie durch die Investition erlangen“²², vergleichen. Der Zinssatz, bei dem beide Alternativen äquivalent sind, gibt die Grenzrendite an, zu der sich eine Investition der Beträge gerade noch lohnt.²³ Laufende Thesaurierungen zum Zweck der Selbstfinanzierung dürfen den Eigner nicht schlechter stellen als eine Ausschüttung. Der Wert der Anteile muss um einen Betrag ansteigen, der die Minderausschüttung gerade kompensiert.²⁴ Dies definiert, was aus einer an den Eigentümerinteressen orientierten Unternehmenssicht heraus eine „lohnenswerte“ Investition ist.

Schreiber/Rogall ermitteln so für das Halbeinkünfteverfahren einen Wiederanlagezins bei Selbstfinanzierung in der folgenden Höhe:²⁵

$$(1) \quad i^* = \frac{r(1-s_E)}{(1-s_G)(1-s_K)(1-s_V)}$$

wobei:

- i^* Kapitalwertneutraler Wiederanlagezins
- r Kapitalkosten
- s_E Einkommensteuersatz der Anteilseigner
- s_G Effektiver Gewerbesteuersatz
- s_K Körperschaftsteuersatz
- s_V Steuersatz auf Veräußerungsgewinne

Für die Analyse entscheidend ist folglich diejenige Vorsteuerrendite i^* , die auf einbehaltene Gewinne verdient werden muss, um eine Kurswertsteigerung in Höhe der Minderausschüttung zu produzieren. Sie ist diejenige Rendite, zu der sich einbehaltene Beträge verzinsen müssen, damit nach allen Unternehmenssteuern höhere zukünftige Ausschüttungen möglich werden, die im Zeitpunkt der Einbehaltung zu einer Unternehmenswertsteigerung in einer Höhe führen, welche die Minderausschüttung ausgleichen. Diese Vorgehensweise entspricht der Logik des Modigliani/Miller-Theorems von der Irrelevanz der Ausschüttungspolitik: wenn der Investor indifferent ist zwischen einer Kurswertsteigerung und einer Ausschüttung, dann ist eine Einbehaltung immer dann irrelevant, wenn der Investor durch den Verkauf von Anteilen gleichgestellt ist gegenüber dem Fall der Ausschüttung.²⁶ Dies ist dann der Fall, wenn der Wert seiner Anteile um denselben Betrag steigt, den er weniger an Dividende erhält.

Aus diesen Wiederanlagesätzen ermitteln Schreiber/Rogall die effektive Steuerbelastung der Investition, gegeben durch die steuerlich bedingte prozentuale Minderung der Rendite.²⁷ Sie zeigen, dass durch die Reform die effektive Steuerbelastung selbstfinanzierter Investitionen durchgängig gesunken ist. Im Vergleich zur effektiven Steuerbelastung der Beteiligungsfinanzierung fällt im Halbeinkünfteverfahren die Belastung selbstfinanzierter Investitionen deutlich geringer aus. Damit wird im Halbeinkünfteverfahren die Finanzierung aus Gewinnen gegenüber der Beteiligungsfinanzierung begünstigt und es besteht ein Anreiz zur Thesaurierung.²⁸

Es lässt sich somit festhalten, dass sich anhand des Vergleichs der effektiven Steuerbelastung im Halbeinkünfteverfahren ein Vorteil der Selbstfinanzierung bei Investitionen ergibt, wobei die Ermittlung des Wiederanlagezinses methodisch auf das Modigliani/Miller-Theorem von der Irrelevanz der Ausschüttungspolitik zurückzuführen ist.

Diese Ergebnisse werden auch in der Studie von Schreiber/Spengel/Lammersen (2002)²⁹ bestätigt, die die Auswirkungen der Steuerreform auf die Finanzierung einer Investition in Sachanlagen aus Sicht eines US-Investors mittels Selbst-, Beteiligungs- und Fremdfinanzierung ebenso auf Basis der effektiven Steuerbelastung vergleichen.

Die Wirkung der Besteuerung und die Vorteilhaftigkeit einer Finanzierungsform wird in der Literatur häufig auch über die effektive Steuerbelastung untersucht, die die prozentuale Minderung der Rendite aufgrund von Steuereinflüssen angibt.³⁰ Denn anhand des effektiven Steuersatzes können Modelle entwickelt werden, die das Ranking von Kapitalwerten nach Steuern und somit von Investitionsprojekten möglich macht.³¹ Auf diese Weise zeigen Schreiber/Spengel/Lammersen, dass die Kapitalkosten im Halbeinkünfte-

verfahren bei Selbstfinanzierung unter denjenigen im Anrechnungsverfahren liegen, bei Beteiligungsfinanzierung hingegen der Fall umgekehrt liegt. Für einen US-Investor hat sich durch das Halbeinkünfteverfahren folglich die Attraktivität Deutschlands als Investitionsstandort nicht erhöht. Hingegen bestätigen Schreiber/Spengel/Lammersen in ihrem Beitrag ebenso wie Schreiber/Rogall die durch die Reform intendierte Begünstigung der Selbstfinanzierung.

Schreiber (2006) ermittelt die für die aktuell diskutierten Alternativen einer Unternehmenssteuerreform 2008, Allgemeine Unternehmenssteuer und Duale Steuer, relevanten Mindestrenditen. Das Konzept der Dualen Unternehmenssteuer unterstellt eine Pauschalbesteuerung von 25% für alle Kapitaleinkommen, insbesondere sowohl für einbehaltene als auch ausgeschüttete Gewinne. Gleichzeitig zielt das Konzept auf eine Finanzierungsneutralität ab, d. h. steuerlich soll es unerheblich sein, ob Kapitalgeber Fremd- oder Eigenkapital zur Verfügung stellen. Hierfür ermittelt Schreiber eine Mindestrendite bei Selbst- und Beteiligungsfinanzierung in Höhe des Marktzinses. Beim Konzept der Allgemeinen Unternehmenssteuer, das eine rechtsformunabhängige Besteuerung vorsieht und bei dem Ausschüttungen der Einkommensteuer mit dem Anteil von 34/63 unterliegen, wird das Halbeinkünfteverfahren zu einem „Teileinnahmeverfahren“ modifiziert. Hierfür ermittelt Schreiber eine Mindestrendite bei Selbstfinanzierung in folgender Höhe:

$$(2) \quad i_{AU}^{SF} = \frac{r^* (1 - s_E)}{1 - s_k}$$

wobei:

r^* Markttrendite

s_E Einkommensteuersatz der Anteilseigner

s_k Gewinnsteuersatz unter der Allgemeinen Unternehmenssteuer

Die vorgestellten bisherigen Ergebnisse vernachlässigen jedoch die Wirkung von Einbehaltungen auf die Kapitalstruktur.³² Wie bekannt ist, verbessert zusätzliches Eigenkapital das Verschuldungspotenzial des Unternehmens in dem Sinne, dass es die Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals ermöglicht.³³ Nimmt das Unternehmen in der Folge einer Einbehaltung gerade soviel neue Fremdmittel auf, dass die ursprüngliche Kapitalstruktur (in Marktwerten) erhalten bleibt, so ergeben sich keine Veränderungen des finanzwirtschaftlichen Risikos des Unternehmens und die Eigenkapitalkosten bleiben konstant.³⁴ Diese Vorgehensweise quantifiziert damit das Ausmaß der Verbesserung des Verschuldungspotenzials. Alternativ lassen sich die Auswirkungen der Stärkung der Finanzierungsstruktur durch Einbehaltungen auch durch Anpassung der Eigenkapitalkosten abbilden. Durch eine Einbehaltung wird c. p. der Anteil des Eigenkapitals erhöht, was das finanzwirtschaftliche Risiko des Unternehmens reduziert und damit die Eigenkapitalkosten senkt. Deshalb genügt bei einem verschuldeten Unternehmen für den Ausgleich einer Einbehaltung durch Wertsteigerung eine geringere Verzinsung als die verschuldeten Eigenkapitalkosten, nämlich die Kapitalkosten eines entsprechenden unverschuldeten Unternehmens.³⁵ In der folgenden Ableitung der Investitionsrenditen werden die Auswirkungen einer Einbehaltung auf das Verschuldungspotenzial durch Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals bei Konstanthaltung des Verschuldungsgrades berücksichtigt.³⁶

C. Die Ableitung von Mindestrenditen unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierung

Für die Herstellung der Kapitalwertneutralität ist es erforderlich, dass nach Steuern eine Rendite in Höhe der Nachsteuerkapitalkosten verdient wird. Eine rational agierende, an den Interessen der Anteilseigner orientierte Unternehmensleitung wird nur solche Investitionen durchführen, die das Eigentümervermögen vermehren³⁷ und damit solche vermeiden, die nicht mindestens eine solche Rendite erzielen können. Im Folgenden wird aufgezeigt, welche Rendite vor Steuern dies impliziert.

Der resultierenden Rendite für das Halbeinkünfteverfahren (HEV) wird die korrespondierende Rendite für das Anrechnungsverfahren (ARV) gegenübergestellt, um aufzuzeigen, welche Auswirkungen von der Steuerreform auf die Bewertung unter Berücksichtigung des Finanzierungsverhaltens ausgehen. Gleichzeitig wird die entsprechende Rendite für die Beteiligungsfinanzierung abgeleitet, um den selbstfinanzierungsförderlichen Charakter des HEV deutlich zu machen. Anschließend werden die beim aktuellen Diskussionsstand erkennbaren Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2008 diskutiert.

I. Annahmen

Im Folgenden werden einige notwendige vereinfachende Annahmen zugrunde gelegt.³⁸ Es wird angenommen, dass die Unternehmen ihre Investitions- und Finanzierungsentscheidungen unabhängig voneinander treffen können. Dabei wird ein vollkommener Kapitalmarkt unterstellt, sodass der Preis der Alternativinvestition hinreichend bestimmt ist und somit durch Diskontierung auf das Bewertungsobjekt übertragbar ist. Insbesondere wird von Transaktionskosten abstrahiert, damit die Eigner Kurswertsteigerungen kostenfrei in Bargeld verwandeln können und damit indifferent sind zwischen Ausschüttungen und Wertsteigerungen. Es werden weiterhin ausschließlich die Gewerbe-, Körperschaft- und Einkommensteuer betrachtet. Besonderheiten wie Kirchensteuer, Solidaritätszuschlag etc. bleiben unberücksichtigt. Es wird angenommen, dass keine Steuer auf Spekulationsgewinne anfällt, sodass Kursgewinne steuerfrei vereinnahmt werden können.³⁹ Es werden keine Kreditrisiken berücksichtigt. Zudem wird angenommen, dass die operativen Risiken des Unternehmens, die durch die Varianz der operativen Zahlungsüberschüsse gegeben sind, im Zeitablauf konstant sind, sodass keine Notwendigkeit besteht, die finanzierungsunabhängigen Kapitalkosten im Zeitablauf neu zu bestimmen. Der Zeitindex t bezeichnet dabei zukünftige, erwartete Größen. Die finanzwirtschaftlichen Risiken werden konstant gehalten, indem das Unternehmen im Falle der Einbehaltung von Gewinnen zusätzliches Fremdkapital in einer solchen Höhe aufnimmt, dass der Verschuldungsgrad in Marktwerten konstant bleibt.

II. Mindestrenditen bei Selbstfinanzierung im Halbeinkünfteverfahren

Eine Investition kann nur dann den Unternehmenswert steigern, wenn deren Rückflüsse nach Berücksichtigung der Steuerwirkung ihre Kapitalkosten übersteigen. Bei Nichtexis-

tenz von Transaktionskosten und Steuern ist der Eigentümer grundsätzlich indifferent zwischen Beteiligungs- und Selbstfinanzierung, denn im Ergebnis stellt er in beiden Fällen dem Unternehmen Finanzmittel in Form von Eigenkapital zur Verfügung, die er alternativ andernorts risikoäquivalent als Eigenkapital hätte anlegen können, was wiederum seine Kapitalkosten determiniert. Nach Abzug von Steuern verursachen folglich beide Fälle identische Kapitalkosten i. H. v. r_{EK} . Da beide Finanzierungsformen jedoch unterschiedlich stark steuerlich belastet sind, muss das Unternehmen vor Steuern unterschiedliche Renditen verdienen, um diese Renditeerwartungen der Eigner erfüllen zu können. Damit sich aus Sicht des Investors eine Investition gerade noch lohnt, muss die mit der Investition erzielte Wertsteigerung nach Berücksichtigung der Steuerwirkung gerade den Wert der dafür hingegebenen Beträge, bei Thesaurierung die Höhe der Minderausschüttung, ausgleichen.

Zunächst wird die Ermittlung der Wiederanlagerendite bei einem unverschuldeten Unternehmen aufgezeigt. Im zweiten Schritt wird die Untersuchung auf verschuldete Unternehmen ausgedehnt.

Um den Zinssatz i allgemein zu ermitteln, zu dem sich die Anlage verzinsen muss, damit der Barwert der Minderausschüttung E an die Investoren insgesamt genau den darauf verdienten Erträgen entspricht, muss der Barwert der den Investoren entgangenen Ausschüttungen E dem der späteren Rückzahlung zzgl. der Verzinsung und zusätzlichen Tax Shields entsprechen. Die entgangene Ausschüttung nach Einkommensteuer beträgt:

$$(3) \quad E \times (1 - 0,5s_E) = E - 0,5s_E \Delta GRL$$

mit: $E = \Delta GRL$.

wobei:

E Einbehaltung (entgangene Ausschüttung)
 s_E Einkommensteuersatz der Anteilseigner
 GRL Gewinnrücklage

Zum Ausgleich des Einkommensverlustes muss der Unternehmenswert im Einbehaltungszeitpunkt $t = 0$ (EK_0) um denselben Betrag steigen, damit der Eigentümer gleichgestellt ist:

$$\Delta Ek_0 = E_0 \times (1 - 0,5s_E) \text{ bzw. } \Delta Ek_0 = E_0 - 0,5s_E \Delta GRL_0.$$

Der Eigner ist bei Einbehaltungen im HEV dann gleichgestellt, wenn der Barwert der späteren Ausschüttungserhöhung nach persönlichen Steuern dem Wert einer sofortigen Ausschüttung entspricht. Die Einbehaltung wird mit dem Zinssatz i verzinst und z. B. eine Periode später an die Investoren ausgeschüttet.⁴⁰ Die Investoren erhalten dann nach Steuern eine Verzinsung i. H. v.: $i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)$. Bei einem unverschuldeten Unternehmen mit Eigenkapitalkosten i. H. v. r_{EK}^u beträgt der Barwert und damit die Veränderung des Unternehmenswerts:

$$(4) \quad \Delta Ek_0 = \frac{E_0 \times (1 - 0,5s_E)}{1 + r_{EK}^u (1 - 0,5s_E)} + \frac{E_0 \times i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)}{1 + r_{EK}^u (1 - 0,5s_E)}.$$

Für eine Gleichstellung von Einbehaltung und Ausschüttung muss folglich gelten:

$$E_0 \times (1 - 0,5s_E) = \frac{E_0 \times (1 - 0,5s_E)}{1 + r_{Ek}^u (1 - 0,5s_E)} + \frac{E_0 \times i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)}{1 + r_{Ek}^u (1 - 0,5s_E)}$$

$$\Leftrightarrow r_{Ek}^u (1 - 0,5s_E) = i(1 - s_G)(1 - s_K).$$

Der Indifferenzsatz für ein unverschuldetes Unternehmen beträgt demgemäß:

$$(5) \quad i^* = \frac{r_{Ek}^u (1 - 0,5s_E)}{(1 - s_G)(1 - s_K)}.$$

Dieses Ergebnis entspricht somit weitgehend dem Ergebnis von Schreiber/Rogall unter Vernachlässigung der Steuer auf Veräußerungsgewinne.⁴¹ Es wird deutlich, dass es sich bei dem dort verwendeten Kapitalkostensatz um diejenigen eines unverschuldeten Unternehmens handelt. Integriert man auch eine Steuer auf Kursgewinne, so ist die Unternehmenswertsteigerung in Gleichung (3) mit dem Satz s_v zu versteuern. Daraus errechnet sich der folgende Mindestrenditesatz:

$$(6) \quad i^* = \frac{r_{Ek}^u (1 - 0,5s_E) + s_v}{(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - s_v)}.$$

Der Steuereffekt lässt sich dann nicht mehr als Vielfaches der Kapitalkosten darstellen, was die Ergebnisse verschiedener Finanzierungsalternativen und Steuersysteme schwer vergleichbar macht. Wir wollen im Folgenden daher von der Steuer auf Kursgewinne abstrahieren.

Gleichung (5) berücksichtigt noch nicht die Auswirkungen der Fremdfinanzierung. Denn bei einem verschuldeten Unternehmen nimmt annahmegemäß die Verschuldung im Falle der Einbehaltung um $\Delta Fk = E \frac{Fk}{Gk}$ zu. Den Investoren entgehen damit finanzielle

Mittel nach Einkommensteuer in Höhe von:

$$E_0 - 0,5s_E \Delta GRL_0,$$

wobei nun gilt:

$$E_0 = \Delta GRL + \Delta Fk,$$

da wegen der Beibehaltung der Verschuldung auch die Fremdkapitalgeber Mittel zur Verfügung stellen. Zum Ausgleich der Minderausschüttung muss der Unternehmenswert um denselben Betrag steigen, d. h. $\Delta Gk_0 = E_0 - 0,5s_E \Delta GRL_0$ muss gelten. Zudem gilt:

$$\Delta Gk_0 = \Delta Ek_0 + \Delta Fk_0.$$

Die Investitionsbeträge werden mit einer Rendite i . H. v. i verzinst und eine Periode später an die Investoren ausgeschüttet. Die Nachsteuerrendite beträgt: $i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)$. Der Barwert (PV) inklusive Tax Shield (TS) beträgt damit:

$$(7) \quad PV_0 = \frac{E_0 - 0,5s_E \Delta GRL}{1 + r_{Ek}^u (1 - 0,5s_E)} + \frac{E_0 \times i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)}{1 + r_{Ek}^u (1 - 0,5s_E)} + \frac{\Delta TS_0}{1 + r_{Fk}(1 - s_E)}.$$

Das Tax Shield im HEV beträgt:⁴²

$$TS = \omega Z = \tau Z(1 - s_E) = \tau(1 - s_E) r_{Fk} Fk.$$

$$(8) \quad \text{mit: } \tau = \frac{\omega}{(1 - s_E)} = 1 - \frac{(1 - \phi s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)}{(1 - s_E)} = \frac{TS}{r_{Fk}(1 - s_E)Fk}$$

wobei:

- ω Steuerfaktor für die Ermittlung des Zins-TS
- Z Zinszahlungen an die Gläubiger
- τ Steuerfaktor für die Ermittlung der WACC
- ϕ Faktor für den Anteil von Dauerschulden im TS
- r_{Fk} Fremdkapitalkosten

Damit die Eigentümer gleichgestellt sind, muss der Barwert der späteren Ausschüttungen und der zusätzlichen Tax Shields dem Wert der entgangenen Ausschüttung entsprechen:⁴³

$$(9) \quad E_0 - 0,5s_E \Delta GRL = \frac{E_0 - 0,5s_E \Delta GRL}{1 + r_{Ek}^u (1 - 0,5s_E)} + \frac{E_0 \times i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)}{1 + r_{Ek}^u (1 - 0,5s_E)} + \frac{\Delta TS_0}{1 + r_{Fk}(1 - s_E)}.$$

wobei:

- r_{Ek}^u Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens

Die Gleichung lässt sich nach i auflösen, wenn man berücksichtigt, dass:

$$\Delta Fk = \Delta Gk \frac{Fk}{Gk} = (E - 0,5s_E \Delta GRL) \frac{Fk}{Gk}$$

$$\text{und } \Delta TS = \omega r_{Fk} \Delta Fk = \omega r_{Fk} \Delta Gk \frac{Fk}{Gk} = \omega r_{Fk} (E - 0,5s_E \Delta GRL) \frac{Fk}{Gk}$$

$$\text{bzw. } \Delta TS = \tau(1 - s_E) r_{Fk} \Delta Fk = \tau(1 - s_E) r_{Fk} \Delta Gk \frac{Fk}{Gk} = \tau(1 - s_E) r_{Fk} (E - 0,5s_E \Delta GRL) \frac{Fk}{Gk}.$$

Daraus folgt:

$$\begin{aligned}
 [E - 0,5s_E \Delta GRL](1 + r_{EK}^u(1 - 0,5s_E)) &= E - 0,5s_E \Delta GRL + E \times i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E) \\
 + \frac{(1 + r_{EK}^u(1 - 0,5s_E))}{(1 + r_{FK}(1 - s_E))} \tau(1 - s_E) r_{FK} (E - 0,5s_E \Delta GRL) &\frac{Fk}{Gk} \\
 \Leftrightarrow r_{EK}^u(1 - 0,5s_E) - \frac{(1 + r_{EK}^u(1 - 0,5s_E))}{(1 + r_{FK}(1 - s_E))} \tau(1 - s_E) r_{FK} &\frac{Fk}{Gk} \\
 - 0,5s_E \frac{\Delta GRL}{E} r_{EK}^u(1 - 0,5s_E) + 0,5s_E \frac{\Delta GRL}{E} \frac{(1 + r_{EK}^u(1 - 0,5s_E))}{(1 + r_{FK}(1 - s_E))} \tau(1 - s_E) r_{FK} &\frac{Fk}{Gk} = \\
 i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E). &
 \end{aligned}$$

Der erste Ausdruck auf der linken Seite der Gleichung entspricht der auf das HEV angepassten Miles/Ezzell-Anpassung bei konstanter, wertabhängiger Verschuldung:⁴⁴

$$(10) \quad r_{GK}^\ell(1 - s_E) = r_{EK}^u(1 - 0,5s_E) - \tau_{FK}(1 - s_E) \frac{1 + r_{EK}^u(1 - 0,5s_E)}{1 + r_{FK}(1 - s_E)} \frac{Fk}{Gk}.$$

wobei:

r_{GK}^ℓ Gesamtkapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens

Dies entspricht den WACC im HEV:

$$(11) \quad r_{WACC}^{\ell,n,St} = r_{EK}(1 - 0,5s_E) \frac{Ek}{Gk} + (1 - 0,5s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E) r_{FK} \frac{Fk}{Gk}.$$

Daraus ergibt sich weiter:

$$(12) \quad \Leftrightarrow r_{WACC}^{\ell,n,St} - 0,5s_E \frac{\Delta GRL}{E} r_{WACC}^{\ell,n,St} = i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E).$$

Daraus ergibt sich folgender Wiederanlagesatz i^* :

$$(13) \quad \Leftrightarrow i_{HEV}^* = \frac{r_{WACC}^{\ell,n,St}(1 - 0,5s_E \Theta)}{(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)}$$

$$\text{mit } \Theta = \frac{\Delta GRL}{E} = \frac{(1 - \frac{Fk}{Gk})}{(1 - 0,5s_E) \frac{Fk}{Gk}}.$$

Die Mindestrendite hängt folglich vom Verschuldungsgrad ab. Bei einem persönlichen Steuersatz von 35%, einem Hebesatz von 400%, einem Körperschaftsteuersatz von 25% und einem Verschuldungsgrad von Null ergibt sich ein Multiplikator von 1,6, mit dem die WACC zu multiplizieren sind, um die erforderliche Rendite i^* zu erhalten:

$$i_{HEV}^* \left(\frac{Fk}{Gk} = 0 \right) = \frac{(1 - 0,5 \times 0,35 \times 1)}{(1 - 0,1666)(1 - 0,25)(1 - 0,5 \times 0,35)} \times r_{WACC}^{f,n,St} = 1,60 \times r_{WACC}^{f,n,St}.$$

Mit zunehmendem Verschuldungsgrad hingegen steigt der Wert auf bis zu 1,94 an (vgl. Tab. 1). Die Auswirkungen der Steuerreform lassen sich erkennen, wenn man diesem Wert die entsprechende erforderliche Mindestrendite im Anrechnungsverfahren gegenüberstellt:⁴⁵

$$(14) \quad i_{ARV}^* = \frac{(1 - s_E \Theta) r_{WACC}^{ARV,n,St}}{(1 - s_G)(1 - s_E)(1 - s_e \frac{Ek}{Gk})}.$$

wobei:

s_e Steuersatz der Körperschaftsteuer auf Einbehaltungen im ARV (gespaltener Steuersatz)

Vergleicht man die resultierenden Multiplikatoren der WACC in beiden Systemen, dann sind beide im gewählten Zahlenbeispiel bei einem Verschuldungsgrad von 75% äquivalent. Bei höherer Verschuldung ist im HEV, bei geringerer Verschuldung im ARV eine höhere Rendite für eine kapitalwertneutrale Investition erforderlich (vgl. Tab. 1), wobei Verschuldungsgrade in Marktwerten von über 75% eher die Ausnahme sein dürften.

Geht man davon aus, dass den Unternehmen unterschiedlich rentable Investitionsprojekte zur Auswahl stehen, dann werden sie diejenigen durchführen, deren Grenzrendite gerade noch die erforderliche Mindestrendite erreichen. Nach Steuern entspricht diese Mindestrendite den Kapitalkosten. Die unterschiedlichen Finanzierungsformen unterliegen jedoch unterschiedlichen Steuerbelastungen, weshalb die erforderlichen Vorsteuerrenditen zwischen Beteiligungsfinanzierung und Selbstfinanzierung differieren (vgl. Tab. 1).

Tab. 1: Vergleich der Multiplikatoren für die Ermittlung der erforderlichen Rendite einer kapitalwertneutralen Investition im Halbeinkünfte- und Anrechnungsverfahren bei einem persönlichen Steuersatz von 35%, Hebesatz von 400 % und Körperschaftsteuersatz von 25%.

Fk/Gk	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	75%	80%	90%	100%
Thesaurierung ARV	2,00	1,96	1,93	1,90	1,89	1,87	1,85	1,85	1,84	1,84	1,84	1,85
Thesaurierung HEV	1,60	1,63	1,66	1,69	1,72	1,75	1,79	1,82	1,84	1,86	1,90	1,94
Beteiligungsfinanzierung HEV	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94

Die kapitalwertneutrale Anlage setzt folglich voraus, dass nach Steuern eine Rendite auf einbehaltene Beträge erwirtschaftet wird, die den Kapitalkosten nach Steuern entspricht. In einer Vorsteuerbetrachtung sind dies deutlich höhere Werte als die Kapitalkosten selbst.

Bei Beteiligungsfinanzierung ergibt sich unter Berücksichtigung der Wirkungen auf das Verschuldungspotenzial folgende Grenzrendite vor Steuern:

$$(15) \quad i_{\text{Bet}}^* = \frac{r_{\text{WACC}}^{\ell, n, \text{St}}}{(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)}$$

Ihre Herleitung wird im folgenden Abschnitt dargestellt.

III. Mindestrendite bei Beteiligungsfinanzierung im Halbeinkünfteverfahren

Werden dem Unternehmen die für Investitionen benötigten Finanzmittel (I) von außen zugeführt, dann muss der Barwert der späteren Nachsteuer-Rückflüsse mindestens dem Investitionsbetrag entsprechen. Die Investitionsrendite betrage vor Steuern i und sei, für Zwecke der Ableitung, auf eine Periode begrenzt. Die Investoren erhalten dann nach Steuern eine Verzinsung i . H. v.: $i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)$. Bei einem unverschuldeten Unternehmen beträgt der Barwert und damit die Veränderung des Unternehmenswerts:

$$(16) \quad PV_0 = \frac{I_0}{1 + r_{\text{EK}}^u(1 - 0,5s_E)} + \frac{I_0 \times i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)}{1 + r_{\text{EK}}^u(1 - 0,5s_E)}$$

Damit die eingelegten Beträge sich adäquat verzinsen, muss der Barwert mindestens dem Investitionsbetrag entsprechen:

$$I_0 = \frac{I_0}{1 + r_{\text{EK}}^u(1 - 0,5s_E)} + \frac{I_0 \times i(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)}{1 + r_{\text{EK}}^u(1 - 0,5s_E)}$$

Der daraus resultierende Indifferenzsatz bei Beteiligungsfinanzierung übersteigt den Satz bei Thesaurierung:⁴⁶

$$(17) \quad i_{\text{Bet}}^* = \frac{r_{\text{EK}}^u(1 - 0,5s_E)}{(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)} > i_{\text{Thes}}^* = \frac{r_{\text{EK}}^u(1 - 0,5s_E)}{(1 - s_G)(1 - s_K)}$$

Bei einem verschuldeten Unternehmen nimmt gleichzeitig mit der Eigenkapitalaufnahme die Verschuldung um $\Delta Fk = I \frac{Fk}{Gk}$ zu. Es gilt nun: $I = \Delta KRL + \Delta Fk$. Zum Ausgleich der Kapitaleinlage muss der Unternehmenswert um denselben Betrag steigen, d. h. $\Delta Gk_0 = I_0 = \Delta Ek_0 + \Delta Fk_0$.

Die Investitionsbeträge werden mit einer Rendite von i verzinst und eine Periode später an die Investoren ausgeschüttet. Die Nachsteuerrendite beträgt: $i(1-s_G)(1-s_K)(1-0,5s_E)$. Der Barwert inklusive Tax Shield beträgt damit:

$$(18) \quad PV_0 = \frac{I_0}{1+r_{EK}^u(1-0,5s_E)} + \frac{I_0 \times i(1-s_G)(1-s_K)(1-0,5s_E)}{1+r_{EK}^u(1-0,5s_E)} + \frac{\Delta TS_0}{1+r_{FK}(1-s_E)}$$

Damit der Eigentümer gleichgestellt ist, muss der Barwert der späteren Ausschüttungen und der zusätzlichen Tax Shields dem Wert der eingelegten Investitionsbeträge entsprechen:

$$(19) \quad I_0 = \frac{I_0}{1+r_{EK}^u(1-0,5s_E)} + \frac{I_0 \times i(1-s_G)(1-s_K)(1-0,5s_E)}{1+r_{EK}^u(1-0,5s_E)} + \frac{\Delta TS_0}{1+r_{FK}(1-s_E)}$$

Die Gleichung lässt sich nach i auflösen, wenn man berücksichtigt, dass:

$$\Delta Fk = \Delta Gk \frac{Fk}{Gk} = I \frac{Fk}{Gk}$$

$$\Delta TS = \tau(1-s_E)r_{FK} \Delta Fk = \tau(1-s_E)r_{FK} \Delta Gk \frac{Fk}{Gk} = \tau(1-s_E)r_{FK} I \frac{Fk}{Gk}$$

Daraus folgt:

$$(20) \quad r_{EK}^u(1-0,5s_E) - \tau(1-s_E)r_{FK} \frac{1+r_{EK}^u(1-0,5s_E)}{1+r_{FK}(1-s_E)} = i(1-s_G)(1-s_K)(1-0,5s_E)$$

Der erste Ausdruck auf der linken Seite der Gleichung entspricht der auf das HEV angepassten Miles/Ezzell-Anpassung bei konstanter, wertabhängiger Verschuldung, was wiederum den WACC im HEV entspricht. Daraus ergibt sich weiter:

$$(21) \quad r_{WACC}^{\ell,n,St} = i(1-s_G)(1-s_K)(1-0,5s_E)$$

$$\Leftrightarrow i_{Bet}^* = \frac{r_{WACC}^{\ell,n,St}}{(1-s_G)(1-s_K)(1-0,5s_E)}$$

IV. Vergleich von Beteiligungs- und Selbstfinanzierung im Halbeinkünfteverfahren

Vergleicht man die Mindestrenditen im Fall der Beteiligungsfinanzierung mit dem der Thesaurierung, so zeigt sich, dass wegen $(1-0,5s_E\Theta) < 1$ grundsätzlich gilt:

$$i_{Bet}^* > i_{Thes}^*$$

Die Mindestrendite auf Investitionen, die durch Einlagen finanziert werden, ist im HEV durchgängig höher als die Mindestrendite auf Einbehaltungen. Oder mit anderen Worten: die Grenzrendite des letzten investierten Euro liegt für selbstfinanzierte Investitionen unter der von einlagenfinanzierten Investitionen. Daher kann das Unternehmen mehr lohnenswerte Investitionen durchführen, was zu Unternehmenswertsteigerungen führt.

Der Hintergrund lässt sich wie folgt deutlich machen: Werden Überschüsse thesauriert, entspricht dies ökonomisch einer erneuten Bereitstellung dieser Überschüsse durch die Eigentümer. Aus dieser ökonomischen Wiederanlage resultieren die geringeren Kapitalkosten dieser Finanzierungsalternative: Der Eigner würde bei Ausschüttung und Wiederanlage die persönliche Steuer verlieren, bei Thesaurierung steht der Differenzbetrag dem Unternehmen daher quasi kostenlos zur Verfügung, nur der „wiedereingelegte“ Betrag muss verzinst werden wie im Fall der Beteiligungsfinanzierung. In der Mischung der Kostensätze liegt der Vorteil der Selbstfinanzierung: sie senkt die Kapitalkosten der Selbstfinanzierung gegenüber dem Fall der Beteiligungsfinanzierung um die kostenlos zur Verfügung stehende gestundete Einkommensteuer.

Dies macht den im HEV existierenden systematischen Vorteil von Einbehaltungen deutlich, wie im Grundsatz auch aus den Ableitungen von Schreiber/Rogall und Schreiber/Spengel/Lammersen hervorgeht. Darüber hinaus haben die hier abgeleiteten Grenzrenditen deutlich gemacht, welche Renditen vor Steuern verdient werden müssen, damit bei unterschiedlicher Finanzierung eine Investition aus Sicht der Investoren lohnenswert erscheinen kann. Dies hat erhebliche Auswirkungen auf die Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung, die in Abschnitt 4. diskutiert werden. Auch im aktuell diskutierten Konzept der Allgemeinen Unternehmenssteuer bleiben diese Zusammenhänge erhalten, wie der folgende Abschnitt zeigt.

V. Mindestrenditen nach der geplanten Unternehmenssteuerreform 2008

Beim derzeitigen Stand der Diskussion über die Unternehmenssteuerreform 2008 werden zwei Alternativen gegeneinander abgewogen: die vom Sachverständigenrat vorgeschlagene Duale Einkommensteuer sowie die von der Stiftung Marktwirtschaft propagierte Allgemeine Unternehmenssteuer.⁴⁷ Die duale Einkommensteuer zielt auf eine Pauschalbesteuerung aller Kapitaleinkommen ab, bei weiterhin progressiver Besteuerung aller anderen Einkommen, insbesondere des Erwerbseinkommens. Hingegen steht bei der Allgemeinen Unternehmenssteuer das Ziel einer rechtsformunabhängigen Besteuerung im Vordergrund. Beide Konzepte beabsichtigen eine Abschaffung der Gewerbesteuer (Duale Einkommensteuer) bzw. wollen diese durch eine kommunale Unternehmenssteuer und Bürgersteuer ersetzen (Allgemeine Unternehmenssteuer).

Bei der Allgemeinen Unternehmenssteuer unterliegen Ausschüttungen rechtsformunabhängig der Einkommensteuer mit einem Anteil von 34/63 der Ausschüttung. Auf Unternehmensebene erfolgt eine Definitivbesteuerung in Höhe von 25-30% einschließlich einer kommunalen Steuer. Hierdurch wird im Ergebnis das derzeitige HEV zu einem „Teileinnahmeverfahren“ mit einem steuerpflichtigen Anteil (a) verallgemeinert.⁴⁸ Die obigen Ergebnisse bleiben daher im Grundsatz erhalten. Bei Anwendung der oben vorgestellten Vorgehensweise ergibt sich eine Mindestrendite für ein unverschuldetes Unternehmen in Höhe von:

$$(22) \quad i_{AU}^{SF} = \frac{r_{Ek}^u (1 - s_E)}{1 - s_k}.$$

Das Ergebnis entspricht grundsätzlich dem von Schreiber (2006), macht aber deutlich, dass es sich bei dem dort als „Marktrendite“ bezeichneten Satz um die Kapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens handelt und gilt auch nur für unverschuldete Unternehmen. Bezieht man die Verschuldung ein, so ergibt sich folgender Satz:

$$(23) \quad i_{AU}^{SF} = \frac{r_{WACC}^{f.n.St.} (1 - a s_E \frac{\Delta GRL}{E})}{(1 - s_k)(1 - a s_E)}.$$

wobei:

a Steuerpflichtiger Anteil der Ausschüttung

Im Gegensatz zum unverschuldeten Fall ist die Mindestrendite neben dem Verschuldungsgrad nun von der Ausschüttungssteuer abhängig. Strukturell ist das Ergebnis identisch mit dem in Gleichung 7 für das HEV abgeleiteten Wert. Dabei wird der steuerpflichtige Anteil der Ausschüttung nun jedoch allgemein mit a bezeichnet und die Gewerbesteuer aufgegeben. In der Höhe ergeben sich jedoch gravierende Unterschiede. Bei einem persönlichen Steuersatz von 35%, einem Körperschaftsteuersatz von 25%, einem zu versteuernden Anteil der Ausschüttung von 34/63 und einem Verschuldungsgrad von Null ergibt sich ein Multiplikator von 1,43 mit dem die WACC zu multiplizieren sind, um die erforderliche Rendite i^* zu erhalten. Mit zunehmendem Verschuldungsgrad steigt der Wert auf bis zu 1,76 an. Im HEV liegen die Mindestrenditen bei Selbstfinanzierung hingegen für alle Verschuldungsgrade deutlich über diesen Werten (vgl. Tab. 2).

Tab. 2: Vergleich der Multiplikatoren für die Ermittlung der erforderlichen Rendite einer kapitalwertneutralen Investition im HEV und unter der Allgemeinen Unternehmenssteuer (AU) bei einem persönlichen Steuersatz von 35%, einem Gewinnsteuersatz von 30% und einem zu versteuernden Anteil der Ausschüttung von 34/63.

FK/GK	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Selbstfinanzierung HEV	1,60	1,63	1,66	1,69	1,72	1,75	1,79	1,82	1,86	1,90	1,94
Selbstfinanzierung AU	1,43	1,46	1,48	1,51	1,55	1,58	1,61	1,65	1,68	1,72	1,76
Beteiligungsfinanzierung HEV	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94
Beteiligungsfinanzierung AU	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76

Auch die Mindestrenditen bei Beteiligungsfinanzierung liegen im Konzept der Allgemeinen Unternehmenssteuer deutlich unter denen des HEV. Dies liegt an der geringeren Belastung mit Unternehmenssteuern aufgrund der Abschaffung der Gewerbesteuer, die andererseits aber durch Verbreiterung der Bemessungsgrundlage finanziert wird, sodass sich hieraus keine Aussagen über eine Vorteilhaftigkeit ableiten lassen.

Nach der oben präsentierten Vorgehensweise errechnen sich für die Beteiligungsfinanzierung:

$$(24) \quad i_{AU}^{\text{Bet}} = \frac{r_{\text{WACC}}^{\text{f.n.St.}}}{(1 - s_k)(1 - a s_E)}$$

Die Sätze für die Selbstfinanzierung liegen auch im Konzept der Allgemeinen Unternehmenssteuer unter denen der Beteiligungsfinanzierung, sodass der für das HEV diskutierte Vorteil erhalten bleibt. Sowohl im HEV als auch unter einer Allgemeinen Unternehmenssteuer ist die Mindestrendite auf Einlagen durchgängig höher als auf Einbehaltungen. Somit gibt es hinsichtlich der Implikationen auf Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung im Besteuerungskonzept der Allgemeinen Unternehmenssteuer keine Unterschiede verglichen mit dem HEV.

Die Duale Einkommensteuer zielt auf eine Finanzierungsneutralität ab. Es werden eine Pauschalbesteuerung von 25% für alle Kapitaleinkommen, insbesondere sowohl für einbehaltene als auch ausgeschüttete Gewinne unterstellt. Eine festzulegende Normalverzinsung r auf den Anschaffungswert der Beteiligung wird von der Besteuerung freigestellt. Nicht verbrauchte Verzinsungsfreibeträge werden im Unternehmen gesammelt und bei zukünftigen Ausschüttungen verrechnet.⁴⁹ Damit werden Eigenkapitalzinsen ebenso wie Fremdkapitalzinsen von der Einkommensteuer abzugsfähig, der Vorteil der Fremdfinanzierung wird stark eingeschränkt. Jedoch sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt weder die Diskussion um die Details dieser Vorgehensweise noch die theoretische Aufarbeitung ausreichend weit entwickelt, um eine Ermittlung der Mindestrendite unter Einbezug der Verschuldung theoretisch fundiert zu gewährleisten. Wichtige Grundlagen wie die Höhe des Tax Shield, der Kapitalkosten sowie die Gestalt der Reaktionsfunktionen sind hierzu erforderlich. Insbesondere werden durch die Reform die Anlagealternativen der Investoren stark beeinflusst, was die Kapitalkosten nach Steuern stark verändert, die für die Ableitung der Mindestrenditen benötigt werden.⁵⁰ Im Rahmen dieses Beitrags beschränken wir uns daher auf die Konsequenzen des Systems der Teilausschüttungen, wie es das HEV darstellt. Wie gezeigt, bleiben auch im System der Allgemeinen Unternehmenssteuer die für das HEV getroffenen Aussagen gültig.

D. Implikationen für Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung

I. Interpretation der Mindestrenditen

Die im vorangegangenen Abschnitt abgeleiteten Mindestrenditen stellen die Renditen vor Steuern dar, die auf eine Einbehaltung mindestens verdient werden muss, damit diese wert-

steigernd wirken und daher lohnend sein kann. Im Sinne der Investitionsrechnung „lohnenswerte“ Projekte sind dadurch gekennzeichnet als solche, die Renditen erwirtschaften, die auch nach Berücksichtigung der Steuerwirkung die Kapitalkosten übersteigen – und damit das Eigentümergevermögen mehren. Nicht jede Einbehaltung steigert den Unternehmenswert – Einbehaltungen sind nur dann sinnvoll, wenn deren Wiederanlage mindestens die Kapitalkosten erwirtschaftet – überschüssige, nicht für lohnenswerte Investitionen benötigte, freie Finanzmittel sollten auch im Halbeinkünfteverfahren ausgeschüttet werden.

Tab. 1 und 2 geben die erforderlichen Grenzrenditen vor Steuern in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad in Marktwerten wieder. Für die Mehrzahl der realistischen Fälle zeigt Tab. 1, dass die für Kapitalwertneutralität erforderlichen Mindestrenditen im Halbeinkünfteverfahren unter denen des Anrechnungsverfahrens liegen. Geht man davon aus, dass sich die Investitionsgelegenheiten der Unternehmen seit dem Steuersenkungsgesetz 2000 nicht wesentlich verändert haben, so erweist sich seither ein größerer Teil als lohnenswert. Im Ergebnis fällt es somit den Unternehmen seither tendenziell leichter, die erforderlichen Renditen zu erzielen. Die Sätze für die Selbstfinanzierung liegen im Halbeinkünfteverfahren ebenso wie im Teileinnahmeverfahren der Allgemeinen Unternehmenssteuer deutlich unter denen für die Beteiligungsfinanzierung. Der Vorteil der Selbstfinanzierung besteht in diesem System folglich darin, dass Projekte, die selbstfinanziert sind, eine geringere Mindestrendite aufweisen müssen, um wertsteigernd zu wirken, als beteiligungsfinanzierte. Dieser Vorteil der Selbstfinanzierung bedeutet aber nicht, dass sich jedwede Thesaurierung lohnen würde und damit alle Gewinne einbehalten werden sollten. Es ist nur solange lohnenswert, Gewinne einzubehalten, wie damit Projekte finanziert werden können, deren Grenzrenditen mindestens dem abgeleiteten Satz entsprechen. Wie auch Schwetzler (1998, 2005) ausführt, bedeutet dies gerade nicht, dass Finanzmittel in jedem Fall im Unternehmen belassen und etwa in Wertpapiere investiert werden sollten, denn eine solche Anlage kann der private Eigentümer wegen der Wirkung der Gewerbesteuer selbst zu steuerlich günstigeren Konditionen durchführen.⁵¹ Es gibt daher durchaus Situationen, in denen eine Ausschüttung trotz höherer Steuerbelastung vorzuziehen ist. Schwetzler stellt hierzu fest, dass bei Einkommensteuersätzen unter 37,5% der Vorteil der Thesaurierung durch die höhere Steuerbelastung der Zinserträge aus der Reinvestition überkompensiert wird. Abschließend lässt sich damit festhalten, dass das Halbeinkünfteverfahren zwar Einbehaltungen fördert, aber nur in dem Maße, wie diese in lohnende Sachinvestitionen einfließen können.

Aus dieser Sicht scheint nicht einleuchtend, weshalb Einbehaltungen grundsätzlich werterhöhend wirken sollten, wie andernorts behauptet wird.⁵² Wie oben gezeigt wurde, materialisiert sich die thesaurierungsförderliche Wirkung des Halbeinkünfteverfahrens lediglich darin, dass die Investitionsrenditen, die auf Einbehaltungen verdient werden müssen, damit sie wertsteigernd wirken können, unter denen des früheren Anrechnungsverfahrens liegen.⁵³ Damit wird es Unternehmen erleichtert, Investitionen zu tätigen, da deren Kapitalwert eher positiv ausfällt als im Anrechnungsverfahren. Es lässt sich hingegen aber gerade nicht schlussfolgern, dass damit jede Einbehaltung einer Ausschüttung vorzuziehen sei und somit eine Thesaurierungsquote von 100% den Unternehmenswert maximiere.⁵⁴

II. Auswirkungen auf die Überarbeitung des IDW S1

Seit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens werden dessen Konsequenzen für die Unternehmensbewertung intensiv diskutiert.⁵⁵ Auch das IDW hat mit einer Überarbeitung des Standards zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1) reagiert. Der IDW S1 wurde in drei Punkten überarbeitet,⁵⁶ nämlich bzgl. der Frage nach der relevanten Alternativinvestition, der Frage nach der konsistenten Abbildung der Besteuerung sowie der Frage nach der realistischen Typisierung des Ausschüttungsverhaltens. Der Vorschlag zur Berücksichtigung der Auswirkungen des Ausschüttungsverhaltens beruht auf der Grundhypothese, dass die Vollausschüttungsannahme wegen der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens nicht länger realistisch sei.⁵⁷ Denn vom Halbeinkünfteverfahren gingen Anreize zur Thesaurierung aus, die letztlich sogar eine Thesaurierungsquote von 100% als theoretisch optimal erscheinen ließen. Damit führe die bisher in der objektivierten Bewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungsannahme im Halbeinkünfteverfahren zu einer unsachgemäßen Verringerung der Unternehmenswerte gegenüber anderen Ausschüttungsannahmen.⁵⁸ Tatsächlich seien in der Realität Ausschüttungsquoten zwischen 40% und 70% beobachtbar. Da den am Kapitalmarkt ermittelten Alternativrenditen eine Ausschüttungsquote von weniger als 100% zugrunde liegt, sei auch für die zu diskontierenden Zahlungsströme keine Vollausschüttungsannahme sinnvoll. Daraus wird geschlossen, man müsse spezifische Ausschüttungsannahmen für das Bewertungsobjekt treffen.⁵⁹ Daher wird vorgeschlagen, eine Marktausschüttungsquote heranzuziehen, die aus der Anwendung des Tax-CAPM bekannt ist, welche dem Kalkulationszinsfuß zugrunde liegt. Weicht das Ausschüttungsverhalten des Bewertungsobjekts davon signifikant ab, ergeben sich „steuerlich induzierte Werteinflüsse“. Für die Phase der Detailplanung ist daher vorgesehen, die Auswirkungen des Ausschüttungsverhaltens explizit zu berücksichtigen.⁶⁰ In der zweiten Phase (ewige Rente) ist dagegen von einem übereinstimmenden Ausschüttungsverhalten auszugehen. Die dann durchgeführten Thesaurierungen werden daher im Unternehmen kapitalwertneutral angelegt. Die Einbehaltung wirke aber auch dann noch „werterhöhend“, da die Dividenden erst später versteuert werden müssten, was durch einen speziellen Wachstumsfaktor abgebildet werden solle.

Der Vorschlag von Wagner et al. (2004) gründet auf der Arbeit von Laitenberger/Tschöpel (2003),⁶¹ die zeigen, dass die Thesaurierung im Anrechnungsverfahren den Unternehmenswert reduziert, während sie im Halbeinkünfteverfahren den Unternehmenswert steigert. Sie kommen zum Schluss, dass im Anrechnungsverfahren die Vollausschüttungshypothese den Unternehmenswert maximiert, während im Halbeinkünfteverfahren eine vollständige Einbehaltung sinnvoll wäre. Sie leiten dies aus einer Variation der Ausschüttungsquote in deren Bewertungsformeln ab, in denen die thesaurierten Beträge „zur internen Unternehmensrendite nach Steuern“⁶² angelegt werden, die den Kapitalkosten vor Abzug der Gewerbesteuer entspricht:

$$(25) \quad i = \frac{r}{(1 - s_G)} .$$

Eine theoretische Begründung für diese Rendite wird nicht geliefert. Sie ist auch Bestandteil der Bewertungsformeln, die sie für ihren „Vorteilhaftigkeitsvergleich“ des Aus-

schüttungsverhaltens zugrunde legen. Durch diese Vorgehensweise ergeben sich jedoch systematische Verzerrungen, die letztlich zu ihren Schlussfolgerungen führen. Die unterstellte interne Rendite liegt nämlich für das Anrechnungsverfahren gerade unter der Mindestrendite und für das Halbeinkünfteverfahren gerade über der Mindestrendite, die für eine kapitalwertneutrale Reinvestition notwendig wäre:⁶³

$$(26) \quad i_{\text{HEV}}^* = \frac{r(1-s_E)}{(1-s_G)(1-s_K)} < i = \frac{r}{(1-s_G)} < i_{\text{ARV}}^* = \frac{r(1-s_E)}{(1-s_G)(1-s_c)}.$$

In der Konsequenz entsteht in ihren Ableitungen für alle Einbehaltungen im Anrechnungsverfahren systematisch ein negativer Kapitalwert, sodass im Ergebnis die Vollausschüttung den Unternehmenswert maximiert. Für das Halbeinkünfteverfahren liegt dagegen die unterstellte interne Rendite über dem kapitalwertneutralen Satz, sodass sämtliche Einbehaltungen positive Kapitalwerte generieren und damit die maximale Einbehaltung den Unternehmenswert maximiert. Ihr Ergebnis, das neue Steuersystem impliziere, konträr zum alten Steuersystem, eine Maximierung von Einbehaltungen,⁶⁴ beruht folglich ausschließlich auf diesen Investitionsannahmen. Denn bei einer richtigen Definition des erforderlichen neutralen Wiederanlagesatzes vor Steuern ergibt sich auch in deren Ansatz keine Relevanz des Ausschüttungsverhaltens, wie sich auch formal zeigen lässt.

Der „Vorteilhaftigkeitsvergleich“ der Werte bei Thesaurierung und Vollausschüttung in Abhängigkeit von der Ausschüttungsquote q lässt sich, analog der Vorgehensweise von Laitenberger/Tschöpel,⁶⁵ durchführen, indem man die Unternehmenswerte bei Thesaurierung (UW_{TH}) und Vollausschüttung (UW_{VA}) zueinander ins Verhältnis setzt, hierbei aber richtig die kapitalwertneutralen Sätze verwendet.

In deren einfachen Modell der ewigen Rente lautet der UW für das Anrechnungsverfahren bei Vollausschüttung der Gewinne (G):

$$(27) \quad UW_{\text{VA}} = \frac{G(1-s_G)(1-s_E)}{r(1-s_E)}.$$

Bei kapitalwertneutraler Thesaurierung (mit q als Ausschüttungsquote) ergibt sich:

$$(28) \quad UW_{\text{TH}} = \frac{qG(1-s_G)(1-s_E)}{r(1-s_E) - (1-q) \times i^* \times (1-s_G)(1-s_c)}.$$

Setzt man beide zueinander ins Verhältnis und setzt für i^* den adäquaten kapitalwertneutralen Satz⁶⁶, so resultiert:

$$(29) \quad \frac{UW_{\text{TH}}}{UW_{\text{VA}}} = \frac{qr(1-s_E)}{r(1-s_E) - (1-q) \times \frac{r(1-s_E)}{(1-s_G)(1-s_c)} \times (1-s_G)(1-s_c)} = \frac{q}{1-(1-q)} = 1$$

Es zeigt sich: Das Ausschüttungsverhalten ist unter den Bedingungen der kapitalwertneutralen Wiederanlage der thesaurierten Beträge irrelevant. Es wäre nur dann relevant, wenn die Wiederanlage nicht zum Satz i^* erfolgen würde.

Die gleichen Aussagen ergeben sich für die Ableitungen zum Halbeinkünfteverfahren. Bei Vollausschüttung beträgt der Wert:

$$(30) \quad UW_{VA} = \frac{G(1-s_G)(1-s_K)(1-0,5s_E)}{r(1-s_E)}$$

Bei kapitalwertneutraler Thesaurierung ergibt sich:

$$(31) \quad UW_{Th} = \frac{qG(1-s_G)(1-s_K)(1-0,5s_E)}{r(1-s_E) - (1-q) \times i^* \times (1-s_G)(1-s_K)}$$

Der formale Vergleich zeigt die theoretische Übereinstimmung beider Werte, wenn man für i^* den kapitalwertneutralen Satz gemäß Gleichung (1) einsetzt:⁶⁷

$$(32) \quad \frac{UW_{Th}}{UW_{VA}} = \frac{qr(1-s_E)}{r(1-s_E) - (1-q) \times \frac{r(1-s_E)}{(1-s_G)(1-s_K)} \times (1-s_G)(1-s_K)} = \frac{q}{1-(1-q)} = 1$$

Diese Ableitung zeigt, dass die von Laitenberger/Tschöpel behaupteten Wirkungen aus dem Ausschüttungsverhalten ausschließlich aus ihren unsachgemäßen Annahmen über das Investitionsverhalten resultieren. Haben Unternehmen Investitionsgelegenheiten, die bei Thesaurierung zu einem positiven Kapitalwert führen, so lohnt es sich, die Mittel einzubehalten, sonst nicht. Der Wert des Unternehmens wird *nicht* bei einer Einbehaltungsquote von 100% der Gewinne maximiert – der optimale Anteil der auszuschüttenden Gewinne ergibt sich allein auf der Grundlage der Investitionsgelegenheiten und wird jährlich differieren. Feste Ausschüttungsquoten auf Basis der Gewinne sind daher nicht sachgemäß.

Hingegen maximiert eine Ausschüttungsquote von 100% des FCF definitionsgemäß grundsätzlich den Unternehmenswert. Die Annahme der Vollausschüttung der FCF oder auch „residuale Ausschüttung“ erscheint daher sowohl aus praktischer als auch aus theoretischer Sicht als die adäquateste, wie auch der folgende Abschnitt zeigt.

III. Unternehmensbewertung und Wiederanlageprämissen

In der theoretischen Literatur hat man sich ausführlich mit den Auswirkungen des Steuerentkennungsgesetzes 2000 auf die Bewertungsmethodik auseinandergesetzt. Steuern wirken sich nicht nur auf die Höhe des Nachsteuereinkommens und damit den Bewertungsgegen-

stand aus, sie beeinflussen auch die Nachsteuerrendite der unterlassenen Alternativinvestition und damit den Bewertungsmaßstab, die Kapitalkosten. Zudem ergeben sich durch die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Eigen- und Fremdkapitalgeber-Einkommen Auswirkungen auf die Reaktionsfunktion der Eigenkapitalkosten auf Veränderungen des Verschuldungsgrades.⁶⁸ Von besonderer Bedeutung hierbei ist der Steuervorteil der Fremdfinanzierung (sog. Tax Shield).

Kruschwitz/Löffler (2004) diskutieren die Implikationen des Halbeinkünfteverfahrens für die adäquate Ermittlung der Kapitalkosten nach Steuern. Sie zeigen im Rahmen eines Binomialmodells den Zusammenhang zwischen dem Steuersatz und den Nachsteuer-Kapitalkosten in einer arbitragefreien Welt auf. Nach ihren Überlegungen liefert die übliche Vorgehensweise, die Nachsteuer-Kapitalkosten durch Multiplikation mit (1-s) aus den Vorsteuer-Kapitalkosten zu ermitteln, Arbitragegelegenheiten. Daher sei eine komplexere Berechnung notwendig. Wilhelm (2005) kritisiert hieran, dass die Ableitungen eine simultane Arbitragefreiheit der Bewertung ohne und mit Berücksichtigung von Steuern unterstellen. Er stellt klar, dass es keinen Mechanismus gibt, der Märkte mit und ohne Steuern simultan zu einer Arbitragefreiheit zwingen könnte. Da Märkte mit Steuern konfrontiert sind, könne sich Arbitragefreiheit nur auf den Steuer-Fall beziehen. Die Frage der korrekten Ermittlung der Nachsteuer-Kapitalkosten bleibt daher weiterhin offen.⁶⁹

Bezüglich des Zusammenhangs von Steuern und Finanzierung sowie Ausschüttungsverhalten sind eine Vielzahl von Beiträgen erschienen. Schultze (2005) gibt einen Überblick über die unterschiedlichen Ergebnisse bei der Ermittlung des Tax Shield und zeigt, dass sich unabhängig vom Ausschüttungsverhalten ein übereinstimmendes Tax Shield ableiten lässt, das allein auf die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen zurückzuführen ist. Darüber hinaus werden die Wirkungen des Ausschüttungsverhaltens auf die Bewertungsmethodik aufgezeigt. Unter der Annahme der residualen Ausschüttung⁷⁰ ergibt sich neben dem Tax Shield ein weiterer Effekt, der als Ausschüttungsdifferenzeffekt bezeichnet werden kann.⁷¹ Unter dieser Annahme werden Ausschüttungen vorgenommen, die sich von der Höhe des Gewinns unterscheiden, sodass daraus Veränderungen der Gewinnrücklagen resultieren, die auch zu Veränderungen der persönlichen Steuerbelastung der Investoren führen. Dieser Effekt wirkt sich nur auf den Zähler des Bewertungskalküls aus, dagegen beeinflusst das Tax Shield die Definition der gewichteten Kapitalkosten und die Reaktionsfunktionen der Kapitalkosten. Daraus ergibt sich die folgende Bewertungsformel für den WACC-Ansatz im Halbeinkünfteverfahren:⁷²

$$(33) \quad Gk_0^\ell = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{OCF_t + ICF_t - EBIT_t \times s_{\text{kom}} + 0,5s_E \Delta^+ GRL_t^\ell - 0,5s_E \Delta^- GRL_t^\ell}{(1 + r_{\text{WACC}}^{\ell*})^t}$$

wobei:

OCF operative Einzahlungsüberschüsse

ICF investive Einzahlungsüberschüsse

GRL Gewinnrücklagen

mit:

$s_{\text{kom}} = [1 - (1 - 0,5s_E)(1 - s_G)(1 - s_K)]$ als kombinierter Steuersatz

$$r_{\text{FK}}^* = r_{\text{FK}}(1 - s_E) \quad \text{und} \quad r_{\text{EK}}^{u*} = r_{\text{EK}}^u(1 - 0,5s_E)$$

$$r_{\text{WACC}}^{\ell*} = r_{\text{EK}}^{\ell*} \times \frac{\text{Ek}}{\text{Gk}} + r_{\text{FK}}^* \times (1 - \tau) \times \frac{\text{Fk}}{\text{Gk}}$$

$$\Leftrightarrow r_{\text{WACC}}^{\ell*} = r_{\text{EK}}^{\ell*} \times \frac{\text{Ek}}{\text{Gk}} + r_{\text{FK}} \times (1 - 0,5s_E)(1 - \phi s_G)(1 - s_K) \times \frac{\text{Fk}}{\text{Gk}}$$

$$\tau = 1 - \frac{(1 - 0,5s_E)(1 - \phi s_G)(1 - s_K)}{(1 - s_E)}$$

$$\Leftrightarrow (1 - s_E)(1 - \tau) = (1 - 0,5s_E)(1 - \phi s_G)(1 - s_K)$$

$$\text{TS} = \omega Z_t = [(1 - s_E) - (1 - 0,5s_E)(1 - \phi s_G)(1 - s_K)] Z_t.$$

Dies zeigt den Effekt aus Einbehaltungen deutlich auf: Einstellungen in die Gewinnrücklagen ($\Delta^* \text{GRL}$), d. h. Thesaurierungen, beeinflussen den Wert des Unternehmens aufgrund ihrer Steuerersparnis positiv, Ausschüttungen negativ.⁷³ Schultze/Zimmermann (2006) verallgemeinern diese Ergebnisse für andere Steuersysteme und integrieren die Regeln für die steuerlichen Belastungen bei Bildung und Auflösung von Eigenkapital. Die Ergebnisse entsprechen obiger Bewertungsformel konkretisiert um die Übergangsregelungen für das steuerliche Eigenkapital. Sie zeigen, dass der Unternehmenswert durch Einbehaltungen, also durch Einstellungen in die Gewinnrücklagen, positiv beeinflusst wird. Schultze/Zimmermann machen aber deutlich, dass es sich bei diesem Effekt, im Gegensatz zum Tax Shield aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen, nicht um eine echte Steuerersparnis der Investoren, sondern lediglich um einen Steuerstundungseffekt handelt. Denn durch Einbehaltungen wird die Einkommensteuer nicht völlig vermieden, sondern nur auf den Zeitpunkt einer späteren Ausschüttung verschoben.⁷⁴

Bewertungsformel (33) zeigt unmittelbar, dass sich Thesaurierungen positiv, Ausschüttungen aus den GRL hingegen negativ auf den Unternehmenswert auswirken. Eine Einbehaltung und spätere Ausschüttung wirkt daher genau dann wertneutral, wenn die einbehaltenen Beträge zu den Kapitalkosten nach Steuern verzinst werden, d. h. der Barwert der Einbehaltungen gleich Null ist. Dies lässt sich, vereinfachend für eine einperiodige Einbehaltung in Periode t , wie folgt veranschaulichen:⁷⁵

$$(34) \quad \text{PV}(\Delta \text{GRL}_t) = 0,5s_E \Delta \text{GRL}_t - \frac{0,5s_E \Delta \text{GRL}_t (1 + r_{\text{WACC}}^{\ell*})}{(1 + r_{\text{WACC}}^{\ell*})} = 0$$

Die Steuerwirkung der Thesaurierung ist in diesem Fall also irrelevant für den Unternehmenswert. Eine Wirkung auf den Unternehmenswert können Einbehaltungen folglich nur dann haben, wenn sie zu Renditen angelegt werden, die von den kapitalwertneutralen Investitionsrenditen abweichen. Die obigen Mindestrenditen liefern daher die Entscheidungsgrundlage für die Sinnhaftigkeit einer Einbehaltung aus Investorensicht.

Die obigen Ableitungen gehen von der Annahme aus, dass ein Investor den ihm entgangenen Ausschüttungsbetrag auch durch einen Verkauf der Anteile (steuerfrei) reali-

sieren kann. Sie beinhalten daher den Vorteil der Steuerfreiheit der Kursgewinne. Denn dem Investor kann das Einkommen statt auf dem Wege der Ausschüttung auch steuerfrei über Aktienrückkäufe oder über Kursgewinne in identischer Höhe zugeleitet werden.⁷⁶ In obigem Modell steigt der Unternehmenswert im Zeitpunkt der Thesaurierung um genau den Betrag, der den Investor exakt gleichstellt zwischen Ausschüttung und steuerfreiem Verkauf der Anteile. Ein Vorteil der Thesaurierung ergibt sich daher nur dann, wenn der Unternehmenswert um einen höheren Betrag steigt als an Ausschüttung entgangen ist. Das kann nur dann der Fall sein, wenn die investierten Beträge sich im Unternehmen zu einer Rendite oberhalb der abgeleiteten Mindestrenditen verzinsen und damit zukünftige Ausschüttungen ermöglichen, deren Barwert die entgangene Ausschüttung übersteigt.

Der Unternehmenswert ergibt sich grundsätzlich aus dem Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen. Auch wenn man durch Thesaurierungen die Ausschüttung in die ferne Zukunft verschiebt, so bleibt es doch diese letztendliche Entnahmemöglichkeit, die den Unternehmenswert ausmacht. Ein Unternehmen, das tatsächlich nie eine Entnahme ermöglicht, kann auch nichts wert sein.⁷⁷ Wenn aber irgendwann ausgeschüttet wird, so wird dann auch Steuer bezahlt. Anderenfalls müsste man zukünftig denkbare Steuerreformen antizipieren, die eine steuerfreie Vereinnahmung von Ausschüttungen ermöglichen könnten, was freilich nicht zulässig ist. Damit entgehen einbehaltene Beträge der Steuer aber nur zeitweilig, was zu einem Steuerstundungseffekt, d. h. reinen Zinseffekt führt. Auch wenn man zwischenzeitlich die Anteile verkaufen kann, dann leitet sich deren Wert doch aus der zukünftigen Ausschüttung nach Steuern ab. Folglich kann auch durch einen Verkauf nicht mehr erzielt werden als der Barwert der Ausschüttungen nach Steuern. Daher bleibt es für den Investor unerheblich, ob er die späteren Ausschüttungen realisiert oder den Verkauf tätigt – der Wert bleibt derselbe. Folglich bleibt eine Einbehaltung ausschließlich in den Fällen sinnvoll, in denen die damit finanzierte Investition eine Rendite über der abgeleiteten Mindestrendite erzielt.

Diese Zusammenhänge werden in Abschnitt 5 an einem Beispiel veranschaulicht. Wie das Beispiel zeigt, ist es überaus aufwändig, die Ausschüttungsquoten korrekt im Bewertungsmodell abzubilden. Dieser Aufwand führt andererseits aber nur zum identischen Ergebnis wie bei Vollausschüttung der FCF. Da aber annahmegemäß und methodenbedingt alle bekannten, lohnenswerten Investitionen bereits im FCF berücksichtigt sind und darüber keine weiteren Investitionsgelegenheiten bestehen können, maximiert die Annahme der residualen Ausschüttung den Unternehmenswert. Dabei ist diese Annahme der Vollausschüttung der FCF keinesfalls gleichbedeutend mit der früher üblichen Annahme der Vollausschüttung der Gewinne. Sie entspricht hingegen gerade der kapitalwertneutralen Reinvestition überschüssiger Finanzmittel. Sie ist gleichzeitig der Discounted Cashflow-Methodik der Unternehmensbewertung immanent, bei der „freie“ Cashflows diskontiert werden, die definitionsgemäß insofern frei zur Ausschüttung zur Verfügung stehen, als sie nicht für Investitionen in lohnenswerte Projekte benötigt werden.

Aus der Definition der FCF ergibt sich konsequent, dass solche „freie“ Cashflows, also Finanzmittel, die vom Unternehmen nicht vorteilhaft für den Eigentümer angelegt werden können, sinnvoll nur ausgeschüttet werden können. Was für den Eigentümer eine lohnenswerte Investition darstellt, wird über die obigen Mindestrenditen definiert. Im Umkehrschluss sind alle Beträge, die nicht zu einer solchen Rendite angelegt werden können, freie

Mittel und sollten an die Eigentümer ausgeschüttet werden. Eine Vollausschüttung der FCF ist daher grundsätzlich die vorteilhafteste Lösung für den Investor. Da in der operativen Planung bereits alle kapitalwerterhöhenden Investitionen berücksichtigt sind und daher definitionsgemäß keine weiteren wertsteigernden Investitionen möglich sind, sind die beiden Annahmen der Vollausschüttung der FCF und der kapitalwertneutralen Reinvestition gleichwertig. Mit einer solchen Typisierung der Ausschüttungspolitik wird gleichzeitig eine adäquate Objektivierung erreicht, denn jede weitere Einbehaltung würde zu einer Reduzierung des Unternehmenswerts führen.

In einem integrierten Planungsmodell, das auch den Anforderungen von IDW S1 genügt, ist eine explizite Planung des Ausschüttungsverhaltens unvermeidbar, denn die Fortschreibung der Bilanz erfordert eine Fortschreibung der liquiden Mittel. Da beide Ergebnisse identisch sind, die Vollausschüttung der FCF aber deutlich einfacher zu handhaben ist, bietet sich diese Vorgehensweise an. Da man nicht systematisch davon ausgehen kann, dass Unternehmen nachhaltig Investitionen durchführen, deren Renditen unter den Kapitalkosten liegen, und zudem eine Auskehrung freier Cashflows auf dem Wege des Aktienrückkaufs bzw. der Kapitalherabsetzung in der Realität kein Ausnahmefall mehr ist,⁷⁸ erscheint die Fiktion der Vollausschüttung der FCF eine sinnvolle Prämisse. Sie bedarf allerdings expliziter Überprüfung, wenn beim Bewertungsobjekt aufgrund fehlenden Eigenkapitals weder Rücklagenaufösungen noch Kapitalherabsetzungen zur Ausschüttung den Gewinn übersteigender FCF möglich sind.⁷⁹

Die kapitalwertneutrale Reinvestition von Einbehaltungen entspricht grundsätzlich dem Theorem der Irrelevanz der Ausschüttungspolitik nach Miller/Modigliani (1961),⁸⁰ das auf den Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarktes beruht. Diese Annahmen als „realitätsfern“ und daher als für die Ableitung von Bewertungsmodellen nicht tauglich zu kritisieren, ist mangels Alternativen wenig hilfreich. Denn Abstriche bei der Realitätsnähe des Bewertungsmodells sind Voraussetzung für die Anwendbarkeit der Diskontierung, da nur unter diesen restriktiven Bedingungen der Preis der Alternativinvestition hinreichend bestimmt ist und damit auf das Bewertungsobjekt übertragbar wird.⁸¹ Das Irrelevanz-Theorem ist vielmehr so zu interpretieren, dass der Wert des Unternehmens primär durch die Investitionspolitik bestimmt wird. Nicht die Verteilung der Einzahlungsüberschüsse bestimmt den Unternehmenswert, sondern ihre Erwirtschaftung.

Im Ergebnis erscheint somit die von Schwetzler vorgeschlagene Typisierung des Ausschüttungsverhaltens über die Annahme der Vollausschüttung der FCF für die Unternehmensbewertung sowohl theoretisch adäquat, als auch praktisch sinnvoll umsetzbar.

E. Beispiel zur kapitalwertneutralen Wiederanlage

Im Folgenden wird die Anwendung obiger Ausführungen an einem Beispiel veranschaulicht. Es wird ein einfaches, konstantes Unternehmen mit einem voll ausgeschütteten Jahresüberschuss von 263,34 zugrunde gelegt. Diese entsprechen im vorliegenden Fall, um die Darstellung zu vereinfachen, den FCF. Nach ESt ergibt sich damit ein Einkommen der Eigentümer von $(263,34 \times 82,5\%) = 217,25$. Bei Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens nach Steuern von 12% (vgl. Tab. 7) ergibt sich ein Unternehmenswert i. H. v.:

$$Ek_0 = \frac{263,34(1 - 0,5 \times 0,35)}{0,12} = 1.810,45.$$

Das Unternehmen habe Aktiva von 2.000 und sei mit einer konstanten Kapitalstruktur in Marktwerten zu 30% verschuldet. In der Periode 1 werde einmalig ein Betrag von 100 aus dem Gewinn einbehalten und in Periode 3 ausgeschüttet. In dieser Zeit werden die Mittel zum kapitalwertneutralen Satz von 16,833% angelegt. Dadurch steigt der Unternehmenswert in $t = 1$ um den Wert der Einbehaltung nach ESt von 82,50 auf 1.892,95. Daher erhöht sich auch das Fremdkapital von anfänglich 775,61 um 35,35 auf 810,96 (vgl. Tab. 4).

Tab. 3: Beispiel: Gewinn- und Verlustrechnung bei Thesaurierung

GUV	1	2	3	ab 4
Gesamtleistung	10.000	10.000	10.000	10.000
- Aufwand	9.000	9.000	9.000	9.000
= EBITDA	1.000	1.000	1.000	1.000
- Abschreibungen	500,00	500,00	500,00	500,00
+ zus. Erträge aus Thesaurierung	0,00	22,78	22,78	0,00
= EBIT	500,00	522,78	522,78	500,00
- Zinsaufwand	-54,31	-56,79	-56,79	-54,31
= EBT	445,69	466,00	466,00	445,69
- GewSt	94,57	98,88	98,88	94,57
- KSt	87,78	91,78	91,78	87,78
= Jahresüberschuss	263,34	275,34	275,34	263,34

Tab. 4: Beispiel: Bilanz bei Thesaurierung

Bilanz	0	1	2	3	ab 4
Anlagevermögen (AB)		1.800	1.800	1.800	1.800
- Abschreibungen		500	500	500	500
+ Investitionen		500	500	500	500
Anlagevermögen (SB)	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800
Einbehaltene Mittel	0,00	135,35	135,35	0,00	0,00
Netto-Umlaufvermögen	200,00	200,00	200,00	200,00	200,00
Summe	2.000,00	2.135,35	2.135,35	2.000,00	2.000,00
bilanzielles EK	1.224,39	1.324,39	1.324,39	1.224,39	1.224,39
verzinsliches FK	775,61	810,96	810,96	775,61	775,61
Summe	2.000,00	2.135,35	2.135,35	2.000,00	2.000,00

Kapitalwertneutrale Wiederanlage in der Unternehmensbewertung

Im Unternehmen stehen daher 135,35 an Finanzmitteln zur Investition zur Verfügung. Bei einer Verzinsung von 16,833% vor Steuern erzielen diese Investitionen zukünftig zusätzliche Erfolge (EBIT) i. H. v. 22,78 p.a. Dies erhöht nach Abzug der Zinsen und Steuern den Jahresüberschuss und damit die Ausschüttungen um 12 für die Jahre 2 und 3 (vgl. Tab. 3). Um den Effekt der Thesaurierung im Detail zu beobachten, ist ein integriertes Bewertungsmodell bestehend aus Bilanz, GuV und Kapitalflussrechnung notwendig, das in den Tabellen 3-5 abgebildet ist. Hierbei werden die einbehaltenen Mittel und darauf verdienten Erfolge für Zwecke der Veranschaulichung gesondert ausgewiesen.

Tab. 5: Beispiel: Kapitalflussrechnung bei Thesaurierung

Kapitalflussrechnung	1	2	3	ab 4
Jahresüberschuss	263,34	275,34	275,34	263,34
+ Zinsaufwand	54,31	56,79	56,79	54,31
+ Steueraufwand	182,35	190,66	190,66	182,35
= EBIT	500,00	522,78	522,78	500,00
+ Abschreibungen und andere nicht zahlungswirksame Aufwendungen	500,00	500,00	500,00	500,00
+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	0,00	0,00	0,00	0,00
= Brutto-OCF	1.000,00	1.022,78	1.022,78	1.000,00
Investitionen in zusätzliche Projekte (aus Einbehaltung)	-135,36	0,00	135,36	0,00
Investitionen SAV	-500,00	-500,00	-500,00	-500,00
= Investitions-CF	-635,36	-500,00	-364,64	-500,00
- fiktive Steuer (EBIT*s _{kom})	-252,50	-264,01	-264,01	-252,50
= Brutto-FCF	129,64	258,78	376,64	247,50
+ TS = ωZ	5,06	5,29	5,29	5,06
= Total-CF (nach allen Steuern)	134,70	264,07	381,92	252,56
+ Steuern der Fk-Geber	19,01	19,88	19,88	19,01
- Zinsen	-54,31	-56,79	-56,79	-54,31
+ Aufnahme Fremdkapital	35,36	0,00	-35,36	0,00
= Netto-FCF	134,75	227,15	309,65	217,25
+ ESt	28,58	48,18	65,68	46,08
- Gewinnausschüttung	-163,34	-275,34	-375,34	-263,34
- Ek-Ausschüttung	0,00	0,00	0,00	0,00
+ EK-Aufnahme	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränd. Liq. Mittel	0,00	0,00	0,00	0,00

Für die Bewertung anhand der DCF-Methodik sind folgende Zusatzangaben notwendig:

Tab. 6: Beispiel: Angaben

Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens nach Steuern	12,00%	Anteil Dauerschulden	100,00%
Fremdkapitalkosten vor ESt	7,00%	Pers. Steuersatz s_E	35,00%
Fremdkapitalkosten nach Steuern	4,55%	effektiver GewSt-satz s_G	20,00%
Verschuldungsgrad Fk/Gk (konstant)	30,00%	Körperschaftsteuersatz s_K	25,00%
Hieraus errechnet sich:			
kombinierter Steuersatz s_{kom}	$s_{\text{kom}} = 1 - (1 - 0,5 \times 0,35)(1 - 0,2)(1 - 0,25) =$		50,50%
Tax Shield-Faktor ω	$\omega = (1 - 0,35) - (1 - 0,5 \times 0,35)(1 - 0,5 \times 0,2)(1 - 0,25) =$		9,3125%
τ		$\tau = \omega / (1 - 0,35)$	14,326923%
$(1 - s_E)(1 - \tau)$	$(1 - s_E)(1 - \tau) = (1 - 0,5 \times 0,35)(1 - 0,5 \times 0,2)(1 - 0,25) =$		55,6875%
WACC	$r_{\text{WACC}} = 12\% \times 0,7 + 4,55\% \times (1 - 0,14326923) \times 0,3 =$		9,5694375%
gewichtete Kapitalkosten TCF		$r_{\text{TCF}} = 12\% \times 0,7 + 4,55\% \times 0,3 =$	9,7650%
Ψ		$\Psi = \left(\frac{1 + 0,07 \times 0,556875}{1,0455} \right) \frac{0,3}{0,7} =$	42,5899%
Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens nach Steuern ^a		$r_{\text{EK}}^{\text{u}*} = \frac{0,12 + 0,0455 \times 0,425899}{1,425899} =$	9,774773%
Faktor für die Ermittlung des Wiederanlagesatzes	$\Theta = \frac{\Delta \text{GRL}}{E} = \frac{(1 - \frac{\text{Fk}}{\text{Gk}})}{(1 - 0,5s_E \frac{\text{Fk}}{\text{Gk}})} = \frac{0,7}{1 - 0,5 \times 0,35 \times 0,3} = \frac{0,7}{0,9475} =$		0,738796
Kapitalwertneutrale Wiederanlage	$i^* = \frac{(1 - 0,5 \times 0,35 \times 0,7388)}{(1 - 0,2)(1 - 0,25)(1 - 0,5 \times 0,35)} \times r_{\text{WACC}}^{\text{f,n.St}} = 1,759 \times r_{\text{WACC}}^{\text{f,n.St}} =$		16,83278%

Die Zahlungsreihe aus Sicht des Eigentümers (vgl. Tab. 5) und die Bewertung lauten dann wie folgt:

$$Ek_0 = \frac{163,34(0,825)}{1,12} + \frac{(263,34 + 12)(0,825)}{1,12^2} + \frac{(263,34 + 112)(0,825)}{1,12^3} + \frac{263,34(0,825)}{1,12^3 \times 0,12} = 1.810,45$$

Tab. 5 gibt die FCF wieder, die für die Anwendung der verschiedenen DCF-Verfahren benötigt werden. Bei jedem der Verfahren ergibt sich ein übereinstimmender Unternehmenswert (Eigenkapital) i. H. v. 1.810,45 (vgl. Tab. 7):

Kapitalwertneutrale Wiederanlage in der Unternehmensbewertung

Tab. 7: Beispiel: Bewertung

APV-Ansatz	0	1	2	3	ab 4
Brutto-FCF		129,64	258,78	376,64	247,50
Barwertfaktor (9,77%)		0,911	0,830	0,756	7,734
Barwert BFCF	2.531,64	118,10	214,74	284,72	1.914,08
TS		5,06	5,29	5,29	5,06
Barwertfaktor TS		0,96	0,87	0,79	8,12
Barwert TS	54,71	4,84	4,61	4,20	41,07
Gesamtkapitalwert	2.586,36				
- verz. Fremdkapital	775,91				
= Eigenkapitalwert	1.810,45				

WACC-Ansatz	0	1	2	3	ab 4
Brutto-FCF		129,64	258,78	376,64	247,50
Barwertfaktor (9,57%)		0,913	0,833	0,760	7,944
Barwert	2.586,36	118,32	215,55	286,32	1.966,17
Gesamtkapitalwert	2.586,36				
- verz. Fremdkapital	775,91				
= Eigenkapitalwert	1.810,45				

TCF-Ansatz	0	1	2	3	ab 4
Total-CF		134,70	264,07	381,92	252,56
Barwertfaktor (9,77%)		0,911	0,830	0,756	7,743
Barwert	2.586,36	122,72	219,17	288,79	1.955,68
Gesamtkapitalwert	2.586,36				
- verz. Fremdkapital	775,91				
= Eigenkapitalwert	1.810,45				

FTE-Ansatz	0	1	2	3	ab 4
Netto-FCF		134,75	227,15	309,65	217,25
Barwertfaktor (12%)		0,893	0,797	0,712	5,932
Barwert	1.810,45	120,32	181,09	220,41	1.288,64
= Eigenkapitalwert	1.810,45				

Das Beispiel macht deutlich, welcher Aufwand im Vergleich zur Annahme der Vollausschüttung nötig ist, um die Auswirkungen des Ausschüttungsverhaltens differenziert und konsistent im Modell abzubilden.

F. Zusammenfassung

- 1) Einbehaltungen sind dann sinnvoll, wenn mit den einbehaltenen Mitteln Investitionen finanziert werden können, die einen positiven Kapitalwert generieren.
- 2) Ein positiver Kapitalwert entsteht, wenn die Investition Renditen vor Steuern erwirtschaftet, welche die abgeleiteten Sätze zur Herstellung der Kapitalwertneutralität übersteigen.
- 3) Diese Mindestrenditen für die Selbstfinanzierung liegen im Halbeinkünfteverfahren ebenso wie im Teileinnahmeverfahren der Allgemeinen Unternehmenssteuer unter denen der Beteiligungsfinanzierung. Daher sollten Investitionen primär durch Thesaurierung finanziert werden.
- 4) Dieser Vorteil der Selbstfinanzierung bedeutet aber nicht, dass Thesaurierungen grundsätzlich vorteilhaft wären, dass gar eine Vollthesaurierung den Unternehmenswert maximieren würde.
- 5) Sind alle in diesem Sinne lohnenswerten Investitionsgelegenheiten finanziert, dann kann ein verbleibender Finanzmittelüberschuss, der sog. Free Cashflow, im Interesse der Eigentümer sinnvoll nur ausgeschüttet werden.
- 6) Eine Vollausschüttung des Free Cashflow maximiert daher den Unternehmenswert.
- 7) Die Vollausschüttung des Free Cashflow ist äquivalent zur Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition des Free Cashflow. Eine aufgrund von Ausschüttungssperren nicht mögliche tatsächliche Auskehrung des FCF wird durch diese Annahme überwunden. Es bleibt im Einzelfall zu überprüfen, ob kapitalwertneutrale Investitionsgelegenheiten gegeben sind.
- 8) Die Vollausschüttung des Free Cashflow erscheint daher als grundsätzliche Annahme für die Unternehmensbewertung adäquat und sinnvoll.

Symbole

Δ	Veränderung
ϕ	Faktor für den Anteil von Dauerschulden im T
l	verschuldet (Index)
u	unverschuldet (Index)
ω	Steuerfaktor für die Ermittlung des Zins-TS
τ	Steuerfaktor für die Ermittlung der WACC
Ψ	Steuerfaktor für die Ermittlung der unverschuldeten Eigenkapitalkosten
a	Steuerpflichtiger Anteil der Ausschüttung
ARV	Anrechnungsverfahren
$BFCF_t$	Brutto-Free Cashflow im Zeitpunkt t
DCF	Discounted Cashflow
D_t	Ausschüttung im Zeitpunkt t

Kapitalwertneutrale Wiederanlage in der Unternehmensbewertung

E	Minderausschüttung
EBIT _t	Gewinn vor Zinsen und Steuern im Zeitpunkt t
EBITDA _t	Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen im Zeitpunkt t
Ek	Eigenkapital
ΔEk _t	Eigenkapitalaufnahme im Zeitpunkt t
EST	Einkommensteuer
FCF _t	Free Cashflow im Zeitpunkt t
ΔFk _t	Fremdkapitalaufnahme im Zeitpunkt t
Fk	Fremdkapital
G	Gewinn vor Steuern
GRL	Gewinnrücklage
GewSt _t	gezahlte Gewerbeertragsteuer im Zeitpunkt t
Gk _t	Marktwert des Unternehmens (Gesamtkapital) im Zeitpunkt t
HEV	Halbeinkünfteverfahren
i	Verzinsung einer Investition vor Steuern
i*	kapitalwertneutrale Verzinsung vor Steuern
I	Für Investitionen benötigte Finanzmittel
ICF _t	Cashflow aus der Investitionstätigkeit im Zeitpunkt t
KRL	eingezahltes Eigenkapital
KSt _t	gezahlte Körperschaftsteuer im Zeitpunkt t
Δliq.M. _t	Veränderung der liquiden Mittel im Zeitpunkt t
NFCF _t	Netto-Free Cashflow im Zeitpunkt t
OCF _t	Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit im Zeitpunkt t
PV _t	Barwert (Present Value) im Zeitpunkt t
q	Ausschüttungsquote
r	Kapitalkosten allgemein
r*	Marktrendite
r _{EK}	Eigenkapitalkosten
r _{GK} ^ℓ	Gesamtkapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens
r _{EK} ^u	Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens
r _{FK}	Fremdkapitalkosten
s _e	Steuersatz der Körperschaftsteuer auf Einbehaltungen im Anrechnungsverfahren (gespaltener Steuersatz)
s _E	Steuersatz der Einkommensteuer
s _k	Gewinnsteuersatz unter der Allgemeinen Unternehmenssteuer
s _K	Steuersatz der Körperschaftsteuer im Halbeinkünfteverfahren
s _G	effektiver Steuersatz der Gewerbesteuer
s _{kom}	kombinierter Steuersatz aus Gewerbe-, Körperschaft- und Einkommensteuer
s _v	Steuersatz auf Veräußerungsgewinne
t	Zeitpunkt, Zeitindex
TCF	Total Cashflow
TS	Tax Shield
v	Steuersatz der persönlichen Steuer (allgemein)
WACC	gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten
Z _t	Zinszahlung an die Gläubiger im Zeitpunkt t

Anmerkungen

- 1 Vgl. *IDW S 1* (2005), S. 690, Fn. 1.
- 2 Vgl. *BMF* (2000), S. 94; auch *Dötsch/Pung* (2000), S. 3; *Haase/Lüdemann* (2000), S. 747.
- 3 Vgl. *Wagner et al.* (2004), S. 890, 894; *Laitenberger/Tschöpel* (2003), S. 1362ff.
- 4 Vgl. hierzu *Jensen* (1986), S. 323; *Jensen* (1988), S. 28: „Free cashflow is cashflow in excess of that required to fund all of a firm’s projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital. Such free cash flows must be paid out to shareholders if the firm is to be efficient and to maximize value for shareholders.“ oder jüngst *Richardson* (2006):“Free cash flow is defined as cash flow beyond what is necessary to maintain assets in place and to finance expected new investments.“ Vgl. auch *Drukarczyk*, 2003, S. 145; *Husmann/Kruschwitz/Löffler* (2002), S. 27; *Richter* (1996), S. 1078; *Schüler* (2000), S. 1532.
- 5 Vgl. *Schwetzer* (2005), S. 615.
- 6 Vgl. *Brennan* (1971); *Rubinstein* (1976).
- 7 Vgl. *Perridon/Steiner* (2002), S. 21ff.
- 8 Vgl. *IDW S 1* (2005), Tz. 46.
- 9 Vgl. *Schreiber/Rogall* (2000), S. 724.
- 10 Vgl. insbesondere *Schreiber/Rogall* (2000).
- 11 Vgl. *Modigliani/Miller* (1963); *Wallmeier* (1999).
- 12 Vgl. *IDW S 1* (2005), Tz. 46.
- 13 Vgl. *Copeland/Weston* (1992), S. 29; *Copeland/Koller/Murrin* (2000), S. 395; *Drukarczyk* (2003), S. 15; *Franke/Hax* (1994), S. 183.
- 14 Vgl. *Schmidt/Terberger* (2003), S. 133 f.; *Kruschwitz* (2003), S. 68; *Olfert* (2001), S. 210; *Hax* (1985), S. 33 f.
- 15 Vgl. *Spremann* (1996), S. 424ff.
- 16 Vgl. *Busse von Colbe* (1957), S.41.
- 17 Vgl. hierzu ausführlich *Coenenberg/Schultze* (1998).
- 18 Vgl. *Ballwieser/Coenenberg/Schultze* (2002); *Perridon/Steiner* (2002), S. 21ff.
- 19 Vgl. *Schneider* (1969), S. 301ff.
- 20 Unterstellt man eine Orientierung an den Interessen der Eigentümer, so definiert dies die Vorteilhaftigkeit einer Entscheidung als eine solche, die den Nutzen bzw. das Vermögen der Eigentümer mehrt, vgl. bspw. *Kürsten* (2000, 2006).
- 21 Zur Begünstigung einbehaltener Inlandsgewinne beim Halbeinkünfteverfahren vgl. auch *Rödder* (2000), S. 60.
- 22 *Schreiber/Rogall* (2000), S. 724.
- 23 Benötigt er Finanzmittel für den Konsum, so muss der Investor Anteile verkaufen. Vgl. *Schreiber/Rogall* (2000), S. 724.
- 24 Damit eine Kurswertsteigerung für den Eigner gleich wertvoll sein kann wie eine Ausschüttung, muss er sie kostenfrei in Bargeld verwandeln können bzw. er muss zwischen Ausschüttungen und Wertsteigerungen indifferent sein. Vgl. unten stehende Annahmen.
- 25 Vgl. *Schreiber/Rogall* (2000), S. 724.
- 26 Vgl. *Miller/Modigliani* (1961); *Rubinstein* (1976).
- 27 Vgl. *Schreiber/Rogall* (2000), S. 722.
- 28 Vgl. *Schreiber/Rogall* (2000), S. 723ff.
- 29 Vgl. *Schreiber/Spengel/Lammersen* (2002), S. 2ff.
- 30 Vgl. *King/Fullerton* (1984), S. 9.
- 31 Vgl. bspw. *Devereux/Griffith* (1999), S. 14ff.
- 32 Vgl. hierzu grundlegend *Sieben* (1995), S. 729f.
- 33 Vgl. *Maul* (1979), S. 109. Vgl. auch *Coenenberg* (1981), S. 226.
- 34 Vgl. stellvertretend *Wallmeier* (1999), S. 1473ff.
- 35 Vgl. hierzu im Detail *Schultze* (2003), S. 433ff.
- 36 Dies hat im Vergleich zur alternativen Vorgehensweise, der Anpassung der Kapitalkosten, keine Auswirkungen auf das Ergebnis. Für eine Gegenüberstellung beider Vorgehensweisen vgl. *Schultze* (2003), S. 433ff.

- 37 Vgl. zur Zielsetzung der Vermögensmaximierung *Schneider* (1992), S. 65f.; vgl. auch *Kürsten* (2000).
- 38 Die Ableitungen folgen der Logik der *Modigliani/Miller* (MM)-Theoreme von der Irrelevanz der Finanzierung und Ausschüttung und erfordern entsprechende Annahmen. Dabei handelt es sich jeweils um eine alternativ-substituierende Vorgehensweise (vgl. *Lehmann* (2003), S. 159f.), die in unseren Ableitungen durch Kombination der Modelle zum Ausdruck kommt: Es werden zwei Alternativen betrachtet, die Anlage in ein Unternehmen, das ausschüttet (A) sowie eines das thesauriert (B). Hierauf lässt sich die Logik von MM (1961) für den Fall des unverschuldeten Unternehmens unmittelbar anwenden. Bezieht man zusätzlich, in Abwandlung von MM (1961), Verschuldung mit ein, so müssen die beiden Alternativen ebenso äquivalent für den Investor ausfallen, d. h. müssen insbesondere risikoäquivalent sein. Da bei Einbehaltung der Anteil des Eigenkapitals bei Unternehmen A steigen und damit das finanzwirtschaftliche Risiko kleiner als das des Unternehmens B ausfallen würde, muss gleichzeitig zur Thesaurierung eine Fremdkapitalaufnahme stattfinden, um beide Unternehmen weiterhin äquivalent zu machen. Es handelt sich daher um eine Kombination der beiden alternativ-substituierenden Betrachtungsweisen von MM (1958) und MM (1961).
- 39 Diese Annahme ist angesichts der Regelungen der §§ 17, 23 EStG und 8b KStG nicht in allen Fällen repräsentativ für die realen Umweltbedingungen. Gleichwohl deckt sie einen weiten Bereich der Realität ab und ist für viele Modelle der Unternehmensbewertung typisch. So geht auch die von IDW S 1 empfohlene Anwendung des Tax-CAPM von diesen Bedingungen aus (vgl. IDW S 1, Anhang 4). Vgl. auch *Brennan* (1970); *Wiese* (2006), S. 97ff., 127ff. Dies engt freilich die aus den Ableitungen gezogenen Schlussfolgerungen auf solche Fälle ein.
- 40 Es ist dabei für das Ergebnis unerheblich, über welchen Zeitraum sich die Einbehaltung erstreckt. Die aus der Einbehaltung resultierende Unternehmenswertveränderung ergibt sich stets als Barwert der aus der Einbehaltung resultierenden Auswirkungen auf zukünftige Ausschüttungen; vgl. auch die Diskussion in Abschnitt 4.3.
- 41 Vgl. *Schreiber/Rogall* (2000), S. 724.
- 42 Vgl. *Baetge/Niemeyer/Kümmel* (2001), S. 318; *Dinstuhl* (2002), S. 83; *Husmann/Kruschwitz/Löffler* (2002), S. 33; *Laitenberger* (2003), S. 1226; *Schüler* (2000), S. 1533ff; *Schultze* (2005), S. 241ff.
- 43 Die Ableitung folgt dem Nettoprinzip, bei dem ausgehend vom Einkommen nach Steuern auf die Rendite vor Steuern zurückgerechnet wird. Vgl. *Schneider* (2002), S. 200ff.; *König/Wosnitza* (2004), S. 41ff. In das Ergebnis fließt das Tax Shield mit negativem Vorzeichen ein, da es die Rückflüsse aus der Investition nach Steuern erhöht und damit die erforderlichen Mindestrenditen reduziert. Dies beeinträchtigt die Ergebnisse nicht in derselben Weise wie eine Kürzung der Kapitalkosten (WACC) um tatsächlich das Unternehmen belastende Zahlungen; vgl. dazu *Schneider* (2002), S. 203f. Durch Verwendung der WACC in unseren Ableitungen behebt sich dieses Problem von selbst.
- 44 Vgl. *Schultze* (2003), S. 356.
- 45 Die Ableitung erfolgt analog der für das Halbeinkünfteverfahren vorgestellten Systematik.
- 46 Vgl. ähnlich *Schreiber/Rogall* (2000), S. 723f.
- 47 Vgl. *Sachverständigenrat* (2006); *Stiftung Marktwirtschaft* (2006).
- 48 Vgl. *Schreiber* (2006), S. 1164ff.
- 49 Vgl. *Schreiber* (2006), S. 1166.
- 50 *Schreiber* (2006) geht vereinfachend von einer „Marktrendite“ aus, deren Steuerbelastung er aber unbestimmt lässt, sodass kompensierende Wirkungen unberücksichtigt bleiben.
- 51 Vgl. *Schwetzler* (1998), S. 695ff.; *Schwetzler* (2005), S. 612; *Schultze* (2003), S. 446f.
- 52 Vgl. *Laitenberger/Tschöpel* (2003).
- 53 Vgl. *Schreiber/Rogall* (2000), S. 721ff.
- 54 Vgl. *Laitenberger/Tschöpel* (2003), S. 1365.
- 55 Vgl. bspw. *Baetge/Niemeyer/Kümmel* (2001); *Dinstuhl* (2002); *Drukarczyk* (2003); *Husmann/Kruschwitz/Löffler* (2002); *Kruschwitz/Löffler* (2004, 2005 a, b). Für einen umfassenden Literaturüberblick vgl. *Schultze* (2005).
- 56 Vgl. *Wagner et al.* (2004), S. 889ff.
- 57 Vgl. *IDW S 1*, S. 690, Fn. 1.

- 58 Vgl. *Wagner et al.* (2004), S. 890, 894; *Laitenberger/Tschöpel* (2003), S. 1362ff.
 59 Vgl. *Wagner et al.* (2004), S. 895.
 60 Vgl. *IDW S 1*, Tz. 47.
 61 Vgl. *Wagner et al.* (2004), S. 890, 894.
 62 *Laitenberger/Tschöpel* (2003), S. 1362.
 63 Für das von ihnen vorgestellte Beispiel mit einem Wiederanlagesatz von $i = 12\%$ liegt der kapitalwertneutrale Satz i^* im ARV bei 13% und im HEV bei $10,4\%$, sodass: $10,4\% < 12\% < 13\%$. Die Formeln sind auf deren Annahmen angepasst, siehe unten.
 64 Vgl. *Laitenberger/Tschöpel* (2003), S. 1365, 1367.
 65 Vgl. *Laitenberger/Tschöpel* (2003), S. 1362ff.
 66 Vgl. *Schreiber/Rogall* (2000), S. 721ff. Da *Laitenberger/Tschöpel* (2003) in ihren Ausführungen keine Verschuldung berücksichtigen, ist hier von den für unverschuldete Unternehmen abgeleiteten Formeln auszugehen.
 67 Vgl. auch Gleichung (4). Es wird erneut ohne Verschuldung gerechnet und, für Vergleichszwecke, wie bei *Laitenberger/Tschöpel* (2003), S. 1363f., eine volle Besteuerung der Eigenkapitalkosten unterstellt.
 68 Vgl. stellvertretend *Wallmeier* (1999).
 69 Vgl. *Wilhelm* (2005 a, b) und *Kruschwitz/Löffler* (2005 a, b).
 70 Vgl. *Drukarczyk* (2003), S. 145; *Husmann/Kruschwitz/Löffler* (2002), S. 27; *Richter* (1996), S. 1078; *Schultze* (2005), S. 245ff.
 71 Der Effekt wurde zuvor in der Literatur unter dem Begriff des Tilgungseffekts bzw. auch unter dem Gesichtspunkt der Kapitalherabsetzung diskutiert. Vgl. *Dinstuhl* (2002), S. 83; *Husmann/Kruschwitz/Löffler* (2002), S. 33; *Laitenberger* (2003), S. 1226; *Schüler* (2000), S. 1533ff.
 72 Vgl. *Schultze* (2005), S. 253; *Schultze/Meyer* (2005), S. 311. Grundsätzlich führen alle zukunfts-erfolgsorientierten Bewertungsverfahren zu identischen Resultaten, wenn man auf denselben Plandaten aufsetzt und die diskontierten Zukunftserfolge in einem integrierten Planungsmodell sachgerecht definiert und ermittelt. Für die folgende Diskussion wird der WACC-Ansatz zugrunde gelegt, wobei sich die Aussagen auf jedes andere Modell übertragen lassen, wie am Ende des Beitrags anhand eines Beispiels aufgezeigt wird.
 73 Vgl. *Wagner et al.* (2004), S. 894ff.
 74 Vgl. *Schultze/Zimmermann* (2006), S. 887.
 75 Vgl. *Schultze/Meyer* (2005), S. 311.
 76 Vgl. *Stehle* (2004), S. 916.
 77 Vgl. *Kruschwitz/Löffler* (1998), S. 1041ff.
 78 Vgl. hierzu *Stehle* (2004), S. 916.
 79 Vgl. *Schwetzler* (1998), S. 697ff.
 80 Vgl. *Miller/Modigliani* (1961), S. 416ff.; *Rubinstein* (1976), S. 1229f.
 81 Vgl. *Coenenberg/Sieben* (1976), Sp. 4067; *Schultze* (2005), S. 239.
 82 Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten ergeben sich unter der Annahme einer konstanten unternehmenswertenabhängigen Finanzierung durch Anwendung der Miles/Ezzell-Anpassung:

$$r_{Ek}^{u*} = \frac{r_{Ek}^{\ell} (1 - 0,5s_E) + \Psi r_{Fk} (1 - s_E)}{(1 + \Psi)} \quad \text{mit} \quad \Psi = \left(\frac{1 + r_{Fk} (1 - s_E)(1 - \tau)}{1 + r_{Fk} (1 - s_E)} \right) \frac{Fk}{Ek}. \quad \text{Vgl. Wallmeier (1999), S. 1475;}$$

Schultze (2003), S. 357.

Literatur

- Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J. (2001): Discounted Cashflow-Verfahren mit Beispiel, in: Peemöller, V.: Handbuch der Unternehmensbewertung, Berlin 2001, S. 263–360.
- Ballwieser, W./Coenenberg, A. G./Schultze, W. (2002): Erfolgsorientierte Unternehmensbewertung, in: Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3. Aufl., hrsg. von Ballwieser, W., Coenenberg, A.G., v. Wysocki, K., Stuttgart 2002, Sp. 2412–2432.
- Brennan, M. (1970): Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy, in: National Tax Journal 1970, S. 417–427.
- Brennan, M. (1971): A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model, in: Journal of Finance 1971, S. 1115–1121.
- Bundesministerium der Finanzen (BMF) (2000): Steuerpolitik der Bundesregierung, Berlin.
- Busse von Colbe, W. (1957): Der Zukunftserfolg, Wiesbaden 1957.
- Coenenberg, A. G. (1981): Unternehmensbewertung aus der Sicht der Hochschule, in: 50 Jahre Wirtschaftsprüferberuf. Berlin, Düsseldorf 1981, S. 221–245; auch in: Busse von Colbe/Coenenberg (1992), S. 89–108.
- Coenenberg, A. G./Schultze, W. (1998): Unternehmensbewertung anhand von Entnahme- oder Einzahlungsüberschüssen: Die Discounted Cash Flow-Methode, in: Matschke, M. J./Schildbach, T. (1998): Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, Festschrift für Günter Sieben, Stuttgart 1998.
- Coenenberg, A. G./Sieben, G. (1976): Unternehmensbewertung, in: Grochla, E./Wittmann, W. (Hrsg.) (1976): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4. Aufl., Stuttgart 1976, Sp. 4062–4079.
- Copeland, T./Weston, J. F. (1992): Financial Theory and Corporate Policy, 3. Aufl., Reading (Massachusetts) u. a. 1992.
- Copeland, T. E./Koller, T./Murrin, J. (2000): Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3. Aufl., New York 2000.
- Devereux, M. P./Griffith, R. (1999): The Taxation of Discrete Investment Choices – Revision 2, IFS Working Paper Series No. W98/16.
- Dinstuhl, V. (2002): Discounted Cash-flow-Methoden im Halbeinkünfteverfahren, in: Finanz Betrieb 2002, S. 79–90.
- Dötsch, E./Pung, A. (2000): Die geplante Reform der Unternehmensbesteuerung, in: DB 2000, Beilage 4/2000 zu Heft Nr. 11.
- Drukarczyk, J. (2003): Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003.
- Franke, G./Hax, H. (1994): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 3. Aufl., Berlin u. a. 1994.
- Haase, D./Lüdemann, L. (2000): Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform auf die Finanzierungspolitik von Kapitalgesellschaften, in: DStR 2000, S. 747–752.
- Hax, H. (1985): Investitionstheorie, 5. Aufl., Würzburg/Wien 1985.
- Husmann, S./Kruschwitz, L./Löffler, A. (2002): Unternehmensbewertung unter deutschen Steuern, in: DBW, 62. Jg. (2002), Heft 1, S. 24–42.
- IDW S 1 (2005): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: IDW-Fachnachrichten 11/2005, S. 690–718.
- Jensen, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in: American Economic Review 1986, S. 323–329.
- Jensen, M. C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, in: Journal of Economic Perspectives 1988, Heft 1, S. 21–48.
- King, M. A./Fullerton, D. (1984): The Taxation of Income from Capital, Chicago 1984.
- König, R./Wosnitza, M. (2004): Betriebswirtschaftliche Steuerplanungs- und Steuerwirkungslehre, Heidelberg 2004.
- Kruschwitz, L. (2003): Investitionsrechnung, 9. Aufl., München/Wien 2003.
- Kruschwitz, L./Löffler, A. (1998): Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, in: DB (1998), 51. Jg., Heft 21, S. 1041–1043.
- Kruschwitz, L./Löffler, A. (2004): Bemerkungen über Kapitalkosten vor und nach Steuern, ZfB, 74. Jg. (2004), S. 1175–1190.

- Kruschwitz, L./Löffler, A. (2005a): Kapitalkosten, Wertprozesse und Steuern, *ZfB*, 75. Jg. (2005), S. 1013–1019.
- Kruschwitz, L./Löffler, A. (2005b): Antwort auf eine Replik zu einer Stellungnahme zu einer Kritik Wilhelms an einer Arbeit von Kruschwitz/Löffler, *ZfB*, 75. Jg. (2005), S. 1025.
- Kürsten, W. (2000): „Shareholder Value“ – Grundelemente und Schief lagen einer polit-ökonomischen Diskussion aus finanzierungstheoretischer Sicht, in: *ZfB*, Jg. 70 (2000), S. 359–381.
- Kürsten, W. (2006): Corporate Hedging, Stakeholderinteresse und Shareholder Value, in: *Journal für Betriebswirtschaft*, Jg. 56 (2006), 3–31.
- Laitenberger, J. (2003): Kapitalkosten, Finanzierungsprämisse und Einkommensteuer, in: *ZfB*, 73. Jg. (2003), S. 1221–1239.
- Laitenberger, J./Tschöpel, A. (2003): Vollausschüttung und Halbeinkünfteverfahren, in: *WPg* (2003), S. 1357–1367.
- Lehmann, M. (2003): *Finanzwirtschaft*, Berlin/Heidelberg 2003.
- Maul, K.-H. (1979): Probleme Prognose-orientierter Unternehmensbewertung, in: *ZfB* 1979.
- Miller, M. H./Modigliani, F. (1961): Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, in: *Journal of Business* (1961), S. 411–435.
- Modigliani, F./Miller, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, in: *American Economic Review* 1958, S. 261–297.
- Modigliani, F./Miller, M. H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: *American Economic Review* (1963), S. 433–443.
- Olfert, K. (2001): *Investition*, 8. Aufl., Ludwigshafen (Rhein) 2001.
- Perridon, L./Steiner, M. (2002): *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 11. Aufl., München 2002.
- Richardson, S. (2006): Over-Investment of Free Cash Flow, in: *Review of Accounting Studies*, Vol. 11 (2006), S. 159–189.
- Richter, F. (1996): Die Finanzierungsprämisse des Entity-Ansatzes vor dem Hintergrund des APV-Ansatzes zur Bestimmung von Unternehmenswerten, in: *zfbf* 1996, S. 1076–1096.
- Rödter, T. (2000): Unternehmenssteuerreform 2001 – Eine erste Analyse des Regierungsentwurfs aus Beratersicht, in: *DStR* 2000, S. 353–368.
- Rubinstein, M. (1976): The Irrelevance of Dividend Policy in an Arrow-Debreu Economy, in: *JoF* (1976), S. 1229–1230.
- Sachverständigenrat (2006): *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Max-Planck- Institut für Geistiges Eigentum, Wettbewerbs- und Steuerrecht und Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung: Reform der Einkommens- und Unternehmensbesteuerung durch die Duale Einkommensteuer, Wiesbaden 2006.
- Schmidt, R. H./Terberger, E. (2003): *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*, 4. Aufl., Wiesbaden 2003.
- Schneider, D. (1969): Korrekturen zum Einfluss der Besteuerung auf die Investitionen, in: *zfbf* (1969), 21. Jg., S. 297–325.
- Schneider, D. (1992): *Investition, Finanzierung und Besteuerung*, 7. Aufl., Wiesbaden 1992.
- Schneider, D. (2002): *Steuerlast und Steuerwirkung*, München/Wien 2002.
- Schreiber, U./Rogall, M. (2000): Der Einfluss der Reform der Körperschaftsteuer auf Investitionsentscheidungen und den Wert der Gewinnrücklagen von Kapitalgesellschaften, in: *DBW* (2000), S. 721–737.
- Schreiber, U./Spengel, C./Lammersen, L. (2002): Measuring the Impact of Taxation on Investment and Financing Decisions, in: *Schmalenbach Business Review*, 54. Jg. (2002), S. 2–23.
- Schreiber, U. (2006): Allgemeine Unternehmenssteuer oder Duale Einkommensteuer?, in: *ZfB*, 76. Jg. (2006), S. 1163–1185.
- Schüler, A. (2000): Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren, in: *DStR* 36/2000, S. 1531–1536.
- Schultze, W. (2003): *Methoden der Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Düsseldorf 2003.
- Schultze, W. (2005): Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren: Steuervorteile aus der Finanzierung deutscher Kapitalgesellschaften, in: *DBW*, 65. Jg. (2005), S. 237–257.
- Schultze, W./Meyer, M. A. (2005): Die Kapitalflussrechnung in der Unternehmensbewertung: Bewertungskalkül und Gestaltungshinweise, in: *Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung*, 16. Jg. (2005), S. 289–324.

- Schultze, W./Zimmermann, R. (2006): Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren: Der Werteeinfluss des steuerlichen Eigenkapitals, in: ZfB, 76. Jg. (2006), S. 867–901.
- Schwetler, B. (1998): Gespaltene Besteuerung, Ausschüttungssperrvorschriften und bewertungsrelevante Überschüsse bei der Unternehmensbewertung, in: WPg (1998), 51. Jg., Heft 16, S. 695–705.
- Schwetler, B. (2005): Halbeinkünfteverfahren und Ausschüttungsäquivalenz – die „Übertypisierung“ der Ertragswertbestimmung, in: WPg (2005), Heft 11, S. 601–617.
- Sieben, G. (1995): Unternehmensbewertung: Discounted Cash Flow-Verfahren und Ertragswertverfahren – Zwei völlig unterschiedliche Ansätze?, in: Lanfermann, J. (Hrsg.) (1995): Internationale Wirtschaftsprüfung, FS für Hans Havermann, Düsseldorf 1995.
- Spremann, K. (1996): Investition und Finanzierung, 5. Aufl., München 1996.
- Stehle, R. (2004): Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, in: WPg (2004), 57. Jg., Heft 17, S. 906–927.
- Stiftung Marktwirtschaft (2006): Kommission „Steuergesetzbuch“, Steuerpolitisches Programm – Einfacher, gerechter, sozialer: Eine umfassende Ertragsteuerreform für mehr Wachstum und Beschäftigung, Berlin 2006.
- Wagner, W./Jonas, M./Ballwieser, W./Tschöpel, A. (2004): Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1), in: WPg (2004), 57. Jg., Heft 17, S. 889–898.
- Wallmeier, M. (1999): Kapitalkosten und Finanzierungsprämien, in: ZfB, 69. Jg. (1999), S. 1473–1490.
- Wiese, J. (2006): Komponenten des Zinsfußes in Unternehmensbewertungskalkülen: Theoretische Grundlagen und Konsistenz, München 2006.
- Wilhelm, J. (2005a): Bemerkungen über Kapitalkosten vor und nach Steuern – Anmerkungen zu dem gleichnamigen Beitrag von Kruschwitz und Löffler, ZfB, 75. Jg. (2005), S. 1005–1012.
- Wilhelm, J. (2005b): Replik zu Kruschwitz und Löffler, ZfB, 75. Jg. (2005), S. 1021–1024.

Kapitalwertneutrale Wiederanlage in der Unternehmensbewertung

Zusammenfassung

Der vorliegende Beitrag ermittelt die Mindestrenditen vor Steuern, zu dem thesaurierte Gewinne bei einer gegebenen Kapitalstruktur angelegt werden müssen, um den Eigentümer nicht schlechter zu stellen als im Fall der Ausschüttung. In der Unternehmensbewertung stellt die kapitalwertneutrale Wiederanlage einbehaltener Mittel eine zentrale Annahme dar, weshalb der dafür notwendige Satz zu spezifizieren ist. Es zeigt sich, dass, entgegen der in der Literatur häufig vertretenen Meinung, im klassischen Steuersystem Einbehaltungen nicht grundsätzlich Ausschüttungen vorzuziehen sind. Der Vorteil von Thesaurierungen beschränkt sich auf Fälle, in denen die einbehaltenen Beträge zu mehr als den abgeleiteten Mindestrenditen investiert werden können. Darüber hinausgehende Mittel, sog. Free Cashflows, sollten im Interesse der Eigentümer dagegen ausgeschüttet werden. Die vollständige Auskehrung des Free Cashflow maximiert daher den Unternehmenswert und ist somit die bestmögliche Annahme für die objektivierte Unternehmensbewertung.

Hurdle Rates, Taxes and the Irrelevance of Dividend Policy in Valuation

Summary

This paper derives the pre-tax-hurdle rates for the reinvestment of retained earnings of German corporations. We show that, contrary to the extant literature, in a system of double-taxation as is prevalent in Germany, the retention of earnings to shareholders is not necessarily beneficial. Shareholders only benefit from retentions when the funds retained are invested at a rate higher than the derived hurdle rates. Funds that cannot be invested at such a rate are to be distributed and are therefore known as free cash flows in the literature. We show that the assumption of a full distribution of free cash flows maximizes the value for shareholders as compared to other assumptions and is therefore preferable.