



Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren: Der Werteeinfluss des steuerlichen Eigenkapitals

Von Wolfgang Schultze
und Ruth-Caroline Zimmermann

Überblick

Die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens hat erhebliche Auswirkungen auf die Steuerbelastung von Ausschüttungen aus Kapitalgesellschaften und damit auf die Unternehmensbewertung. Bisherige Beiträge hierzu beschäftigten sich ausschließlich mit dem „reinen“ Halbeinkünfteverfahren, d. h. mit der Berücksichtigung von Ausschüttungen, deren Besteuerung vollständig den neuen Regelungen unterliegen. Während einer 18-jährigen Übergangszeit werden jedoch die im Anrechnungsverfahren gebildeten Rücklagen weitergeführt. Ausschüttungen aus diesen unterliegen speziellen steuerlichen Belastungen. Die Höhe der Steuerbelastung der diskontierten Zukunftserfolge wird von diesen steuerlichen Übergangsregeln wesentlich beeinflusst. Der vorliegende Beitrag integriert die Auswirkungen dieser Übergangsregelungen in die Discounted Cashflow-Methodik. Die abgeleiteten Bewertungsformeln bestätigen die gegenwärtig diskutierte Relevanz von Einbehaltungen im neuen Steuersystem. Sie bieten so die Grundlage für die Weiterentwicklung der Theorie der Unternehmensbewertung sowie auch deren weiterer Umsetzung in den Bewertungsstandards des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 1).

Prof. Dr. Wolfgang Schultze, Universität Jena, Lehrstuhl Rechnungslegung und Controlling, Carl-Zeiss-Str. 3, 07743 Jena, Tel.: +49-3641-943-150, Fax: +49-3641-943152, e-Mail: W.Schultze@wiwi.uni-jena.de.
Dipl.-Kffr. Ruth-Caroline Zimmermann, Wissenschaftliche Mitarbeiterin, Universität Osnabrück, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, International Accounting, Rolandstraße 8 (Gebäude 29), 49069 Osnabrück, Tel.: +49-541-969-2723, Fax: +49-541-969-2722, e-Mail: ruth-caroline.zimmermann@uni-osnabrueck.de.

A. Problemstellung

Mit Verabschiedung des Steuersenkungsgesetzes (StSenkG) wurde vom System der Körperschaftsteueranrechnung auf das sog. Halbeinkünfteverfahren gewechselt, das für Ausschüttungen ab dem 1.1.2002 Gültigkeit hat. Dieser Wechsel verändert die Bedingungen, unter denen Einkommen den Investoren deutscher Kapitalgesellschaften zufließt und hat daher erhebliche Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung. Steuern wirken sich in mehrfacher Weise auf die Bewertung aus: Erstens beeinflussen sie die Höhe des Nachsteuereinkommens und damit den Bewertungsgegenstand. Zweitens beeinflussen sie auch die Nachsteuerrendite der unterlassenen Alternativinvestition und damit den Bewertungsmaßstab, die Kapitalkosten. Und drittens ergeben sich durch die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Eigen- und Fremdkapitalgeber-Einkommen Auswirkungen auf die Reaktionsfunktion der Eigenkapitalkosten auf Veränderungen des Verschuldungsgrades.¹

Im Zentrum vieler Untersuchungen steht daher die Ermittlung des Steuervorteils der Fremdfinanzierung (sog. Tax Shield), der ein wesentlicher Faktor bei der Ermittlung des Unternehmenswerts ist. Er stellt bei der Unternehmensbewertung nach der Discounted Cashflow (DCF)-Methodik eine besondere Bewertungskomponente dar, die aufgrund ihrer eigenen Risikostruktur entweder gesondert neben den finanzierungsunabhängig ermittelten Zahlungsüberschüssen zu bewerten ist (sog. Adjusted-Present-Value (APV)-Ansatz) oder aber in die gewichteten Kapitalkosten eingeht (sog. Weighted-Average-Cost-of-Capital (WACC)-Ansatz). Des Weiteren beeinflusst diese Größe entscheidend die Reaktionsfunktion der Eigenkapitalkosten auf Veränderungen des Verschuldungsgrades.

Durch das Halbeinkünfteverfahren ergibt sich eine doppelte Belastung des Einkommens sowohl auf der Ebene des Unternehmens als auch der Investoren. Dies lässt Ausschüttungen unattraktiv erscheinen, was jüngst auch vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) zum Anlass genommen wurde, ihre Grundsätze für die Unternehmensbewertung zu überarbeiten. Die Neufassung aus dem Dezember 2005 fordert die explizite Berücksichtigung des Ausschüttungsverhaltens sowie der persönlichen Steuern.²

Bisherige Beiträge zu diesem Themenkreis beschäftigen sich ausschließlich mit dem „reinen“ Halbeinkünfteverfahren, d. h. mit der Berücksichtigung von Ausschüttungen, deren Besteuerung vollständig den neuen Regelungen unterliegt.³ Nach diesen werden einbehaltene wie ausgeschüttete Gewinne dem einheitlichen Körperschaftsteuersatz von 25 % unterworfen; ausgeschüttete Gewinne unterliegen zur Hälfte der persönlichen Einkommensteuer.⁴ Während einer 18-jährigen Übergangszeit besteht jedoch ein eingeschränktes Nebeneinander des alten und neuen Systems, in welchem die während der Zeit des Anrechnungsverfahrens gebildeten Gewinnrücklagen zur Auflösung kommen. Solche Ausschüttungen unterliegen Sonderregelungen, die bisher in der Literatur zur Unternehmensbewertung unberücksichtigt sind.

Der vorliegende Beitrag integriert die Auswirkungen dieser Übergangsregelungen in die Bewertungsmodelle. Die Höhe des Steuervorteils aus der Fremdfinanzierung ist repräsentiert durch die geringere Steuerbelastung des Einkommens der Investoren eines verschuldeten Unternehmens gegenüber dem eines unverschuldeten. Bis zum Ende des Übergangszeitraums im Jahr 2019 bzw. bei abweichendem Wirtschaftsjahr in 2019/2020 ist es mög-

lich, Ausschüttungen sowohl aus Rücklagen des Anrechnungs- als auch des Halbeinkünfteverfahrens (HEV) vorzunehmen, was die Höhe der Steuerbelastung gegenüber dem reinen Halbeinkünfteverfahren stark verändert. Davon wird auch die Höhe der Steuervorteile beeinflusst, was im Detail aufgezeigt wird.

Der Beitrag ist wie folgt strukturiert. Zunächst wird ein Überblick über die bisherigen Ergebnisse der Literatur gegeben. Sodann werden die steuerlichen Übergangsregelungen für die Ausschüttung aus den Rücklagen dargestellt. Daraufhin wird die grundsätzliche Berücksichtigung von Ausschüttungen aus Eigenkapitalbestandteilen in der Unternehmensbewertung anhand eines einfachen Steuersystems mit Doppelbesteuerung aufgezeigt. Im zweiten Schritt wird diese Vorgehensweise auf die konkreten Verhältnisse von inländischen Eigentümern deutscher Kapitalgesellschaften angewendet und die relevanten Bewertungsformeln für den APV- und WACC-Ansatz abgeleitet.

B. Literaturüberblick

Zur Ableitung der Höhe des Tax Shield (TS) im Halbeinkünfteverfahren ist bereits eine große Zahl von Beiträgen erschienen. Die vorgelegten Ergebnisse unterscheiden sich primär durch unterschiedliche Prämissen über die Ausgangssituation.⁵

Drukarczyk (2001) und Schultze (2001) ermitteln erstmalig für das Halbeinkünfteverfahren das TS aus der Fremdfinanzierung, das sich wie folgt in seine Komponenten zerlegen lässt:⁶

$$TS = \underbrace{0,5s_G Z}_{\text{GewSt-Effekt}} + \underbrace{s_K(1-0,5s_G)Z}_{\text{KSt-Effekt}} + \underbrace{0,5s_E[1-(0,5s_G + s_K(1-0,5s_G))]Z}_{\text{halbe Dividenden-Besteuerung}} - \underbrace{s_E Z}_{\text{volle Zinsbesteuerung}}$$

mit:

(1)	TS	Tax Shield
	s_G	effektiver Gewerbesteuersatz
	s_K	Körperschaftsteuersatz
	s_E	Einkommensteuersatz
	Z	Zinsaufwand

Dinstuhl (2002) erweitert diesen Effekt um den sog. „Ausschüttungsdifferenzeffekt“, der sich ergibt, wenn ein Teil des Free Cashflow (FCF) nicht für eine einkommensteuerpflichtige Ausschüttung an die Eigentümer, sondern zur einkommensteuerfreien Rückzahlung von Kapital verwendet wird.⁷ Die Steuerersparnis im speziellen Unterfall, in dem freie Liquidität nicht zur Ausschüttung an die Eigentümer, sondern zur Tilgung von Fremdkapital verwendet wird, wird als Tilgungseffekt bezeichnet.⁸ Er resultiert aus der Einkommensteuerersparnis, die damit einhergeht, dass weder für die Tilgung noch für die einbehaltenen Gewinne eine Einkommensteuer zu bezahlen ist. Der umgekehrte Fall der Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital und seiner Verwendung zur Ausschüttung führt

entsprechend zum gegenteiligen (nachteiligen) Effekt.⁹ Der Tilgungseffekt (TE) ergibt sich in folgender Höhe:

$$TE_t = 0,5s_E \Delta Fk_t$$

(2)	mit:	
	TE	Tilgungseffekt
	ΔFk	Veränderung des Fremdkapitals
	t	Zeitindex

Auch Husmann/Kruschwitz/Löffler (2002) erzielen dieses Ergebnis, wobei sie den Einkommensvergleich durch Vergleich von Kontoständen darstellen. Ihr Ergebnis beinhaltet neben dem Tilgungseffekt ein zweites Tax Shield aus der Privatverschuldung, das auch von Lobe (2001) und Drukarczyk (2003) diskutiert wird.¹⁰ Die Vorgehensweise letzterer zeigt jedoch schlüssig auf, dass eine unterschiedliche Ausgangslage des Investors sich nicht auf die *Höhe* des TS, sondern nur auf ihren *Wert* auswirkt.¹¹ Für die Bewertung ändern sich folglich lediglich die Opportunitätskosten und damit der Kalkulationszinsfuß, nicht aber die diskontierten Zukunftserfolge.¹²

Laitenberger (2002) kritisiert die Ableitungen von Husmann/Kruschwitz/Löffler (2002) dahingehend, dass hierbei die Möglichkeit der steuerfreien Ausschüttung auf anderem Wege als der Tilgung, nämlich durch Kapitalherabsetzung, vernachlässigt werde.¹³ Aus seinen Ableitungen resultiert ein Gesamteffekt (KE) aus der Rückführung von eingezahltem Eigenkapital (KRL) und Fremdkapital, der sich aus dem Kapitalherabsetzungseffekt und dem Tilgungseffekt zusammensetzt:¹⁴

$$KE_t = \Delta KRL_t \times 0,5s_E + \Delta Fk_t \times 0,5s_E$$

(3)	mit:	
	KE	Kapitaleffekt
	KRL	Eingezahltes Eigenkapital

In seinen Ableitungen verschwindet dieser Effekt jedoch vollständig aus dem TS.¹⁵ Gleichzeitig ergibt sich andererseits ein Einfluss auf die Steuerbelastung der diskontierten Cashflows, der von ihm nicht weiter diskutiert wird. Dies nehmen Husmann/Kruschwitz/Löffler (2002b) zum Anlass, seinen Anmerkungen entgegen zu halten, dass es sich hier lediglich um eine Frage der Zuordnung handle, d. h. ob der Effekt dem Grenzpreis des unverschuldeten Unternehmens oder dem Wert der Verschuldung zuzurechnen sei.¹⁶ Dies ist insofern von Bedeutung, als beide Komponenten unter Unsicherheit anderen Risiken unterliegen und daher, gem. dem Adjusted Present Value (APV)-Ansatz, mit unterschiedlichen Kapitalkosten zu diskontieren sind. Im Ergebnis halten Husmann/Kruschwitz/Löffler (2002) fest, dass der Gesamteffekt sowohl aus Tilgungen als auch aus Kapitalherabsetzungen resultiert und dabei eine Zuordnung des Tilgungseffekts zum Tax Shield und des Kapitalherabsetzungseffekts zum Grenzpreis des unverschuldeten Unternehmens sinnvoll sei.¹⁷

Die Zuordnung des Tilgungseffekts zum TS bedarf jedoch weiterer Diskussion, da der Tilgungseffekt bezüglich der ihm inhärenten Risiken nicht notwendigerweise mit denen von Fremdkapitalzinsen übereinstimmt, sondern vom Risiko der erwirtschafteten Zahlungsströme, die zur Tilgung verwendet werden, abhängt. Dies geschieht in Abschnitt D.II.1. Des Weiteren beruhen obige Ableitungen auf der residualen Ausschüttungspolitik, d. h. einer vollständigen Ausschüttung der Free Cashflows. Da sich Free Cashflows und Gewinne unterscheiden, kommt es bei einer solchen Ausschüttungspolitik notwendigerweise zur Bildung oder Auflösung von Gewinnrücklagen. Die dafür geltenden steuerlichen Regeln, insbesondere die Vorschriften für die Übergangsphase vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren, sind bisher in der Unternehmensbewertung unberücksichtigt. Beide Aspekte werden im Folgenden diskutiert.

C. Besteuerung auf Ebene der Kapitalgesellschaft und der Anteilseigner

Fließen Gewinne einer Kapitalgesellschaft als Ausschüttungen den Anteilseignern zu, so entstehen bei ihnen steuerpflichtige Einkünfte.¹⁸ Geregelt ist die Besteuerung dieser Einkünfte aus Kapitalvermögen in § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG. Beim Übergang vom Anrechnungsverfahren auf das klassische Körperschaftsteuersystem werden im Zuge des Steuersenkungsgesetzes (StSenkG) sowohl bei der Kapitalgesellschaft als auch bei den Anteilseignern Änderungen in der Besteuerung vorgenommen.¹⁹ Auf Gesellschaftsebene wird nun nicht mehr zwischen der unterschiedlichen Besteuerung thesaurierter und ausgeschütteter Gewinne unterschieden. Vielmehr gilt seit Einführung des neuen Körperschaftsteuergesetzes (KStG n.F.) ab dem 01. 01. 2001 ein einheitlicher Körperschaftsteuersatz von 25 % zur Besteuerung der Gewinne.²⁰ Bei den Gesellschaftern ist seither keine Anrechnung der vom Unternehmen bezahlten Körperschaftsteuer (KSt) auf die Einkommensteuer mehr möglich. Im Vergleich zum Anrechnungsverfahren wird der Nachteil der doppelten Steuerbelastung durch KSt und ESt dadurch gemildert, dass bei den Anteilseignern nicht die volle Dividende der Steuer unterliegt, sondern nur die Hälfte (sog. Halbeinkünfteverfahren, HEV).²¹

I. Übergangsregelungen

Durch die vereinheitlichten Steuersätze für einbehaltene und ausgeschüttete Gewinne haben sich durch die Reform auch die steuerlichen Gewinnrücklagen, welche das steuerliche Eigenkapital ausmachen, geändert.

Im Anrechnungsverfahren bestanden die mit 45 % und 40 % KSt ungemildert belasteten Bestandteile EK 45 und EK 40 neben dem EK 30, welches mit einer 30 %-igen KSt-Belastung versehen war.²² Nicht mit KSt belastet waren die Bestandteile EK 01 aus ausländischen Einkünften, die Rücklage EK 02 aus sonstigen Vermögensmehrungen, das EK 03 als Restbestand von verwendbarem EK vor 1977 und das EK 04 aus Eignereinlagen.²³ Wurde zu Zeiten des Anrechnungsverfahrens aus dem EK 40 ausgeschüttet, stand der Gesellschaft ein Körperschaftsteuerminderungsanspruch zu: Die thesaurierten Rücklagen wurden zwar mit 40 % belastet, jedoch war bei einer Ausschüttung nur eine KSt-Belastung

von 30 % erforderlich. Somit erhielt das Unternehmen einen Erstattungsanspruch i. H. v. 10 % der ursprünglichen Gewinne.²⁴ Ebenso wurde bei einer Ausschüttung aus dem EK 45 mit einer Erstattung von 15 % verfahren. Wurde hingegen aus dem bislang nicht belasteten EK 02 oder EK 03 ausgeschüttet, war eine KSt-Erhöhung vorzunehmen.²⁵ Somit standen nicht die gesamten Bestände des EK 02 und EK 03 für Ausschüttungen zur Verfügung, sondern nur der Teil nach Abzug der 30 %-igen Ausschüttungsbelastung.²⁶

Im Zuge des StSenkG wurden diese Regelungen geändert. Für den Übergang auf das klassische Körperschaftsteuersystem ohne Anrechnung gelten spezielle Bestimmungen: Nach § 36 Abs. 1 KStG n.F. waren zunächst zum Ende des Wirtschaftsjahres 2000/01 die Endbestände der alten Kapitalbestandteile festzustellen. Von diesen Endbeständen waren Gewinnausschüttungen, die in dem auf das Wirtschaftsjahr 2000/01 folgenden Jahr für die Zeit des Anrechnungsverfahrens (Jahre 2000 und früher) vorgenommen wurden, abziehen, um eine Ausgangsbasis für die folgenden Umgliederungen zu erhalten, die auch in Abb. 1 schrittweise dargestellt sind:²⁷ Das EK 45 wurde nicht fortgeführt, sondern 27/22 davon wurden zum EK 40 addiert, während 5/22 vom festgestellten Bestand des EK 02 abgezogen wurden (Schritt 1).²⁸ Ein negativer Bestand des EK 45 wurde nicht umgegliedert. Im Anschluss daran wurde gem. § 36 Abs. 4 KStG n.F. die Summe der Teilbeträge EK 01 bis EK 03 gebildet. War diese Summe negativ, so wurden zum Ausgleich höher belastete EK-Bestandteile (EK 30 und EK 40) herangezogen (Schritt 2). War die Summe aus

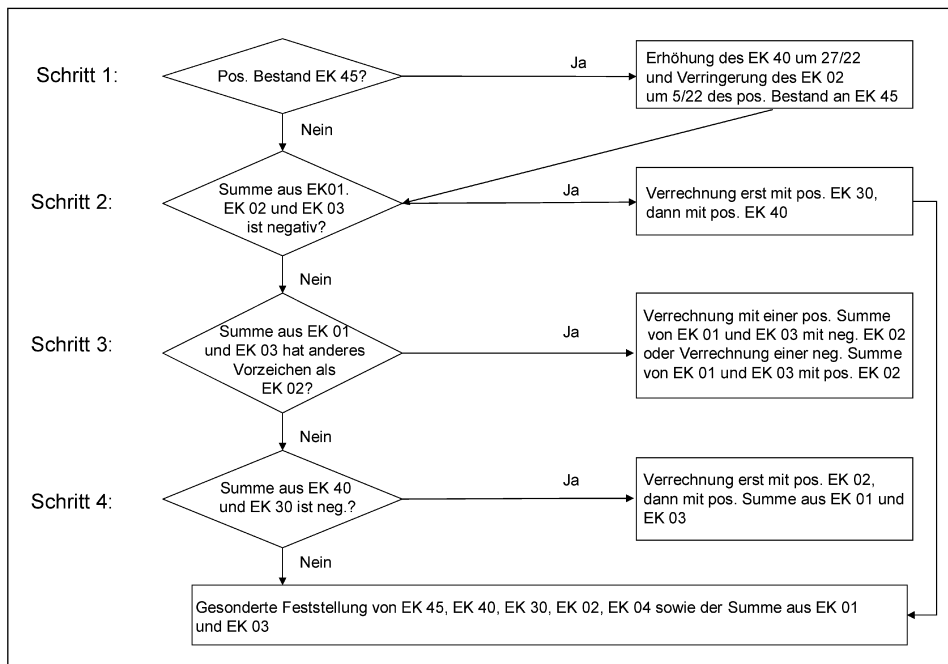


Abb. 1: Vorgehen im Übergangszeitraum auf das klassische Körperschaftsteuersystem (In Anlehnung an: Lohmar (2001), S. 229)

EK 01, EK 02 und EK 03 nicht negativ, aber die Summe aus EK 01 und EK 03, so musste ein negatives EK 01 zuerst mit einem positiven EK 03 verrechnet werden und umgekehrt. Ebenso musste ein negatives EK 02 mit einer positiven Summe aus EK 01 und EK 03 verrechnet werden (Schritt 3).²⁹ Im Falle einer negativen Summe aus EK 40 und EK 30 wurde gem. § 36 Abs. 6 KStG n.F. erst ein positives EK 02 und dann eine positive Summe aus EK 01 und EK 03 herangezogen (Schritt 4). Abb. 1 gibt einen Überblick über die notwendigen Schritte für die Übertragung der Bestandteile des steuerlichen Eigenkapitals auf das klassische Körperschaftsteuersystem.

Die umgegliederten steuerlichen Gewinnrücklagen wurden verschiedenen neuen Kategorien zugeordnet. Aus dem Bestand des EK 40 resultierte das sog. KSt-Guthaben. Dieses Guthaben errechnet sich gem. § 37 Abs. 1 KStG n.F. aus 1/6 des EK 40 und repräsentiert den KSt-Minderungsanspruch der Gesellschaft. Es wird bei jeder Ausschüttung aus dem EK 40 um 1/6 derselben gemindert.³⁰ Die Ausschüttung entspricht dann der Entnahme aus dem EK 40 unter Berücksichtigung des KSt-Minderungsanspruchs bis das KSt-Guthaben vollständig verbraucht ist. Die umgekehrte Vorgehensweise einer KSt-Erhöhung findet bei Ausschüttungen aus dem EK 02 Anwendung. Da das EK 02 zur Zeit des Anrechnungsverfahrens um die KSt bei Ausschüttungen gemindert werden musste, ist dieses Vorgehen im Übergangszeitraum fortzuführen: Um die Ausschüttungsbelastung i. H. v. 30 % herzustellen, sind nur 7/10 des EK 02 ausschüttungsfähig.³¹ Für das EK 03 entfällt hingegen die KSt-Erhöhung.³²

Sowohl das Recht einer KSt-Minderung als auch die Pflicht einer KSt-Erhöhung bestehen bis zum Ablauf der Übergangszeit auf das reine Halbeinkünfteverfahren im Jahr 2019 bzw. 2019/2020.³³ Die EK-Bestandteile des Anrechnungsverfahrens EK 30, EK 01 und EK 03 sowie die steuerfreien Rücklagen werden zum sog. „neutralen Vermögen“ zusammengefasst.³⁴ Ausschüttungen hieraus führen bei der Kapitalgesellschaft zu keiner weiteren Besteuerung, da das EK 30 schon mit der Ausschüttungsbelastung versehen ist, und das EK 01 sowie das EK 03 nicht besteuert werden. Das EK 04 wird mit Wirksamwerden des klassischen Körperschaftsteuersystems in das „steuerliche Einlagenkonto“ gem. § 27 KStG n.F. überführt. Auch dieser EK-Bestandteil zieht keine weitere Besteuerung auf der Ebene der Gesellschaft nach sich. Die Gewerbesteuer (GewSt) wird auf die Gewinne erhoben, bevor diese der KSt unterliegen und dann in das steuerliche Eigenkapital eingestellt werden. Die GewSt wird von ihrer eigenen Bemessungsgrundlage abgezogen und ist als Betriebsausgabe auch von der Bemessungsgrundlage der KSt abzuziehen.

Da es sich bei diesen Maßnahmen nur um Umgliederungen handelt, darf sich der mengenmäßige Bestand des Eigenkapitals vor und nach der Umstellung nicht verändern. Folgende Abbildung zeigt anhand eines Zahlenbeispiels, dass sich die Höhe des steuerlichen Eigenkapitals durch die Umgliederung des EK 45 in EK 40 und EK 02 nicht geändert hat.³⁵ Neue Rücklagen werden erst nach der Umstellung dem steuerlichen Eigenkapital zugeführt. Das handelsbilanzielle Eigenkapital, welches in § 272 Abs. 1 HGB definiert ist, wird durch den Systemwechsel nicht berührt.

Wird das steuerliche Eigenkapital für Ausschüttungen verwendet, so ist eine gesetzlich festgelegte Verwendungsreihenfolge zu beachten:³⁶ Zunächst muss das EK 40 in Verbindung mit dem KSt-Guthaben zur Ausschüttung verwendet werden. Auf der Ebene der Gesellschaft ergibt sich ein KSt-Erstattungsanspruch,³⁷ auf der Ebene der Gesellschafter findet eine hälftige Einkommensbesteuerung (EStG) statt. Nach der vollständigen Verwendung

Steuerliches Eigenkapital			
Anrechnungsverfahren		Halbeinkünfteverfahren	
I. Nennkapital	100,00	I. Nennkapital	100,00
II. Verwendbares EK		Umgewandelte Einlagen	
Ungemildert Belastet		Umgewandelte Rücklagen	
EK 45	100,00	II. Verfügbares EK	
EK 40	100,00	KSt-Änderung	
Ermäßigt Belastet		EK 40	222,73
EK 30	100,00	(KSt-Guthaben)	(37,12)
Nicht Belastet		EK 02	77,27
EK 01	100,00	Ohne Änderung	
EK 02	100,00	EK 30	100,00
EK 03	100,00	EK 01	100,00
EK 04	100,00	EK 03	100,00
	800,00	Gewinne HEV	0,00
		III. Steuerliches Einlagenkonto	100,00
		(entspricht Kapitalrücklage)	
			800,00

Abb. 2: Steuerliches EK vor und nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens
(In Anlehnung an: Marx/Löffler (2001), S. 1426)

des KSt-Guthabens wird das EK 30, das EK 01 und das EK 03 für Ausschüttungen herangezogen. Dieses gesamte neutrale Vermögen führt ebenso wie die seit Einführung des klassischen Körperschaftsteuersystems gebildeten Rücklagen bei den Anteilseignern zu Einkünften aus Kapitalvermögen nach § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG.³⁸ Erst nachdem alle mit 25 % KSt besteuerten Neugewinne ausgeschüttet sind, verwendet die Gesellschaft das EK 02, verbunden mit einer KSt-Erhöhung.³⁹ Voraussetzung für die Ausschüttung aus dem EK 02 ist die erfüllte Verwendungsfiktion des § 38 Abs. 1 Satz 4 KStG n.F. Auch hier findet eine hälftige Einkommensbesteuerung statt (HEV). Zuletzt steht noch das steuerliche Einlagenkonto für Ausschüttungen zur Verfügung. Die Verwendungsfiktion des § 27 Abs. 1 Satz 3 KStG n.F. ist vorher zu beachten. Eine Entnahme aus dem ehemaligen EK 04 ist bei den Anteilseignern steuerfrei, da Einlagen von Anteilseignern bei Rückgewährung nicht zu steuerpflichtigen Einkünften führen.⁴⁰ Neben der Ausschüttung aus Gewinnrücklagen des Anrechnungsverfahrens oder aus neuen Rücklagen, die seit Einführung des klassischen Körperschaftsteuersystems gebildet wurden, kann auch das Nennkapital herabgesetzt werden.⁴¹ Steuerfrei ist dies dann, wenn nicht vorher eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (Umwandlung von Rücklagen in Nennkapital) stattgefunden hat.⁴² Besteuerte Rücklagen, die in Nennkapital umgewandelt wurden, sind innerhalb des Nennkapitals als „Sonderausweis“⁴³ (vgl. Nennkapital in Abb. 2) zu führen. Unter dieser Position geführte Mittel werden bei einer Kapitalherabsetzung vorrangig vor dem eigentlichen Nennkapital verwendet und sind bei den Anteilseignern steuerlich wie Ausschüttungen aus Gewinnrücklagen zu behandeln.⁴⁴

Ausschüttungen aus diesen EK-Töpfen induzieren unterschiedliche körperschaft- und einkommensteuerliche Folgen, die zu unterschiedlich hohen Belastungen der Einkünfte für die Eigentümer führen, wie im Folgenden gezeigt wird.

II. Steuerbelastung der Einkünfte im Anrechnungs- und Halbeinkünfteverfahren

Im Anrechnungsverfahren (AV) ist die Ausschüttung nach KSt (Dividende) neben der anzurechnenden KSt Bemessungsgrundlage für die ESt.⁴⁵ Bei Ausschüttungen aus EK 45 und EK 40 ergeben sich KSt-Minderungen, bei Ausschüttungen aus EK 02 resultiert eine KSt-Erhöhung. Im Ergebnis sind folgende Entnahmen aus dem Eigenkapital ($ENT_{t,v.ESt}^{EK,AV}$) vor ESt, nach KSt (30 % Ausschüttungsbelastung) in einer Periode t an die Eigenkapitalgeber möglich:⁴⁶

$$(4) \quad ENT_{t,v.ESt}^{EK,AV} = \frac{70}{55} \Delta^{-EK} 45_t + \frac{7}{6} \Delta^{-EK} 40_t + \Delta^{-EK} 30_t + \frac{7}{10} \Delta^{-EK} 03_t + \frac{7}{10} \Delta^{-EK} 02_t + \Delta^{-EK} 01_t + \Delta^{-EK} 04_t + \Delta^{-NK}_t$$

Anhand des oben verwendeten Zahlenbeispiels der Abb. 2 kann die Steuerbelastung quantifiziert werden, wenn man beispielhaft davon ausgeht, dass die verschiedenen Eigenkapitalbestandteile vollständig aufgelöst werden. Es ergibt sich folgendes Entnahmepotenzial nach Unternehmenssteuern, vor ESt:

$$(5) \quad ENT_{v.ESt}^{EK,AV} = \frac{70}{55} 100 + \frac{7}{6} 100 + 100 + \frac{7}{10} 100 + \frac{7}{10} 100 + 100 + 100 + 100 = 783,94$$

Das Nachsteuer-Einkommen ($ENT_{t,n.ESt}^{EK,AV}$) einer Periode t , berechnet durch Abzug der ESt (s_E) auf die Bruttoausschüttung (vor KSt), ergibt im Anrechnungsverfahren:

$$(6) \quad ENT_{t,n.ESt}^{EK,AV} = \left[\begin{aligned} &\frac{70}{55} \times \frac{10}{7} \Delta^{-EK} 45_t + \frac{7}{6} \times \frac{10}{7} \Delta^{-EK} 40_t + \frac{10}{7} \Delta^{-EK} 30_t \\ &+ \Delta^{-EK} 01_t + \frac{10}{7} \times \frac{7}{10} \Delta^{-EK} 03_t + \frac{10}{7} \times \frac{7}{10} \Delta^{-EK} 02_t \end{aligned} \right] \times (1 - s_E) + \Delta^{-EK} 04_t + \Delta^{-NK}_t$$

Bei einem ESt-Satz von 40 % ergeben sich für das Beispiel:

$$(7) \quad ENT_{n.ESt}^{EK,AV} = \left[\begin{aligned} &\frac{70}{55} \times \frac{10}{7} 100 + \frac{7}{6} \times \frac{10}{7} 100 + \frac{10}{7} 100 \\ &+ 100 + \frac{10}{7} \times \frac{7}{10} 100 + \frac{10}{7} \times \frac{7}{10} 100 \end{aligned} \right] \times (1 - 0,4) + 100 + 100 = 674,81$$

Im Halbeinkünfteverfahren unterliegen laufende Gewinnausschüttungen sowie Ausschüttungen aus im Halbeinkünfteverfahren gebildeten Gewinnrücklagen nur zur Hälfte der ESt. Darüber hinaus sind Ausschüttungen aus den übrigen (gem. § 36 KStG n.F. umgliederten) „alten“ Eigenkapitaltöpfen möglich. Bemessungsgrundlage für die ESt ist die Ausschüttung aus einem EK-Topf nach Abzug der KSt-Ausschüttungsbelastung i. H. v. 30 %.⁴⁷ Dieser Betrag unterliegt dann zur Hälfte der ESt.

Im Übergang auf das Halbeinkünfteverfahren ist zunächst das EK 45 umzugliedern, so dass sich der Bestand des EK 40 um $\frac{27}{22}$ des EK 45 erhöht und der Bestand des EK 02 um $\frac{5}{22}$ des EK 45 gemindert wird. Nach der Umgliederung ergibt sich das Einkommen nach Unternehmenssteuern, vor ESt ($ENT_{t,v.ESt}^{EK,HEV}$) im HEV wie folgt:

$$(8) \quad ENT_{t,v.ESt}^{EK,HEV} = \frac{7}{6}(\Delta^{-}EK 40_t + \frac{27}{22}\Delta^{-}EK 45_t) + \Delta^{-}EK 30_t + \Delta^{-}EK 01_t + \Delta^{-}EK 03_t + \frac{7}{10}(\Delta^{-}EK 02_t - \frac{5}{22}\Delta^{-}EK 45_t) + \Delta^{-}EK 04_t + \Delta^{-}NK_t$$

Für obiges Beispiel ergeben sich:

$$(9) \quad ENT_{v.ESt}^{EK,HEV} = \frac{7}{6}(100 + \frac{27}{22}100) + 100 + 100 + 100 + \frac{7}{10}(100 - \frac{5}{22}100) + 100 + 100 = 813,94$$

Ein Vergleich der Belastung im Anrechnungsverfahren und im HEV ergibt korrekterweise auch nach den Umgliederungen keinen anderen Wert der Bestände (vgl. auch Tabelle 1). Nach hälftiger Einkommensteuer verbleibt den Eigenkapitalgebern folgendes Entnahmekommen nach Steuern ($ENT_{t,n.ESt}^{EK,HEV}$) im HEV:

$$(10) \quad ENT_{t,n.ESt}^{EK,HEV} = \left[\frac{7}{6}(\Delta^{-}EK 40_t + \frac{27}{22}\Delta^{-}EK 45_t) + \Delta^{-}EK 30_t + \Delta^{-}EK 01_t + \Delta^{-}EK 03_t + \frac{7}{10}(\Delta^{-}EK 02_t - \frac{5}{22}\Delta^{-}EK 45_t) + \Delta^{-}EK 04_t + \Delta^{-}NK_t \right] \times (1 - 0,5s_E)$$

Nach erfolgter Umgliederung der alten EK-Töpfe lässt sich das Einkommen unmittelbar auf der Grundlage der umgelierten Bestände ermitteln:

$$(11) \quad ENT_{t,n.ESt}^{EK,HEV} = \left[\frac{7}{6}\Delta^{-}EK 40_t + \Delta^{-}EK 30_t + \Delta^{-}EK 01_t + \Delta^{-}EK 03_t + \frac{7}{10}\Delta^{-}EK 02_t \right] (1 - 0,5v) + \Delta^{-}EK 04_t + \Delta^{-}NK_t$$

Für obiges Beispiel (vgl. Abb. 2) ergeben sich:

$$(12) \quad ENT_{n.ESt}^{EK,HEV} = \left[\frac{7}{6}(100 + \frac{27}{22}100) + 100 + 100 + 100 + \frac{7}{10}(100 - \frac{5}{22}100) \right] \times (1 - 0,2) + 100 + 100 = \left[\frac{7}{6}(222,73) + 100 + 100 + 100 + \frac{7}{10}(77,27) \right] \times (1 - 0,2) + 100 + 100 = 691,15$$

Tab. 1: Beispiel zur EK-Umgliederung bei Einführung des Halbeinkünfteverfahrens

Bestand aus/von	Anrechnungsverfahren		Halbeinkünfteverfahren		Vergleich der Nachsteuer-einkommen (AV vs. HEV)
	Einkommen n. KSt (Ausschüttungsbelastung)	Einkommen n. ESt (40 %)	Einkommen n. KSt	Einkommen n. ESt (40 %)	
NK 100,00 €	100,00 €	100,00 €	100,00 €	100,00 €	0,00 €
EK 45 100,00 €	127,27 €	109,09 €	Umgliederung zu EK 40/EK 02		-109,09 €
EK 40 100,00 €	116,67 €	100,00 €	259,85 €	207,88 €	107,88 €
EK 30 100,00 €	100,00 €	85,71 €	100,00 €	80,00 €	-5,71 €
EK 01 100,00 €	100,00 €	60,00 €	100,00 €	80,00 €	20,00 €
EK 03 100,00 €	70,00 €	60,00 €	100,00 €	80,00 €	20,00 €
EK 02 100,00 €	70,00 €	60,00 €	54,09 €	43,27 €	-16,73 €
EK 04 100,00 €	100,00 €	100,00 €	100,00 €	100,00 €	0,00 €
Summe	783,94 €	674,81 €	813,94 €	691,15 €	16,35 €

Tabelle 1 stellt für die einzelnen EK-Bestandteile des Beispiels die EK-Töpfe nach KSt sowie das Eignereinkommen nach ESt zusammen. Der Vergleich zeigt, dass sich im Halbeinkünfteverfahren für die Eigentümer eine geringere Steuerbelastung der Ausschüttungen ergeben kann als dies im Anrechnungsverfahren der Fall war. Dies ist allerdings von der Zusammensetzung der Ausschüttung abhängig. Erfolgt die Ausschüttung allein aus laufenden Gewinnen, dann sind beide Verfahren bekanntlich bei einem Einkommensteuersatz von 40 % äquivalent.⁴⁸ Werden hingegen Ausschüttungen aus Rücklagen vorgenommen, dann ergeben sich andere Indifferenzsteuersätze. Durch Gleichsetzen der obigen Entnahmeinkünfte nach Steuern lässt sich der folgende Indifferenzsteuersatz s_E^* ermitteln:

$$(13) \quad s_E^* = \frac{\frac{6}{11} \Delta^- EK 45_t + \frac{3}{6} \Delta^- EK 40_t + \frac{3}{7} \Delta^- EK 30_t + \frac{3}{10} \Delta^- EK 02_t}{\frac{13}{11} \Delta^- EK 45_t + \frac{13}{12} \Delta^- EK 40_t + \frac{13}{14} \Delta^- EK 30_t + \frac{1}{2} \Delta^- EK 01_t + \frac{1}{2} \Delta^- EK 03_t + \frac{13}{20} \Delta^- EK 02_t}$$

Für obiges Beispiel ergibt sich:

$$(14) \quad s_E^* = \frac{54,55 + 50 + 42,86 + 30}{118,18 + 108,33 + 92,86 + 50 + 50 + 65} = \frac{177,41}{484,37} = 36,6\%$$

Ab einem Einkommensteuersatz von 36,6 % wird in diesem Beispiel eine Besteuerung der alten EK-Bestandteile unter dem HEV vorteilhaft gegenüber der Besteuerung im Anrechnungsverfahren. Dieser Steuersatz von 36,6 % ist geringer als der Indifferenzsteuersatz von 46 %, welcher in der Literatur in Bezug auf das EK 40 genannt worden ist.⁴⁹ Andere Untersuchungen, die sich mit den Auswirkungen des HEV auf die Unternehmenswerte von Kapitalgesellschaften beschäftigt haben, kommen zu Indifferenzsätzen von ca. 42 %.⁵⁰ Der Unterschied ergibt sich durch die hier durchgeführte vollständige Betrachtung aller Eigenkapitalbestandteile.⁵¹ Unterhalb dieses Indifferenzsatzes ist die Gesamtsteuerlast im HEV größer als im Anrechnungsverfahren, was sich c.p. negativ auf die Unternehmenswerte auswirkt. Neben der reinen Steuerbelastung der Einkünfte sind auch die Auswirkungen der Verschuldung auf die Einkommen nach Steuern bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen, was im Folgenden geschieht.

D. Steuervorteile aus der Fremdfinanzierung

Aus der Fremdfinanzierung resultieren gegenüber einer reinen Eigenfinanzierung Steuervorteile, da Fremdkapitalzinsen im Gegensatz zu Eignereinkommen steuerlich abzugsfähig sind. Der vom Unternehmen erwirtschaftete finanzierungsunabhängige Free Cashflow vor Zinsen und Steuern (Brutto-Free Cashflows, BFCF) führt bei seiner Ausschüttung zu einem höheren Nachsteuereinkommen bei den Investoren eines verschuldeten Unternehmens, da der Teil, der an die Finanzbehörden zu bezahlen ist, geringer ausfällt. Die Höhe dieses Steuervorteils ergibt sich daher durch den Vergleich des Nachsteuereinkommens der Investoren eines verschuldeten mit dem eines unverschuldeten Unternehmens. Ein identisches Ergebnis liefert der Vergleich des Steueraufkommens.⁵² Ein weiterer Vorteil ergibt sich bei Doppelbesteuerung, d. h. einer Besteuerung des Einkommens sowohl auf Ebene des Unternehmens als auch beim Investor, dann, wenn der BFCF den Investoren gegenüber dem Fall der regulären Einkommensbesteuerung steuerbegünstigt zugeleitet werden kann: Erfolgt eine Ausschüttung durch Rückzahlung von Eigen- oder Fremdkapital, die auf der privaten Ebene nicht oder nur teilweise der Einkommensteuer unterliegt, ergeben sich Steuervorteile.

Im Folgenden sollen diese Vorteile zunächst anhand eines einfachen Steuersystems mit Doppelbesteuerung aufgezeigt werden, um daran die generelle Handhabung der Effekte aufzuzeigen. Im zweiten Schritt werden diese Überlegungen dann auf die Besonderheiten des deutschen Regelungssystems übertragen.

I. Annahmen

Die folgenden Ableitungen erfordern verschiedene vereinfachende Annahmen. Es wird ein vollkommener Kapitalmarkt unterstellt, sodass der Preis der Alternativinvestition hinreichend bestimmt ist und somit durch Diskontierung auf das Bewertungsobjekt übertragbar ist. Des Weiteren wird angenommen, dass Unternehmen ihre Investitions- und Finanzierungsentscheidungen unabhängig voneinander treffen können. Es wird von einer

residualen Ausschüttungspolitik ausgegangen, d. h. Unternehmen schütten alle freien Finanzmittel an die Investoren aus.⁵³ Hierzu muss von Ausschüttungssperren abstrahiert werden.⁵⁴ Des weiteren werden ausschließlich die steuerlichen Regelungen zur Rückführung von Kapital berücksichtigt. Bei der Steuerbelastung werden nur die Gewerbe-, Körperschaft- und Einkommensteuer betrachtet, Besonderheiten wie Kirchensteuer, Solidaritätszuschlag etc. bleiben unberücksichtigt. Es werden weder Unterschiede in der Besteuerung von Dividenden und Kurswertsteigerungen berücksichtigt, noch Kreditrisiken. 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.

II. Vereinfachtes System der Doppelbesteuerung

Im Folgenden unterstellen wir ein einfaches Steuersystem US-amerikanischer Prägung mit einer Unternehmenssteuer und einer Einkommensteuer. Hierfür wird zunächst das TS abgeleitet, diskutiert und sodann in die Bewertungsformeln für das DCF-Verfahren integriert.

1. Steuervorteil aus der Finanzierung

Die erzielten Gewinne nach Zinsen unterliegen der Unternehmenssteuer (UntSt), sodass sich folgender Jahresüberschuss (JÜ) ergibt:

$$J\ddot{U}_t = EBIT_t - Z_t - \text{UntSt}_t = (EBIT_t - Z_t) (1 - s_U)$$

mit:

(15)	EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern
	JÜ	Jahresüberschuss
	UntSt	Ertragsteuer auf Unternehmensebene
	s_U	Steuersatz der Unternehmenssteuer

Bewertungsrelevant sind nach dem Zuflussprinzip⁵⁵ die Nettzahlungsströme (Ausschüttungen nach Kapitaleinlagen und nach Steuern) an die Eigentümer.⁵⁶ Ausschüttungen an die Eigner sind entweder aus laufenden Gewinnen, Gewinnrücklagen (GRL) oder aus eingezahltem Kapital (KRL) möglich. Die gesamten Nettoausschüttungen setzen sich daher aus dem Gewinn (JÜ) abzüglich von Thesaurierungen ($\Delta^+ \text{GRL}$) zuzüglich von Entnahmen aus den Gewinnrücklagen ($\Delta^- \text{GRL}$) und dem eingezahlten Kapital ($\Delta^- \text{KRL}$), abzüglich von Kapitalerhöhungen ($\Delta^+ \text{KRL}$) zusammen.⁵⁷

$$\begin{aligned}
 \text{Vorsteuer-Eink}_{t}^{\text{Ek}, \ell} &= J\ddot{U}_t - \Delta^+ \text{GRL}_t + \Delta^- \text{GRL}_t - \Delta^+ \text{KRL}_t + \Delta^- \text{KRL}_t \\
 (16) \quad &= J\ddot{U}_t - \Delta \text{GRL}_t - \Delta \text{KRL}_t
 \end{aligned}$$

Während Ausschüttungen aus KRL dem Eigner steuerfrei zufließen, unterliegen Ausschüttungen aus Gewinnen und Gewinnrücklagen (D) in voller Höhe der Einkommensteuer (ESt) mit dem Steuersatz s_E , sodass sich folgendes Nettoeinkommen (nach Steuern) der Eigenkapitalgeber eines verschuldeten Unternehmens ergibt:

$$\begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Ek},\ell} &= (\dot{J}\ddot{U}_t - \Delta\text{GRL}_t)(1 - s_E) - \Delta\text{KRL}_t \\ &= [(\text{EBIT}_t - Z_t)(1 - s_U) - \Delta\text{GRL}_t](1 - s_E) - \Delta\text{KRL}_t \end{aligned}$$

(17) mit:

s_E	Steuersatz der Einkommensteuer
ΔKRL	Veränderung des eingezahlten Kapitals
ΔGRL	Veränderung der Gewinnrücklagen

Das Nettoeinkommen der Fremdkapitalgeber beträgt:

$$\text{Eink}_t^{\text{Fk},\ell} = Z_t(1 - s_E) - \Delta\text{Fk}_t$$

(18) mit:

ΔFk	Veränderung des Fremdkapitals
-------------------	-------------------------------

Das Nettoeinkommen der Investoren eines verschuldeten Unternehmens beträgt somit:

$$\begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} &= \text{Eink}_t^{\text{Ek},\ell} + \text{Eink}_t^{\text{Fk},\ell} = \\ (19) \quad &= [(\text{EBIT}_t - Z_t)(1 - s_U) - \Delta\text{GRL}_t](1 - s_E) - \Delta\text{KRL}_t + Z_t(1 - s_E) - \Delta\text{Fk}_t \\ &= \text{EBIT}_t(1 - s_U)(1 - s_E) - Z_t(1 - s_U)(1 - s_E) - \Delta\text{GRL}_t(1 - s_E) - \Delta\text{KRL}_t \\ &\quad + Z_t(1 - s_E) - \Delta\text{Fk}_t \end{aligned}$$

Das Nettoeinkommen der Investoren eines unverschuldeten Unternehmens beträgt hingegen:

$$(20) \quad \text{Eink}_t^{\text{Ek},u} = [\text{EBIT}_t(1 - s_U) - \Delta\text{GRL}_t](1 - s_E) - \Delta\text{KRL}_t$$

Um den Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung abzuleiten, vergleichen wir das Einkommen der Investoren eines Unternehmens für den Fall einer reinen Eigenfinanzierung (unverschuldetes Unternehmen) und einer teilweisen Fremdfinanzierung (verschuldetes Unternehmen). Beide Fälle unterscheiden sich allein durch die Finanzierung, d. h. die operative und investive Tätigkeit ist davon nicht berührt. Folglich sind die operativen und investiven Zahlungen des unverschuldeten und verschuldeten Unternehmens identisch, jedoch nicht ihre Finanzierungszahlungen. Es ergibt sich folgender Unterschied im Nachsteuereinkommen der Investoren:

$$\begin{aligned}
 & \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} - \text{Eink}_t^{\text{Ek},u} = \\
 & = \text{EBIT}_t(1 - s_U)(1 - s_E) - Z_t(1 - s_U)(1 - s_E) - \Delta\text{GRL}_t^\ell(1 - s_E) - \Delta\text{KRL}_t^\ell \\
 (21) \quad & + Z_t(1 - s_E) - \Delta\text{Fk}_t - \{[\text{EBIT}_t(1 - s_U)(1 - s_E) - \Delta\text{GRL}_t^u(1 - s_E) - \Delta\text{KRL}_t^u]\} \\
 & = Z_t[(1 - s_E) - (1 - s_U)(1 - s_E)] + [\Delta\text{GRL}_t^u - \Delta\text{GRL}_t^\ell](1 - s_E) \\
 & + \Delta\text{KRL}_t^u - \Delta\text{KRL}_t^\ell - \Delta\text{Fk}_t
 \end{aligned}$$

Um die Finanzierungszahlungen vergleichen zu können, ist die Gleichheit von Mittelherkunft und -verwendung hilfreich, die besagt, dass sich die Summe aller operativen Einzahlungsüberschüsse (OCF_t), investiven Einzahlungsüberschüsse (ICF_t), Ausschüttungen an die Eigner (D_t), Erhöhungen des Eigenkapitals (ΔEk_t), Zinszahlungen (Z_t), Veränderungen des Fremdkapitals (ΔFk_t) und der liquiden Mittel (Δliq.M._t) sowie Steuerzahlungen zu Null aufsummieren:⁵⁸

$$\begin{aligned}
 (22) \quad & \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - D_t + \Delta\text{Ek}_t - Z_t + \Delta\text{Fk}_t - \Delta\text{liq.M.}_t - \text{UntSt}_t = 0 \\
 & \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{JÜ}_t + \Delta\text{GRL}_t + \Delta\text{KRL}_t - Z_t + \Delta\text{Fk}_t - \Delta\text{liq.M.}_t - \text{UntSt}_t = 0
 \end{aligned}$$

Dieses Prinzip garantiert Vollständigkeit, da sämtliche Zahlungsvorgänge erfasst werden, die in der Periode im Unternehmen erfolgen. Bei residualer Ausschüttungspolitik werden alle überschüssigen Finanzmittel ausgeschüttet, sodass die liquiden Mittel unverändert bleiben (Δliq.M._t = 0).⁵⁹ Die indirekte Ermittlung des Cashflow aus dem Periodengewinn in einer Kapitalflussrechnung erlaubt es, die FCF auch in Gewinngrößen auszudrücken.⁶⁰ Bezeichnet man die Summe aller Innenfinanzierungsquellen und Finanzierungsbedarfe mit dem Symbol N*, dann lassen sich die operativen und investiven Einzahlungsüberschüsse (OCF + ICF) auch wie folgt abbilden:⁶¹

$$(23) \quad (\text{OCF}_t + \text{ICF}_t) = (\text{EBIT}_t + N^*_t)$$

N* lässt sich als Innenfinanzierungsüberschuss bzw. als Außenfinanzierungsbedarf interpretieren. Dieser ergibt sich für das verschuldete Unternehmen zu:

$$\begin{aligned}
 & \text{JÜ}_t + \Delta^- \text{GRL}_t + \Delta^- \text{KRL}_t - \Delta^+ \text{GRL}_t - \Delta^+ \text{KRL}_t = \text{OCF}_t + \text{ICF}_t + \Delta\text{Fk}_t - Z_t - \text{UntSt}_t \\
 (24) \quad & \Leftrightarrow \text{JÜ}_t + \Delta^- \text{GRL}_t + \Delta^- \text{KRL}_t - \Delta^+ \text{GRL}_t - \Delta^+ \text{KRL}_t = \text{EBIT}_t + N^*_t + \Delta\text{Fk}_t - Z_t - \text{UntSt}_t \\
 & \Leftrightarrow N^*_t = -\Delta\text{GRL}_t - \Delta\text{KRL}_t - \Delta\text{Fk}_t
 \end{aligned}$$

Für das unverschuldete Unternehmen gilt hingegen:

$$(25) \quad N_t^* = -\Delta\text{GRL}_t - \Delta\text{KRL}_t$$

Da die Unternehmen annahmegemäß bzgl. ihrer Operationen und Investitionen (OCF + ICF) identisch sind, muss auch N* für beide identisch sein, sodass für die beiden Unternehmen gelten muss:

$$(26) \quad \begin{aligned} \Delta \text{GRL}_t^\ell + \Delta \text{KRL}_t^\ell + \Delta \text{Fk}_t^\ell &= \Delta \text{GRL}_t^u + \Delta \text{KRL}_t^u \\ \Rightarrow \Delta \text{GRL}_t^\ell - \Delta \text{GRL}_t^u &= \Delta \text{KRL}_t^u - \Delta \text{KRL}_t^\ell - \Delta \text{Fk}_t^\ell \end{aligned}$$

Damit ergibt sich folgender Unterschied der Einkommen:

$$(27) \quad \begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} - \text{Eink}_t^{\text{Ek},u} &= \\ Z_t [(1 - s_E) - (1 - s_U)(1 - s_E)] &+ [\Delta \text{GRL}_t^u - \Delta \text{GRL}_t^\ell](1 - s_E) + \Delta \text{KRL}_t^u \\ - \Delta \text{KRL}_t^\ell - \Delta \text{Fk}_t &= Z_t [(1 - s_E) - (1 - s_U)(1 - s_E)] + [\Delta \text{GRL}_t^\ell - \Delta \text{GRL}_t^u] s_E \end{aligned}$$

Der erste Term des Einkommensunterschiedes repräsentiert den Zinseffekt, also die Steuerersparnis aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen. Der zweite Term stellt die Einkommensteuerersparnis dar, die mit einer nicht erfolgten Ausschüttung aus den Gewinnrücklagen einhergeht. Dieser wird als Ausschüttungsdifferenzeffekt bezeichnet.⁶² Da die verglichenen Unternehmen bis auf die Finanzierung identisch sind, steht ihnen annahm gemäß derselbe BFCF zur Ausschüttung zur Verfügung. Bezüglich des Nachsteuereinkommens der Investoren ist dasjenige Unternehmen im Vorteil, das hierzu weniger aus den Gewinnrücklagen entnehmen muss, da dies beim Eigner eine Einkommensteuerpflicht auslösen würde. Hierzu kommen im vorliegenden Modell nur zwei andere Quellen in Frage: das eingezahlte Kapital (KRL) und das Fremdkapital. Mithilfe der Gleichheit von Mittelherkunft und -verwendung lässt sich die Einkommensdifferenz deshalb auch wie folgt darstellen:

$$(28) \quad \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} - \text{Eink}_t^{\text{Ek},u} = Z_t [(1 - s_E) - (1 - s_U)(1 - s_E)] + [\Delta \text{KRL}_t^u - \Delta \text{KRL}_t^\ell - \Delta \text{Fk}_t] s_E$$

Der Ausschüttungsdifferenzeffekt lässt sich somit auch als Unterschied der Ausschüttung aus dem eingezahlten Kapital inklusive Fremdmittel eines verschuldeten gegenüber einem unverschuldeten Unternehmen abbilden. Gleichung 28 stellt gegenüber Gleichung 27 jedoch nur die andere Seite derselben Medaille dar, da bei residualer Ausschüttungspolitik nicht erfolgte Ausschüttungen überschüssiger Finanzmittel aus Gewinnrücklagen automatisch zu Ausschüttungen aus eingezahltem Kapital oder Fremdkapital führen. Die in der Literatur diskutierten Effekte der Tilgung und Kapitalherabsetzung haben daher ihren ökonomischen Ursprung in der Einkommensteuerersparnis einer nicht erfolgten Ausschüttung aus Gewinnen und Gewinnrücklagen. Freier Cash wird den Investoren steuerfrei durch Kapitalherabsetzung oder Tilgung zugeleitet, statt durch eine Ausschüttung aus Gewinnen oder Gewinnrücklagen. Wie Gleichungen 27 bzw. 28 zeigen, ist dieser Vorteil jedoch nicht auf das verschuldete Unternehmen beschränkt. Das unverschuldete Unternehmen kann ihn in gleicher Höhe erzielen. Da grundsätzlich gelten muss

$$(29) \quad \text{GRL}_t^\ell + \text{KRL}_t^\ell + \text{Fk}_t^\ell = \text{GRL}_t^u + \text{KRL}_t^u,$$

ist das verschuldete Unternehmen in seiner Kapitalausstattung dem unverschuldeten nicht überlegen. Beide können steuerfrei Kapitalrückführungen vornehmen, sodass kein diesbezüglicher systematischer Vorteil aus der Fremdfinanzierung zu erkennen ist.⁶³

Die betrachteten Unternehmen sind operativ identisch und erwirtschaften identische finanzierungsunabhängige Einzahlungsüberschüsse nach Investitionen (BFCF), die für Ausschüttungen an Eigen- und Fremdkapitalgeber zur Verfügung stehen. Die Erwirtschaftung dieser Überschüsse ist unabhängig von finanzwirtschaftlichen Risiken und unterliegt ausschließlich den operativen Risiken des Unternehmens, sodass ihre Bewertung anhand der Kapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens erfolgt. Das TS ist für die Unternehmensbewertung deshalb von so großer Bedeutung, weil sich seine Risikostruktur von denen der BFCF unterscheidet, weshalb es mit einem eigenen Kalkulationszins diskontiert werden muss.⁶⁴ Für den Ausschüttungsdifferenzeffekt zeigt sich jedoch, dass dieser nicht von der Existenz des Fremdkapitals abhängig ist. Ob für die steuerfreie Weiterleitung von erwirtschafteten BFCF an die Investoren der Weg der Kapitalherabsetzung oder Tilgung gewählt wird, ist für die Wirkung und Höhe des Effekts nicht von Bedeutung. Tatsächlich resultiert er nicht aus einem Vorteil der Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung, sondern aus einem Vorteil der Außenfinanzierung gegenüber der Innenfinanzierung. Ihn dem Tax Shield aus der Fremdfinanzierung zuzurechnen, scheint daher nicht angebracht zu sein. Die Möglichkeit einer steuerfreien Kapitalherabsetzung oder Tilgung hängt allein von der Existenz von BFCF ab, deren Erwirtschaftung den operativen Risiken unterliegt. Die Risikostruktur des Ausschüttungsdifferenzeffekts wird daher allein von der Risikostruktur der BFCF determiniert. Er ist daher mit den gleichen Kapitalkosten zu belegen, wie die Überschüsse des unverschuldeten Unternehmens.

Wenn der Ausschüttungsdifferenzeffekt aber mit denselben Kapitalkosten zu bewerten ist wie die Cashflows des unverschuldeten Unternehmens, lassen sich beide für Bewertungszwecke zusammenfassen. Der Effekt lässt sich dann ausreichend bei der Ermittlung der Steuerbelastung der Investoren berücksichtigen und ist kein Bestandteil des Tax Shields aus der Fremdfinanzierung, wie es zur Ableitung der Reaktionsfunktionen bei Veränderungen des Verschuldungsgrades und zur Bestimmung der WACC benötigt wird.

2. Bewertungsformeln

Die DCF-Methodik greift nicht unmittelbar auf die Einkünfte der Investoren zu, sondern ermittelt diese indirekt über die im Unternehmen verdienten Free Cashflows, die nach Investitionen zur Ausschüttung frei verfügbar sind.⁶⁵ Das Nettoeinkommen vor persönlichen Steuern lässt sich über die Gleichheit von Mittelherkunft und -verwendung (Gleichung 22) wie folgt ermitteln:

$$(30) \quad \begin{aligned} \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \ddot{J}\ddot{U}_t + \Delta\text{GRL}_t + \Delta\text{KRL}_t - Z_t + \Delta\text{Fk}_t - \Delta\text{liq.M.}_t - \text{UntSt}_t &= 0 \\ \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{UntSt}_t &= \ddot{J}\ddot{U}_t - \Delta\text{GRL}_t - \Delta\text{KRL}_t + Z_t - \Delta\text{Fk}_t + \Delta\text{liq.M.}_t \end{aligned}$$

Bei residualer Ausschüttungspolitik gilt daher für das verschuldete Unternehmen:

$$(31) \quad \ddot{J}\ddot{U}_t - \Delta\text{GRL}_t - \Delta\text{KRL}_t + Z_t - \Delta\text{Fk}_t = \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{UntSt}_t$$

Die Steuerbelastung dieses Einkommens beträgt:

$$(32) \quad \begin{aligned} \text{UntSt}_t &= (\text{EBIT}_t - Z_t) s_U \\ \text{ESt}_t &= (\text{JÜ}_t - \Delta\text{GRL}_t) s_E + Z_t s_E = [(\text{EBIT}_t - Z_t)(1 - s_U) - \Delta\text{GRL}_t + Z_t] s_E \end{aligned}$$

Das Einkommen der Investoren eines verschuldeten Unternehmens nach Steuern beträgt daher:

$$(33) \quad \begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} &= \text{Eink}_t^{\text{Fk},\ell} + \text{Eink}_t^{\text{Ek},\ell} = \\ &= \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{UntSt}_t - \text{ESt}_t \\ &= \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - (\text{EBIT}_t - Z_t) s_U - [(\text{EBIT}_t - Z_t)(1 - s_U) - \Delta\text{GRL}_t + Z_t] s_E \end{aligned}$$

Setzt man erneut $\text{OCF} + \text{ICF} = \text{EBIT} + \text{N}^*$, so erhält man:

$$(34) \quad \begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} &= \text{Eink}_t^{\text{Fk},\ell} + \text{Eink}_t^{\text{Ek},\ell} = \\ &= \text{EBIT}_t (1 - s_U)(1 - s_E) + \text{N}^*_t + s_E \Delta\text{GRL}_t + Z_t [(1 - s_E) - (1 - s_U)(1 - s_E)] \end{aligned}$$

Für das unverschuldete Unternehmen gilt:

$$(35) \quad \text{JÜ}_t - \Delta\text{GRL}_t - \Delta\text{KRL}_t = \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{UntSt}_t$$

Das Einkommen der Investoren eines unverschuldeten Unternehmens nach Steuern beträgt somit:

$$(36) \quad \begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Gk},u} &= \text{Eink}_t^{\text{Ek},u} = \\ &= \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{UntSt}_t - \text{ESt}_t \\ &= \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{EBIT}_t s_U - [\text{EBIT}_t(1 - s_U) - \Delta\text{GRL}_t] s_E \\ &= \text{EBIT}_t (1 - s_U)(1 - s_E) + \text{N}^*_t + s_E \Delta\text{GRL}_t \end{aligned}$$

Die Steuerbelastung des Einkommens der Eigentümer des unverschuldeten Unternehmens beträgt:

$$(37) \quad \begin{aligned} T_t^u &= \text{UntSt} + \text{ESt} = s_U \text{EBIT}_t + \text{EBIT}_t(1 - s_U) s_E - s_E \Delta\text{GRL}_t^u \\ &= \text{EBIT}_t [1 - (1 - s_U)(1 - s_E)] - s_E \Delta\text{GRL}_t^u \\ &= \text{EBIT}_t \times s_{\text{kom}} - s_E \Delta\text{GRL}_t^u \end{aligned}$$

Die Einkommen von verschuldetem und unverschuldetem Unternehmen unterscheiden sich um:

$$\begin{aligned}
 & \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} - \text{Eink}_t^{\text{Ek},u} = \\
 (38) \quad & = Z_t [(1 - s_E) - (1 - s_U)(1 - s_E)] + [\Delta\text{GRL}_t^\ell - \Delta\text{GRL}_t^u] s_E \\
 & = \text{TS}_t + \text{AE}_t
 \end{aligned}$$

Die Differenz setzt sich aus dem Tax Shield (TS) aus der Fremdfinanzierung und dem Ausschüttungsdifferenzeffekt (AE) zusammen. Das Einkommen der Investoren eines verschuldeten Unternehmens nach Steuern lässt sich daher auch wie folgt auf Basis der Steuerbelastung des unverschuldeten Unternehmens und obigen Effekten darstellen:

$$\begin{aligned}
 & \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} = \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - T_t^u + \text{TS}_t + \text{AE}_t \\
 & = \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{EBIT}_t \times s_{\text{kom}} + s_E \Delta\text{GRL}_t^u \\
 (39) \quad & + Z_t [(1 - s_E) - (1 - s_U)(1 - s_E)] + [\Delta\text{GRL}_t^\ell - \Delta\text{GRL}_t^u] s_E \\
 & = \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{EBIT}_t \times s_{\text{kom}} + s_E \Delta\text{GRL}_t^\ell + Z_t [(1 - s_E) - (1 - s_U)(1 - s_E)]
 \end{aligned}$$

Im Bewertungsmodell sind daher lediglich die fiktiven Ertragsteuern des unverschuldeten Unternehmens zu berücksichtigen sowie die Einkommensteuerersparnis aus der Thesaurierung bzw. die Einkommensteuererhöhung aus der Auflösung von Gewinnrücklagen des Bewertungsobjekts. Die fiktive Ermittlung der Rücklagendotierung des unverschuldeten Unternehmens kann unterbleiben, was die praktische Anwendbarkeit des Modells entscheidend verbessert. Wegen der operativen Identität der beiden Vergleichsunternehmen sind zudem die Finanzierungsbedarfe beider identisch, sodass beide identische Rücklagendotierungen vornehmen werden.⁶⁶

Es ergeben sich in Abhängigkeit von den unterstellten Finanzierungsprämissen⁶⁷ folgende Bewertungsformeln für den APV-Ansatz:⁶⁸

Unternehmenswertabhängige Finanzierung (L-Modell):

$$(40) \quad \text{Gk}_0^\ell = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{OCF}_t + \text{ICF}_t - s_{\text{kom}} \text{EBIT}_t + s_E \Delta\text{GRL}_t^\ell}{(1 + r_{\text{EK}}^{u*})^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\Theta Z_t}{(1 + r_{\text{FK}}^*)(1 + r_{\text{EK}}^{u*})^{t-1}}$$

Autonome Finanzierung (F-Modell):

$$Gk_0^\ell = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{OCF_t + ICF_t - s_{\text{kom}} EBIT_t + s_E \Delta GRL_t^\ell}{(1 + r_{EK}^{u*})^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\Theta Z_t}{(1 + r_{FK}^*)^t}$$

(41) mit:

$$s_{\text{kom}} = [1 - (1 - s_E)(1 - s_U)]$$

$$\Theta Z_t = [(1 - s_E) - (1 - s_U)(1 - s_E)]Z_t$$

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

Gleichungen 40 und 41 zeigen, dass der Unternehmenswert durch Einbehaltungen, also durch Einstellungen in die Gewinnrücklagen, positiv beeinflusst wird. Bei den derzeit rege diskutierten Problemen korrekter Ausschüttungsannahmen in einem solchen Steuersystem handelt es sich also nicht um ein rein deutsches Phänomen.⁶⁹ Im Gegensatz zum Zinseffekt handelt es sich hier auch nicht um eine echte Steuerersparnis der Investoren, sondern lediglich um einen Steuerstundungseffekt, da die Einkommensteuer nicht völlig vermieden, sondern nur auf den Zeitpunkt einer späteren Ausschüttung verschoben wird.

Diese allgemeinen Ergebnisse lassen sich auf das deutsche Steuersystem übertragen, indem die Besonderheiten des Halbeinkünfteverfahrens und der Übergangsregelungen einbezogen werden, was im Folgenden geschieht.

III. Bewertung im deutschen Steuersystem unter Berücksichtigung der Übergangsregelungen

Im Folgenden werden die in Abschnitt C. dargestellten Übergangsregelungen für die Besteuerung des Einkommens der Investoren nach der im vorangegangenen Abschnitt prä-sentierten Systematik in die Unternehmensbewertung einbezogen.

1. Steuervorteile

Die Steuerbelastung der laufenden Gewinne eines verschuldeten Unternehmens durch Unternehmenssteuern beträgt:⁷⁰

$$(42) \quad \text{GewSt}_t = (EBIT_t - \phi Z_t)s_G$$

$$(43) \quad \begin{aligned} KSt_t &= (EBIT_t - Z_t - \text{GewSt}) \times s_K = (EBIT_t - Z_t - EBIT_t \times s_G + \phi s_G Z_t) \times s_K \\ &= (1 - s_G)EBIT_t \times s_K - s_K Z_t + \phi s_G s_K Z_t \end{aligned}$$

$$(44) \quad \begin{aligned} J\ddot{U}_t &= EBIT_t - Z_t - \text{GewSt} - KSt \\ &= EBIT_t(1 - s_G)(1 - s_K) - Z_t(1 - \phi s_G)(1 - s_K) \end{aligned}$$

Die Einkommensteuer hängt von der Höhe der tatsächlichen Ausschüttungen ab. Zuführungen zum EK sind seit Einführung des HEV nur noch in die neuen Gewinnrücklagen (EK 25) (mit 25 % versteuerte und steuerfreie Rücklagen seit 2001), die Kapitalrücklage (steuerliches Einlagenkonto) und durch Erhöhung des Nennkapitals möglich.⁷¹ Ausschüttungen sind aus Gewinnen des laufenden Jahres sowie aus bereits im Halbeinkünfteverfahren gebildeten Gewinnrücklagen ($\Delta^{\text{EK}} 25$) möglich, die zur Hälfte der ESt unterliegen. Daraus ergibt sich zunächst folgendes Einkommen nach Steuern:

$$(45) \quad (\text{J}\ddot{\text{U}}_t - \Delta \text{EK } 25_t)(1 - 0,5s_E)$$

Darüber hinaus sind Ausschüttungen aus den übrigen (umgegliederten) Eigenkapitaltöpfen möglich. Insgesamt führt dies zu folgendem Nachsteuereinkommen der Eigner:⁷²

$$(46) \quad \begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{EK},\ell} = & (\text{J}\ddot{\text{U}}_t - \Delta \text{EK } 25_t)(1 - 0,5s_E) - \left[\frac{7}{6} \Delta^{\text{EK}} 40_t + \Delta^{\text{EK}} 30_t + \Delta^{\text{EK}} 01_t \right. \\ & \left. + \Delta^{\text{EK}} 03_t + \frac{7}{10} \Delta^{\text{EK}} 02_t \right] (1 - 0,5s_E) - \Delta \text{EK } 04_t - \Delta \text{NK}_t \end{aligned}$$

Die Einkommensteuerbelastung beträgt:

$$(47) \quad \begin{aligned} \text{ESt}_t^{\text{EK},\ell} = & (\text{J}\ddot{\text{U}}_t - \Delta \text{EK } 25_t) 0,5s_E - \left[\frac{7}{6} \Delta^{\text{EK}} 40_t + \Delta^{\text{EK}} 30_t \right. \\ & \left. + \Delta^{\text{EK}} 03_t + \frac{7}{10} \Delta^{\text{EK}} 02_t + \Delta^{\text{EK}} 01_t \right] 0,5s_E \end{aligned}$$

Das eingezahlte Kapital (KRL) des Unternehmens setzt sich aus dem Nominalkapital und dem EK 04 zusammen:⁷³

$$(48) \quad \Delta \text{KRL}_t = [\Delta \text{EK } 04_t + \Delta \text{NK}_t]$$

Für das verschuldete Unternehmen gilt bei residualer Ausschüttung folgende Gleichung für die Mittelherkunft und -verwendung:

$$(49) \quad \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{GewSt}_t - \text{KSt}_t + \text{KStM}_t - \text{J}\ddot{\text{U}}_t + \Delta \text{GRL}_t + \Delta \text{KRL}_t - Z_t + \Delta \text{Fk}_t = 0$$

Die Körperschaftsteuererminderung (KStM) beinhaltet neben der KSt-Minderung aus dem EK 40 auch die KSt-Erhöhung aus dem EK 02:

$$(50) \quad \text{KStM}_t = - \left[\frac{1}{6} \Delta^{\text{EK}} 40_t - \frac{3}{10} \Delta^{\text{EK}} 02_t \right]$$

Die KStM reduziert die Steuerlast und fließt den Eignern zusätzlich zu den Entnahmen aus den Rücklagen zu. Der Bruttozufluss aus den Gewinnrücklagen ($\Delta^{\text{B}} \text{GRL}$), welcher der hälftigen Einkommensbesteuerung zugrunde liegt, beträgt daher:

$$(51) \quad \Delta_B^- \text{GRL}_t = \Delta^- \text{GRL}_t + \text{KStM}_t = \\ \left[\frac{7}{6} \Delta^- \text{EK } 40_t + \Delta^- \text{EK } 30_t + \Delta^- \text{EK } 25_t + \Delta^- \text{EK } 03_t + \frac{7}{10} \Delta^- \text{EK } 02_t + \Delta^- \text{EK } 01_t \right]$$

Die Einkommensteuerbelastung des gesamten Einkommens der Eigner beträgt daher:

$$(52) \quad \text{EST}_t^{\text{Ek},\ell} = 0,5s_E (\text{JÜ}_t - \Delta^+ \text{EK } 25_t) + 0,5s_E \Delta_B^- \text{GRL}_t$$

Insgesamt führt dies zu folgendem Nachsteuereinkommen der Eigner:

$$\begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Ek},\ell} &= (\text{JÜ}_t - \Delta^+ \text{EK } 25_t)(1 - 0,5s_E) - \Delta_B^- \text{GRL}_t(1 - 0,5s_E) - \Delta \text{EK } 04_t - \Delta \text{NK}_t = \\ \text{Eink}_t^{\text{Ek},\ell} &= \text{JÜ}_t - \Delta^+ \text{EK } 25_t - \Delta_B^- \text{GRL}_t - \Delta \text{EK } 04_t - \Delta \text{NK}_t - \text{EST}_t = \\ \text{Eink}_t^{\text{Ek},\ell} &= \text{JÜ}_t - \Delta^+ \text{EK } 25_t - \Delta_B^- \text{GRL}_t - \Delta \text{KRL}_t - \text{EST}_t \end{aligned}$$

Mithilfe der Gleichung für die Mittelherkunft und -verwendung:

$$(53) \quad \begin{aligned} &\text{JÜ}_t - \Delta^+ \text{EK } 25_t + \Delta_B^- \text{GRL}_t - \Delta \text{KRL}_t \\ &= \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{GewSt}_t - \text{KSt}_t + \text{KStM}_t - Z_t + \Delta \text{Fk}_t \end{aligned}$$

ergibt sich folgendes Einkommen der Investoren eines verschuldeten Unternehmens nach Steuern:

$$(54) \quad \begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} &= \text{Eink}_t^{\text{Fk},\ell} + \text{Eink}_t^{\text{Ek},\ell} = \\ &= \text{JÜ}_t - \Delta^+ \text{EK } 25_t - \Delta_B^- \text{GRL}_t - \Delta \text{KRL}_t - \text{EST}_t \\ &= \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{GewSt}_t - \text{KSt}_t + \text{KStM}_t - \text{EST}_t - Z_t + \Delta \text{Fk}_t + Z_t(1 - s_E) - \Delta \text{Fk}_t \\ &= \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - s_G \text{EBIT}_t - (1 - s_G) \text{EBIT}_t \times s_K - 0,5s_E [\text{EBIT}_t(1 - s_G)(1 - s_K)] \\ &\quad + [(1 - s_E) - (1 - 0,5s_E)(1 - \phi_{s_G})(1 - s_K)] Z_t \\ &\quad + 0,5s_E \Delta^+ \text{EK } 25_t - 0,5s_E \Delta_B^- \text{GRL}_t + \text{KStM}_t \end{aligned}$$

Setzt man erneut $\text{OCF} + \text{ICF} = \text{EBIT} + \text{N}^*$, so erhält man:

$$(55) \quad \begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} &= \text{Eink}_t^{\text{Fk},\ell} + \text{Eink}_t^{\text{Ek},\ell} \\ &= \text{N}^*_t + \text{EBIT}_t(1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E) + [(1 - s_E) - (1 - 0,5s_E)(1 - \phi_{s_G})(1 - s_K)] Z_t \\ &\quad + 0,5s_E \Delta^+ \text{EK } 25_t - 0,5s_E \Delta_B^- \text{GRL}_t - \left[\frac{1}{6} \Delta^- \text{EK } 40_t - \frac{3}{10} \Delta^- \text{EK } 02_t \right] \end{aligned}$$

Für das unverschuldete Unternehmen gilt:

$$(56) \quad J\ddot{U}_t - \Delta^+ EK 25_t + \Delta_B^- GRL_t - \Delta KRL_t = OCF_t + ICF_t - GewSt_t - KSt_t + KStM_t$$

Das Einkommen der Investoren eines unverschuldeten Unternehmens nach Steuern beträgt:

$$\begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Gk,u}} &= \text{Eink}_t^{\text{Ek,u}} = \\ &= OCF_t + ICF_t - GewSt_t - KSt_t + KStM_t - ESt_t \\ (57) \quad &= N^*_t + EBIT_t (1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E) + 0,5s_E \Delta^+ EK 25_t - 0,5s_E \Delta_B^- GRL_t - \\ &\quad \left[\frac{1}{6} \Delta^- EK 40_t - \frac{3}{10} \Delta^- EK 02_t \right] \end{aligned}$$

Die Steuerbelastung des Einkommens der Eigentümer des unverschuldeten Unternehmens beträgt:

$$\begin{aligned} T^u &= EBIT_t [1 - (1 - s_G)(1 - s_K)(1 - 0,5s_E)] - \left[\frac{7}{6} \Delta^- EK 40_t + \Delta^- EK 30_t + \Delta EK 25_t \right. \\ (58) \quad &+ \Delta EK 03_t + \frac{7}{10} \Delta^- EK 02_t + \Delta^- EK 01_t] 0,5s_E - KStM_t \\ &= EBIT_t \times s_{\text{kom}} - 0,5s_E \Delta^+ EK 25_t^u + 0,5s_E \Delta_B^- GRL_t^u - KStM_t \end{aligned}$$

Die Einkommen der Investoren des verschuldeten und des unverschuldeten Unternehmens unterscheiden sich um:

$$\begin{aligned} \text{Eink}_t^{\text{Gk,\ell}} - \text{Eink}_t^{\text{Ek,u}} &= \\ (59) \quad &= [(1 - s_E) - (1 - 0,5s_E)(1 - \phi_{s_G})(1 - s_K)] Z_t + 0,5s_E [\Delta^+ EK 25_t^\ell - \Delta^+ EK 25_t^u] \\ &\quad - 0,5s_E [\Delta_B^- GRL_t^\ell - \Delta_B^- GRL_t^u] + [KStM_t^\ell - KStM_t^u] \end{aligned}$$

Das Ergebnis bestätigt das Tax Shield aus dem Steuervorteil der Fremdfinanzierung, wie es in der Literatur bereits vorliegt (vgl. Abschnitt B.). Daneben ergibt sich der Ausschüttungsdifferenzeffekt angepasst auf deutsche Verhältnisse, der aus der Einkommensteuersparnis bei Einbehaltungen sowie den Vorteilen aus der Ausschüttung aus Rücklagen aus der Zeit vor dem Halbeinkünfteverfahren resultiert:

$$\begin{aligned} TS_t &= [(1 - s_E) - (1 - 0,5s_E)(1 - \phi_{s_G})(1 - s_K)] Z_t \\ (60) \quad \Delta E_t &= 0,5s_E [\Delta^+ EK 25_t^\ell - \Delta^+ EK 25_t^u] - 0,5s_E [\Delta_B^- GRL_t^\ell - \Delta_B^- GRL_t^u] \\ &\quad + [KStM_t^\ell - KStM_t^u] \end{aligned}$$

Dieses Ergebnis unterscheidet sich deutlich von den bisher in der Literatur diskutierten Ergebnissen bzgl. des Tilgungs- bzw. Kapitalherabsetzungseffekts (vgl. Abschnitt B.). Dieser Ausschüttungsdifferenzeffekt unterscheidet sich erstens durch seine Anbindung an die Gewinnrücklagen und zweitens durch die detaillierte Abbildung der Eigenkapitalbestandteile. Insbesondere fällt hier die durch Ausschüttungen aus den Alrücklagen erzielte Körperschaftsteuererminderung ins Gewicht. Es wird deutlich, dass nur der Unterschied der Kapitalrückführung von verschuldetem und unverschuldetem Unternehmen zum Tragen kommt und der Effekt nicht der Fremdfinanzierung zurechenbar ist. Die in Abschnitt D.II.1. getroffenen generellen Aussagen zur Risikostruktur und zur resultierenden Zuordnung des Ausschüttungsdifferenzeffekts bleiben von den speziellen Verhältnissen des Halbeinkünfteverfahrens unbeeinflusst. Der Ausschüttungsdifferenzeffekt ist daher den Überschüssen des unverschuldeten Unternehmens zuzuordnen.

2. Beispiel

Die Ableitungen werden im Folgenden durch ein Beispiel illustriert. Wir betrachten sechs operativ identische Unternehmen A, B, C, D, E und F, die sich nur durch ihre Finanzierung unterscheiden. A, B und C seien unverschuldet, D, E und F verschuldet. Das Vermögen von jeweils 1000 sei bei A vollständig durch eingezahltes Kapital, bei B durch EK 25, bei C durch EK 40 finanziert. D, E und F seien je zur Hälfte verschuldet, aber unterscheiden sich wie zuvor durch die Eigenkapital-Ausstattung (vgl. Tab. 3):

Tab. 3: Beispiel: Unterschiedliche Kapitalausstattung

Unternehmen	A	B	C	D	E	F
Vermögen	1000	1000	1000	1000	1000	1000
KRL	1000	0	0	500	0	0
EK 25	0	1000	0	0	500	0
EK 40	0	0	1000	0	0	500
FK	0	0	0	500	500	500
Kapital	1000	1000	1000	1000	1000	1000

Die Unternehmen verdienen alle einen identischen Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT) und haben darüber hinaus einen Innenfinanzierungsüberschuss (N^*) von 20, den sie zusätzlich zum Jahresüberschuss ausschütten. Bei A und D erfolgt dies steuerfrei aus den KRL (vgl. Tab. 3), bei den übrigen aus den Gewinnrücklagen.

Zunächst betrachten wir den Unterschied der Einkommen der Investoren, der sich aus der Verschuldung ergibt, das Tax Shield, indem wir die unverschuldeten mit den verschuldeten Unternehmen vergleichen. Das Einkommen der Investoren bei D, E und F fällt um jeweils 7,75 höher aus als das derer von A, B und C (vgl. Tab. 4). Dieser Einkommensvorteil aus der Verschuldung errechnet sich nach Gleichung 60: $TS = 0,1550 \times 50 = 7,75$.

Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren

Tab. 4: Beispiel: Einkommen der Investoren

Unternehmen	A	B	C	D	E	F
EBIT	166,66	166,66	166,66	166,66	166,66	166,66
Z (10%)	0	0	0	50	50	50
EBT	166,66	166,66	166,66	116,66	116,66	116,66
GewSt (20%)	33,33	33,33	33,33	23,33	23,33	23,33
KSt (25%)	33,33	33,33	33,33	23,33	23,33	23,33
JÜ	100,00	100,00	100,00	70,00	70,00	70,00
N*	20	20	20	20	20	20
Ausschüttung	120,00	120,00	120,00	90,00	90,00	90,00
ΔKRL	20	0	0	20	0	0
ΔEK 25	0	20	0	0	20	0
ΔEK 40	0	0	20	0	0	20
KStM	0	0	3,33	0	0	3,33
steuerbar	100,00	120,00	123,33	70,00	90,00	93,33
ESt (35%)	17,50	21,00	21,58	12,25	15,75	16,33
Ek-Eink. n. St.	102,50	99,00	101,75	77,75	74,25	77,00
Fk-Eink. n. St.	0	0	0	32,5	32,5	32,5
Gk-Eink. n. St.	102,50	99,00	101,75	110,25	106,75	109,50

Tab. 4: Beispiel: Einkommensvergleich

Vergleich der Einkommen von	Differenz	Vergleich der Einkommen von	Differenz	Vergleich der Einkommen von	Differenz
D – A	7,75	A – B	3,50	D – E	3,50
E – B	7,75	B – C	-2,75	E – F	-2,75
F – C	7,75	A – C	0,75	D – F	0,75

Im zweiten Schritt lassen sich die Einkommensunterschiede, die aus den unterschiedlichen Ausschüttungsquellen resultieren, identifizieren, indem man die Unternehmen innerhalb der verschuldeten bzw. unverschuldeten Unternehmen miteinander vergleicht (vgl. Tab. 4).

Das Nachsteuereinkommen bei Ausschüttung aus den KRL bei A und D ist gegenüber dem Fall der Ausschüttung aus dem EK 25 bei B und E jeweils um 3,50 höher. Dagegen fällt das Einkommen bei Ausschüttung aus dem EK 40 bei Unternehmen C und F jeweils um 2,75 höher aus als bei B und E. Gegenüber der Ausschüttung aus KRL ist die Ausschüttung aus EK 40 jedoch um 0,75 benachteiligt. Der Ausschüttungsdifferenzeffekt ergibt sich rechnerisch gem. Gleichung 60:

$$AE = 0 + 0,175 \times 23,33 + 3,33 = 0,75.$$

3. Bewertungsformeln

Die DCF-Methodik knüpft an die Zahlungsströme des unverschuldeten Unternehmens an. Das Einkommen der Investoren eines verschuldeten Unternehmens nach Steuern lässt sich

wie folgt auf Basis der Steuerbelastung des unverschuldeten Unternehmens und obigen Effekten darstellen:⁷⁴

$$\begin{aligned}
 \text{Eink}_t^{\text{Gk},\ell} &= \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - T_t^u + \text{TS}_t + \text{AE}_t \\
 (61) \quad &= \text{OCF}_t + \text{ICF}_t - \text{EBIT}_t \times s_{\text{kom}} + 0,5s_E \Delta^+ \text{EK} 25_t^\ell - 0,5s_E \Delta_B^- \text{GRL}_t^\ell + \text{KStM}_t^\ell \\
 &+ Z_t [(1 - s_E) - (1 - 0,5s_E)(1 - \phi_{s_G})(1 - s_K)]
 \end{aligned}$$

Es ergeben sich daher, korrespondierend zu Abschnitt D.II.2., folgende Bewertungsformeln:⁷⁵

L-Modell:

$$\begin{aligned}
 (62) \quad \text{Gk}_0^\ell &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{OCF}_t + \text{ICF}_t - s_{\text{kom}} \text{EBIT}_t + \text{KStM}_t + 0,5s_E (\Delta^+ \text{EK} 25_t^\ell - \Delta_B^- \text{GRL}_t^\ell)}{(1 + r_{\text{EK}}^{u*})^t} \\
 &+ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\omega Z_t}{(1 + r_{\text{Fk}}^*)(1 + r_{\text{EK}}^{u*})^{t-1}}
 \end{aligned}$$

F-Modell:

$$\begin{aligned}
 (63) \quad \text{Gk}_0^\ell &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{OCF}_t + \text{ICF}_t - s_{\text{kom}} \text{EBIT}_t + \text{KStM}_t + 0,5s_E (\Delta^+ \text{EK} 25_t^\ell - \Delta_B^- \text{GRL}_t^\ell)}{(1 + r_{\text{EK}}^{u*})^t} \\
 &+ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\omega Z_t}{(1 + r_{\text{Fk}}^*)^t}
 \end{aligned}$$

mit:

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

$$\omega Z_t = [(1 - s_E) - (1 - 0,5s_E)(1 - \phi_{s_G})(1 - s_K)] Z_t$$

$$\begin{aligned}
 \Delta_B^- \text{GRL}_t &= \left[\frac{7}{6} \Delta^- \text{EK} 40_t + \Delta^- \text{EK} 30_t + \Delta^- \text{EK} 25_t + \Delta^- \text{EK} 03_t \right. \\
 &\quad \left. + \frac{7}{10} \Delta^- \text{EK} 02_t + \Delta^- \text{EK} 01_t \right]
 \end{aligned}$$

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

Gleichungen 62 und 63 zeigen, dass im deutschen Steuersystem, isoliert betrachtet, Theaurierungen von Gewinnen den Unternehmenswert positiv und Ausschüttungen aus dem steuerlichen Eigenkapital negativ beeinflussen. Sie bestätigen die derzeit rege geführte Diskussion über eine entsprechende Bewertungsrelevanz des Ausschüttungsverhaltens.⁷⁶

Auch eine Übertragung der Bewertungsformeln auf den WACC-Ansatz, bei dem das Tax Shield in die Kapitalkosten einfließt, ist ohne Schwierigkeiten möglich:⁷⁷

$$Gk_0^\ell = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{OCF_t + ICF_t - s_{\text{kom}} EBIT_t + KStM_t + 0,5s_E (\Delta^+ EK25 - \Delta_B^- GRL_t^\ell)}{(1 + r_{WACC}^{\ell*})^t}$$

(64)

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

$$\Phi = [1 - (1 - 0,5s_E)(1 - \phi_{SG})(1 - s_K)]$$

Die Finanzierungsannahmen (L- oder F-Modell) nehmen über die Reaktionsfunktionen Einfluss auf die Höhe der Eigenkapitalkosten und damit auf die WACC. Für deren Ermittlung wird der APV-Ansatz entsprechend nach den Kapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens aufgelöst.⁷⁸ Dabei fließt das Tax Shield als spezielle Komponente in die Reaktionsfunktion ein. Da, wie gezeigt werden konnte, der Wert des Tax Shields vom Ausschüttungsdifferenzeffekt unbeeinflusst ist, übt letzterer keinen Einfluss auf die Reaktionsfunktion aus, sondern nur der Zinseffekt. Die für das Halbeinkünfteverfahren in der Literatur bereits vorliegenden Reaktionsfunktionen auf Basis des Zinseffekts bleiben daher von den hier abgeleiteten Ergebnissen unbeeinflusst.⁷⁹

E. Zusammenfassung

Der Beitrag präsentiert die konsistente Ableitung von Bewertungsmodellen inklusive der Steuervorteile aus der Finanzierung in einem in sich geschlossenen, vollständigen Modell. Die dabei zugrunde liegende Gleichheit von Mittelherkunft und -verwendung gewährleistet eine vollständige Erfassung aller Zahlungsmittelbewegungen und damit eine sachgerechte Definition der Innenfinanzierungsüberschüsse bzw. Außenfinanzierungsbedarfe. Sie bildet zudem die Grundlage für die DCF-Methodik und die Ermittlung der bewertungsrelevanten Free Cashflows. Erst die vollständige Erfassung aller Zahlungsmittelbewegungen ermöglicht eine exakte Ableitung der Steuereffekte.

In einem Steuersystem mit Besteuerung des Einkommens sowohl im Unternehmen als auch auf privater Ebene der Investoren, resultieren zwei Arten von Steuereffekten. Erstens ergibt sich ein Zinseffekt, der aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Zinsaufwendungen resultiert, wie er in der Literatur bekannt ist. Zweitens lässt sich ein Ausschüttungsdifferenzeffekt identifizieren, der nicht aus dem Vorteil der Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung, sondern aus dem Vorteil der Außenfinanzierung gegenüber der Innenfinanzierung resultiert. Er resultiert aus der einkommensteuerfreien Rückzahlung des bereitgestellten Kapitals an die Kapitalgeber, sei es in Form von Eigen- oder in Form von Fremdkapital. Er entsteht sowohl beim unverschuldeten als auch beim verschuldeten Unternehmen und ist daher nicht dem Tax Shield aus der Fremdfinanzierung zurechenbar. Er tritt nur auf, wenn überschüssige Finanzmittel erwirtschaftet wurden und nicht auf dem Weg der Gewinnausschüttung oder Auflösung von Rücklagen an die Investoren fließen, sondern durch Rückführung von bereitgestelltem Kapital. Die Risikostruktur dieses Effekts entspricht daher dem der Erwirtschaftung der finanzierungsunabhängigen freien Cashflows. Er ist daher mit den Kapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens zu belegen.

Es konnte gezeigt werden, dass der Ausschüttungsdifferenzeffekt kein speziell deutsches Phänomen ist, sondern grundsätzlich in Steuersystemen mit Doppelbesteuerung existiert. International wird dieser Effekt bislang nicht thematisiert. Die residuale Ausschüttungspolitik, die der DCF-Methodik inhärent ist, bedeutet eine vollständige Ausschüttung aller freien Zahlungsüberschüsse, welche die Gewinne des Unternehmens über- oder unterschreiten können. Somit kommt es zwangsläufig zur Bildung oder Auflösung von Gewinnrücklagen. Daher wurden für die deutschen Verhältnisse die Effekte unter Einbezug der konkreten steuerlichen Regelungen für die Auflösung von steuerlichen Rücklagen detailliert aufgezeigt.

Die Ergebnisse bestätigen einerseits die in der Literatur bereits vorliegenden Ergebnisse zum Zinseffekt und die daraus resultierenden Reaktionsfunktionen für Veränderungen der Kapitalkosten bei Veränderungen des Verschuldungsgrades. Andererseits werden die in der Literatur diskutierten Kapitalherabsetzungs- und Tilgungseffekte relativiert und präzisiert. Im Ergebnis ergibt sich diesbezüglich ausschließlich ein Werteeinfluss durch Tauschierungen. Dies bestätigt analytisch die gegenwärtig rege diskutierte Beobachtung, dass sich Einbehaltungen im Halbeinkünfteverfahren unternehmenswertsteigernd auswirken können und bietet so die Grundlage für die Weiterentwicklung der Theorie der Unternehmensbewertung und ihre Umsetzung in den Bewertungsstandards des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 1).

Symbolverzeichnis

ϕ	Faktor für den Anteil von Dauerschulden im Taxshield
ℓ	verschuldet (Index)
Δ	Veränderung
Δ^-	Verminderung
Δ^+	Erhöhung
Θ	Steuerfaktor zur Errechnung des TS als Vielfaches der Zinszahlungen im allgemeinen Steuersystem
ω	Steuerfaktor zur Errechnung des TS als Vielfaches der Zinszahlungen im deutschen Steuersystem
Φ	Steuerfaktor für den Vorteil der Fremdkapitalkosten zur Errechnung der WACC im deutschen Steuersystem
$\Delta \text{liq.} M_t$	Veränderung der liquiden Mittel im Zeitpunkt t
AE	Ausschüttungsdifferenzeffekt
AV	Anrechnungsverfahren (Index)
BFCF	Brutto-Free Cashflow
D_t	Ausschüttung im Zeitpunkt t
EBIT_t	Gewinn vor Zinsen und Steuern im Zeitpunkt t
Eink_t	Einkommen im Zeitpunkt t
EK	Eigenkapital
EK 01-45	Eigenkapitalbestandteile
ENT	Entnahmen aus dem Eigenkapital
$\text{ESt}_t^{\text{EK}, \ell}$	Einkommensteuerbelastung gesamtes Einkommen der Eigner im Zeitpunkt t

Fk	Fremdkapital
GewSt _t	gezahlte Gewerbeertragsteuer im Zeitpunkt t
GK ₀	Gesamtunternehmenswert zum Zeitpunkt 0
GRL	Gewinnrücklagen
$\Delta_B^- \text{GRL}_t$	Bruttozufluss aus Gewinnrücklagen im Zeitpunkt t
HEV	Halbeinkünfteverfahren
ICF _t	Cashflow aus der Investitionstätigkeit im Zeitpunkt t
JÜ	Jahresüberschuss
KE	Kapitaleffekt
KRL	Eingezahltes Eigenkapital
KStM _t	Körperschaftsteuerminderung im Zeitpunkt t
KSt _t	gezahlte Körperschaftsteuer im Zeitpunkt t
N*	Außenfinanzierungsbedarf bzw. Innenfinanzierungsüberschuss
NK	Nennkapital
OCF _t	Operative Einzahlungsüberschüsse im Zeitpunkt t
r _{EK}	Eigenkapitalkosten
r _{FK}	Fremdkapitalkosten
r _{EK} ^{ℓ*}	Eigenkapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens nach Steuern
r _{EK} ^{u*}	Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens nach Steuern
r _{FK} [*]	Fremdkapitalkosten nach Steuern
r _{WACC} ^{ℓ*}	Gewichtete Kapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens nach Steuern
S _E	Einkommensteuersatz
S _E [*]	Indifferenzsteuersatz
S _G	effektiver Gewerbesteuersatz
S _K	Körperschaftsteuersatz
S _{kom}	kombinierter Steuersatz aus Gewerbe-, Körperschaft- und Einkommensteuer
S _U	Steuersatz der Unternehmenssteuer
t	Zeitindex
TE	Tilgungseffekt
TS	Tax Shield
T ^u	Steuern eines unverschuldeten Unternehmens
u	unverschuldet (Index)
UntSt	Ertragsteuer auf Unternehmensebene
Z _t	Zinszahlung an die Gläubiger im Zeitpunkt t

Anmerkungen

- 1 Vgl. stellvertretend Wallmeier, 1999.
- 2 Vgl. Wagner et al., 2004, S. 894ff.; IDW, 2005, Tz. 45f.; kritisch Schwetzler, 2005.
- 3 Vgl. insbesondere Auge-Dickhut et. al., 2000; Baetge/Niemeyer/Kümmel, 2002; Dinstuhl, 2002; Drukarczyk, 2003; Husmann/Kruschwitz/Löffler, 2002a, b; Lobe, 2001; Schüler, 2000; Schultze, 2001.
- 4 Vgl. § 3 Nr. 40 EStG n. F.
- 5 Vgl. Kruschwitz, 2002, S. 10. Nach Kruschwitz, 2002 und Husmann/Kruschwitz/Löffler, 2002a sind die Unterschiede neben Modellierungs- und Rechenfehlern auf unterschiedliche Definitionen der Unterlassungsalternative zurückzuführen.

- 6 Vgl. Dinstuhl, 2002, S. 82.
- 7 Vgl. Dinstuhl, 2002, S. 83; auch Baetge/Niemeyer/Kümmel, 2001, S. 318; Schüler, 2000, S. 1533ff., deren Ableitungen jedoch noch unvollständig sind.
- 8 Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel, 2001, S. 318; Husmann/Kruschwitz/Löffler, 2002a, S. 33; Laitenberger, 2003, S. 1226; Schüler, 2000, S. 1533ff.
- 9 Vgl. auch Dinstuhl, 2002, S. 83; Husmann/Kruschwitz/Löffler, 2002a, S. 25.
- 10 Vgl. Lobe, 2001, S. 645ff.; Drukarczyk, 2003, S. 241ff.; Drukarczyk/Lobe, 2002, S. 21.
- 11 Vgl. auch Ballwieser, 2004, S. 121ff.
- 12 Kombiniert der Eigentümer den Unternehmerwerb mit Privatkrediten, so sind dessen Kosten nur zur Hälfte von der Steuer absetzbar, die für die Diskontierung relevanten Opportunitätskosten betragen daher $r(1 - 0,5s_E)$. Kombiniert der Eigentümer den Unternehmerwerb mit Finanzanlagen, so betragen die Opportunitätskosten wegen der vollen Steuerbarkeit der Erträge $r(1 - s_E)$. Vgl. Lobe, 2001, S. 645ff.
- 13 Vgl. Laitenberger, 2002, S. 556.
- 14 Vgl. Laitenberger, 2002, S. 558.
- 15 Vgl. Laitenberger, 2002, S. 558.
- 16 Vgl. Husmann/Kruschwitz/Löffler, 2002b, S. 560.
- 17 Vgl. Husmann/Kruschwitz/Löffler, 2002b, S. 561. Laitenberger, 2003, integriert den Tilgungseffekt gem. Gleichung 2 in die Bewertungsformeln der DCF-Methodik, d. h. insbesondere in die WACC.
- 18 Der Anteilseigner als Steuersubjekt ist eine Privatperson, die gem. § 1 Abs. 1 EStG in Deutschland der unbeschränkten Steuerpflicht unterliegt. Es wird die Annahme getroffen, dass der Steuerpflichtige seine Anteile im Privatvermögen hält und daraus Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG erzielt. Die Steuerpflicht besteht dann für die ESt und den SolZ. Veräußerungsgewinne von Anteilen sind gem. § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG steuerfrei, wenn sie außerhalb der Spekulationsfrist von einem Jahr erzielt werden. Nicht betrachtet werden Beteiligungen an Kapitalgesellschaften, die innerhalb der letzten 5 Jahre mehr als 1 % betragen. Gewinne, die bei der Veräußerung solcher Anteile entstehen, wären gem. § 17 Abs. 1 EStG gewerbsteuerpflichtig.
- 19 Vgl. StSenkG, 2000, Artikel 3.
- 20 Vgl. § 23 Abs. 1 KStG n.F. Die Änderungen wurden durch das StSenkG vollzogen. Im Jahr 2003 lag der Körperschaftsteuersatz auf Grund der Regelung des Flutopfersolidaritätsgesetzes einmalig bei 26,5 % (vgl. Artikel 4 Flutopfersolidaritätsgesetz). Noch nicht berücksichtigt wird die Unternehmensteuerreform der neuen Bundesregierung im Jahr 2008. Vorgesehen ist eine Reduktion des Körperschaftsteuersatzes und ein Ersatz der Gewerbesteuer. Ein Gesetzesentwurf liegt derzeit noch nicht vor.
- 21 Vgl. Jäger/Lang, 2003, S. 575f. zum Anrechnungsverfahren und S. 715ff. zum Halbeinkünfteverfahren.
- 22 Vgl. Marx/Löffler, 2001, S. 1426.
- 23 Vgl. § 30 KStG 1999.
- 24 Vgl. § 27 KStG 1999; Jäger/Lang, 2003, S. 625f.
- 25 Vgl. § 27 KStG 1999; § 40 KStG 1999; Jäger/Lang, 2003, S. 628ff.
- 26 Vgl. Jäger/Lang, 2003, S. 628.
- 27 Vgl. § 36 Abs. 2 Satz 1 KStG n.F.
- 28 Vgl. § 36 Abs. 3 KStG n.F.
- 29 Vgl. § 36 Abs. 5 KStG n.F.
- 30 Vgl. § 37 Abs. 2 KStG n.F. Zwischen dem 11.04.2003 und dem 1.01.2006 darf wegen des gesetzlichen Moratoriums nicht aus dem KSt-Guthaben ausgeschüttet werden; vgl. § 37 Abs. 2a Nr. 1 KStG n.F. Nach dem 1.01.2006 ist die Höhe der Ausschüttung aus dem KSt-Guthaben gem. § 37 Abs. 2a Nr. 2 KStG n.F. beschränkt: Der festgestellte Bestand des KSt-Guthabens des Vorjahres muss linear auf die Jahre verteilt werden, in denen noch eine KSt-Minderung möglich ist (ab 2006 max. 14 Jahre bis 2019 bzw. bei abweichendem Wirtschaftsjahr bis 2019/2020).
- 31 Vgl. § 38 Abs. 2 KStG n.F.; Jäger/Lang, 2003, S. 797f.
- 32 Vgl. § 38 KStG n.F.; Jäger/Lang, 2003, S. 797ff.
- 33 Vgl. § 37 Abs. 2; § 38 Abs. 2 KStG n.F.
- 34 Vgl. Dötsch/Pung, 2000, S. 16.

- 35 Vgl. Marx/Löffler, 2001, S. 1426.
- 36 Vgl. zur Verwendungsreihenfolge Dötsch/Pung, 2000, S. 7; Marx/Löffler, 2001, S. 1426; Wesselbaum-Neugebauer, 2000, S. 1899.
- 37 Auch im klassischen Körperschaftsteuersystem wird für Gewinnrücklagen aus dem Anrechnungsverfahren eine Ausschüttungsbelastung von 30 % unterstellt, sodass sich bei Ausschüttungen aus dem EK 40 ein 10 %-iger Erstattungsanspruch ergibt. Durch Auflösen des KSt-Guthabens wird die KSt-Erstattung berücksichtigt.
- 38 Die nur hälftige Besteuerung der Einkünfte nach § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG ist in § 3 Nr. 40 d) EStG geregelt (sog. HEV).
- 39 Die KSt-Erhöhung beträgt 3/7 der Ausschüttung; vgl. Jäger/Lang, 2003, S. 628f.
- 40 Vgl. Jäger/Lang, 2003, S. 586.
- 41 Bei der Herabsetzung des Nennkapitals sind die Vorschriften zur Mindestkapitalerhaltung nach GmbHG und AktG zu beachten. Vgl. dazu § 5 Abs. 1, § 30 Abs. 1 GmbHG und § 7, §§ 222ff. AktG.
- 42 Vgl. Frotscher/Maas, 1997, § 28, Tz. 25ff.
- 43 § 28 Abs. 1 Satz 3 KStG n.F.; Frotscher/Maas, 1997, § 28, Tz. 33ff.
- 44 Vgl. § 28 Abs. 2 Satz 1 KStG n.F.; Frotscher/Maas, 1997, § 28, Tz. 34.
- 45 § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG n.F.; Jäger/Lang, 2003, S. 576f.
- 46 Mit dem Symbol Δ^*EK werden alle Erhöhungen, mit ΔEK werden alle Minderungen eines EK-Topfes erfasst. Da es sich bei einer Mehrung um eine Einzahlung, bei einer Minderung um eine Auszahlung des Unternehmen handelt, ist das Vorzeichen einer Ausschüttung entsprechend negativ. Das Entnahmeeinkommen entspricht daher dem negativen Wert der Eigenkapitalveränderung.
- 47 Vgl. Dötsch/Pung, 2000, S. 5.
- 48 Vgl. z. B. Sigloch, 2000, S. 169f.
- 49 Vgl. u. a. Jäger/Lang, 2003, S. 754; Schiffers, 2000, S. 906.
- 50 Vgl. Eisgruber/Glass, 2003, S. 396.
- 51 In der Literatur werden für den Belastungsvergleich der alten EK-Bestandteile nur einzelne EK-Töpfe ausgewählt. So ergibt der Vergleich von Schiffers, 2000, dass ab einem Steuersatz von ca. 46 % die Besteuerung des EK 40 nach dem HEV vorteilhafter ist als nach dem Anrechnungsverfahren. Im hier gezeigten Beispiel wird der Vergleich hingegen für alle EK-Bestandteile durchgeführt. Würde man das EK 40 auch hier gesondert betrachten, ergäbe sich ohne die Umgliederung des EK 45 auf das EK 40 bei einem ESt-Satz von 46,5 % ein Vorteil für das HEV i. H. v. 0,38 € Vgl. Schiffers, 2000, S. 906; Homburg/Theisen, 2000, S. 1931 weisen bei deren Ergebnis explizit darauf hin, dass die Vorteilhaftigkeit individuell geprüft werden muss. Vgl. auch Schmidbauer, 2002, S. 217.
- 52 Zur Ableitung vgl. z. B. Brealey/Meyers, 2003, S. 504f.
- 53 Vgl. hierzu auch 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.“ Vgl. auch Drukarczyk, 2003, S. 145; Husmann/Kruschwitz/Löffler, 2002a, S. 27; Richter, 1996, S. 1078; Schüler, 2000, S. 1532.
- 54 Diese Annahme dient lediglich der Ableitung der Bewertungsformeln, um die Steuereffekte bei der unter restriktiven Bedingungen möglichen Auflösung von Eigenkapitalpositionen im Modell zu integrieren. Bei der praktischen Anwendung der Bewertungsformeln ist dann freilich die Höhe der im konkreten Fall zulässigen Ausschüttungen anzusetzen, wodurch gerade erst die Berücksichtigung von Ausschüttungssperren im Modell ermöglicht wird.
- 55 Vgl. Moxter, 1983, S. 79.
- 56 Vgl. Miller/Modigliani, 1961, S. 416ff.
- 57 Der Ausdruck entspricht dem Nettoeinkommen der Eigner, da es gleichzeitig auch Kapitalerhöhungen zulässt, die sein Einkommen schmälern.
- 58 Vgl. ausführlich Coenenberg/Schultze, 1998, S. 276ff.
- 59 Investitionen in die betriebsnotwendige Kassenhaltung werden als Bestandteil des Working Capital erfasst und gehen daher in den OCF ein. Bei den hier betrachteten liquiden Mitteln handelt es sich folglich um freie Liquidität, die bei residualer Ausschüttung vollständig den Investoren zufließt.

- 60 Vgl. Schultze, 2001, S. 373.
- 61 Vgl. Miller/Modigliani, 1961, S. 415f. Im einfachsten Fall besteht der Unterschied zwischen EBIT und (OCF+ICF) allein in Investitionen und Abschreibungen. Die Differenz aus Investitionen und Abschreibungen bezeichnet man auch als Nettoinvestitionen. N^* lässt sich folglich als Nettoinvestition interpretieren, beinhaltet aber sämtliche nichtzahlungswirksamen Erträge und Aufwendungen sowie alle erfolgswirksamen Zahlungsströme, die in einer Kapitalflussrechnung für die indirekte Ermittlung des operativen Cashflows das Periodenergebnis korrigieren; vgl. Coenberg/Schultze, 1998, S. 278f.
- 62 Vgl. Dinstuhl, 2002, S. 83; auch Baetge/Niemeyer/Kümmel, 2001, S. 318; Schüler, 2000, S. 1533.
- 63 Ein Effekt ergibt sich nur, wenn das verschuldete Unternehmen mehr eingezahltes Kapital und Fremdkapital aufzuweisen hätte als das unverschuldete Unternehmen. Da beide operativ identisch sind, muss ihre Anfangsausstattung an eingezahltem Kapital als identisch angenommen werden. Die im Zeitablauf verdienten BFCF und resultierenden Innenfinanzierungsüberschüsse und Finanzierungsbedarfe der Vergangenheit sind ebenfalls identisch gewesen. Daher muss auch ihre Ausstattung an eingezahltem Kapital gleich sein.
- 64 Vgl. stellvertretend Wallmeier, 1999.
- 65 Vgl. Miller/Modigliani, 1961, S. 414f.; auch Coenberg/Schultze, 1998, S. 276ff.
- 66 Die Prämisse der residualen Ausschüttung gebietet, dass bei einem Innenfinanzierungsüberschuss, d. h. positivem N^* , eine Ausschüttung über den EBIT hinaus vorgenommen wird, es dann folglich entweder zur Auflösung von GRL oder (KRL+FK) kommt. Im Falle des Innenfinanzierungsdefizits, also negativen N^* , kann entweder eine Einbehaltung von Gewinnen, d. h. Bildung von GRL, erfolgen oder eine Außenfinanzierung, d. h. Aufnahme von (KRL+FK), stattfinden. Die Wahl dieser Alternativen kann steuerlich optimiert werden. Es gibt keinen Grund, der hier das unverschuldete Unternehmen zu weniger optimalem Verhalten veranlassen würde als das verschuldete. Daher wird bei beiden jeweils dieselbe Alternative geboten sein und es ergeben sich identische Höhen von ΔGRL einerseits bzw. $(\Delta KRL + \Delta FK)$ andererseits beim verschuldeten und unverschuldeten Unternehmen.
- 67 Vgl. dazu ausführlich Wallmeier, 1999.
- 68 Unter der vereinfachenden Annahme eines ewigen Planungshorizonts.
- 69 Vgl. Wagner et al., 2004, S. 894ff.
- 70 Für ein verschuldetes Unternehmen errechnet sich die Gewerbesteuer auf den EBIT nach Berücksichtigung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der FK-Zinsen. Zinsen auf Dauerschulden sind nur zur Hälfte vom Gewerbeertrag abziehbar. Das Symbol ϕ entspricht dem gewichteten Mittel aus kurzfristigen Schulden und Dauerschulden, wobei der Anteil der Dauerschulden wegen der nur hälftigen Abzugsfähigkeit der Dauerschuldzinsen mit 0,5 zu multiplizieren ist. ϕ bewegt sich daher zwischen 0,5 und 1 in Abhängigkeit vom Anteil der Dauerschulden. Vgl. Schultze, 2004, S. 730. Die KSt berechnet sich auf den laufenden Gewinn nachdem die GewSt abgezogen wurde. Vgl. Husmann/Kruschwitz, 2001, S. 642. Vgl. auch Löhr, 2001, S. 352. Von den Gewinnrücklagen des steuerlichen Eigenkapitals wird die GewSt schon vor KSt und vor der Einstellung in das EK abgezogen.
- 71 Vgl. Dötsch/Pung, 2000, S. 16.
- 72 Für die Interpretation ist zu beachten, dass eine Ausschüttung als negative Veränderung des Eigenkapitals ein negatives Vorzeichen trägt. Zuführungen zu den alten Ek-Töpfen sind nicht mehr möglich, daher sind hier nur die Abnahmen relevant.
- 73 Im EK 04 sind sowohl offene als auch verdeckte Einlagen der Anteilseigner enthalten. Abstrahiert man von verdeckten Einlagen, dann entspricht das steuerliche Einlagenkonto der handelsrechtlichen Kapitalrücklage; vgl. Frotscher/Maß, 1997, § 27, Tz. 12.
- 74 Auf obiges Beispiel bezogen ergibt sich zunächst ein Einkommen von $186,66 - 84,16 = 102,50$ für das unverschuldete Unternehmen mit KRL-Ausschüttung (A). Bei EK 25-Ausschüttung reduziert sich dieses um 4,08 Einkommensteuer (B). Bei EK40-Ausschüttung erhöht sich dies wiederum um 3,33 KStM und es ergibt sich ein Einkommen von 101,75 (C). Bei verschuldeten Unternehmen kommt ein Tax Shield von 7,75 hinzu und es ergibt sich ein Einkommen von 109,50 (F). Inklusiv des AE von 0,75 ergibt sich das Einkommen eines verschuldeten Unternehmens, das seine Ausschüttungen aus den KRL vornimmt (D) von 110,25.

- 75 Unter der vereinfachenden Annahme eines ewigen Planungshorizonts.
 76 Vgl. stellvertretend Wagner et al., 2004, S. 894ff.
 77 Dies geschieht durch Einsetzen des Tax Shields in die von Schultze, 2004, abgeleiteten steuer-systemunabhängigen Formeln. Dabei erfolgt kein Einbezug des Ausschüttungsdifferenzeffekts, respektive „Tilgungseffekts“, da er wie im APV-Ansatz nicht dem TS zugeschrieben werden kann. Laitenberger, 2003, kommt daher zu abweichenden Ergebnissen.
 78 Vgl. grundlegend Miles/Ezzell, 1980.
 79 Vgl. grundlegend Wallmeier, 1999; zum Halbeinkünfteverfahren vgl. Schultze, 2004, S. 796ff.

Literatur

- AktG* (2004): Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089). Zuletzt geändert durch Art. 1 Gesetz vom 22.09.2005 (BGBl. I S. 2802).
- Auge-Dickhut, S./Moser, U./Widmann, B.* (2000): Die geplante Reform der Unternehmensbesteuerung – Einfluss auf die Berechnung und die Höhe des Werts von Unternehmen, in: *Finanz Betrieb* 2000, S. 362–371.
- Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J.* (2001): Discounted Cashflow-Verfahren mit Beispiel, in: Peemöller, V. (2001), S. 263–360.
- Ballwieser, W.* (2004): Unternehmensbewertung, Stuttgart 2004.
- Brealey, R. A./Myers, S. C.* (2003): *Principles of Corporate Finance*, 7. Aufl., New York u. a. 2003.
- Coenberg, A. G./Schultze, W.* (1998): Unternehmensbewertung anhand von Entnahme- oder Einzahlungsüberschüssen: Die Discounted Cash Flow-Methode, in: *Matschke/Schildbach* (1998), S. 269–299.
- Dinstuhl, V.* (2002): Discounted Cash-flow-Methoden im Halbeinkünfteverfahren, in: *Finanz Betrieb* 2002, S. 79–90.
- Dötsch, E./Pung, A.* (2000): Steuersenkungsgesetz: Die Änderungen bei der Körperschaftsteuer und Anteilsbesteuerung, in: *DB* 2000, Beilage 10 zu Heft 34/2000.
- Drukarczyk, J.* (2003): Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003.
- Drukarczyk, J./Lobe, S.* (2002): Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren – Probleme individueller und marktorientierter Bewertung steuerlicher Vorteile, in: *BB* 2002, Beilage 6 zu Heft 38/2002, S. 2–9.
- Eisgruber, T./Glass, M.* (2003): Auswirkungen der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens auf die Preise von Kapitalgesellschaften, in: *DStR* 2003, S. 389–396.
- EStG* (2004): Einkommensteuergesetz (EStG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 19. Oktober 2002, in: *BGBl. I*, S. 4210, berichtigt *BGBl. I* 2003 S. 179. Zuletzt geändert durch Art. 1 Gesetz vom 22.12.2005 (*BGBl. I* S. 3683).
- Flutopfersolidaritätsgesetz* (2002): Gesetz zur Änderung steuerrechtlicher Vorschriften und zur Erri- chung eines Fonds „Aufbauhilfe“ (Flutopfersolidaritätsgesetz) vom 19.09.2002, in: *BGBl. I*, S. 3651.
- Frotscher, G./Maas, E.* (1997): *KStG, UmwStG – Praxiskommentar, Ergänzungslieferung* 11/2003.
- GmbHG* (2005): Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung vom 20. April 1892 (*RGBl.* S. 477) in der Fassung der Bekanntmachung vom 20. Mai 1898 (*RGBl.* S. 846). Zuletzt geändert durch Art. 12 Gesetz vom 22.3.2005 (*BGBl. I* S. 837).
- HGB* (2005): Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897 (*RGBl.* S. 219). Zuletzt geändert durch Art. 1 Gesetz vom 03.08.2005 (*BGBl. I* S. 2267).
- Homburg, S./Theisen, M. R.* (2000): Steuersenkungsgesetz: Das gefangene Eigenkapital, in: *DB* 2000, S. 1930–1931.
- Husmann, S./Kruschwitz, L./Löffler, A.* (2002a): Tilgungseffekt und Kapitalherabsetzung, in: *DBW* 2002, S. 559–561.
- Husmann, S./Kruschwitz, L./Löffler, A.* (2002b): Unternehmensbewertung unter deutschen Steuern, in: *DBW* 2002, S. 24–42.

- IDW* (2005): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) (Stand 18.10.2005), in: *WPg* (2005), S. 1303–1322.
- Jäger, B./Lang, F.* (2003): Körperschaftsteuer, 16. Aufl., Achim 2003.
- Jensen, M. C.* (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take-overs, 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.
- Kruschwitz, L.* (2002): Aktuelle Fragen der Unternehmensbewertung, in: http://www.econbiz.de/archiv/b/fub/bank/fragen_un-bewertung.pdf (Stand: 17.12.03)
- Laitenberger, J.* (2002): Tilgungseffekt und Kapitalherabsetzung, in: *DBW* 2002, S. 555–559.
- Laitenberger, J.* (2003): Kapitalkosten, Finanzierungsprämissen und Einkommensteuer, in: *ZfB* 2003, S. 1221–1239.
- Lobe, S.* (2001): Marktbewertung des Steuervorteils der Fremdfinanzierung und Unternehmensbewertung, in: *Finanz Betrieb* 2001, S. 645–652.
- Lohmar, G.* (2001): Körperschaftsteuer unter besonderer Beachtung der Gegebenheiten bei Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften, 8. Aufl., Wiesbaden 2001.
- Löhr, D.* (2001): Bewertung von Kapitalgesellschaften mit dem Zukunftserfolgswert – Auswirkungen des Steuersenkungsgesetzes, in: *BB* 2001, S. 351–357.
- Marx, F. J./Löffler, C.* (2001): Der Einfluss der steuerlichen Eigenkapitalstruktur auf den Unternehmenswert, in: *DB* 2001, S. 1425–1430.
- Miles, J. A./Ezzell J. R.* (1980): The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1980, S. 719–730.
- Miller, M. H./Modigliani, F.* (1961): Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, in: *Journal of Business* 1961, S. 411–435.
- Moxter, A.* (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983.
- Richter, F.* (1996): Die Finanzierungsprämissen des Entity-Ansatzes vor dem Hintergrund des APV-Ansatzes zur Bestimmung von Unternehmenswerten, in: *zfbf* 1996, S. 1076–1096.
- Schiffers, J.* (2000): Steuersenkungsgesetz: Gewinnausschüttungspolitik in der Übergangsphase vom Anrechnungssystem zum Halbeinkünfteverfahren, in: *GmbHR* 2000, S. 901–910.
- Schmidbauer, R.* (2002): Die Berücksichtigung der Steuern in der Unternehmensbewertung – Analyse der Auswirkungen des StSenkG, in: *Finanz Betrieb* 2002, S. 209–220.
- Schüler, A.* (2000): Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren, in: *DStR* 2000, S. 1531–1536.
- Schultze, W.* (2001): Methoden der Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2001.
- Schultze, W.* (2004): Valuation, Tax Shields and the Cost-of-Capital with Personal Taxes: A Framework for Incorporating Taxes, in: *International Journal of Theoretical and Applied Finance (IJTAF)* 2004, S. 769–804.
- Schwetzer, B.* (2005): Halbeinkünfteverfahren und Ausschüttungsäquivalenz – die „Übertypisierung“ der Ertragswertbestimmung, in: *WPg* 2005, S. 601–617.
- Sigloch, J.* (2000): Unternehmenssteuerreform 2001 – Darstellung und ökonomische Analyse, in: *StuW* 2000, S. 160–176.
- StSenkG* (2000): Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (Steuersenkungsgesetz – StSenkG), in: *BGBl. I* 2000, S. 1433.
- Wagner, W./Jonas, M./Ballwieser, W./Tschöpel, A.* (2004): Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertung (IDW S1), in: *WPg* 2004, S. 889–898.
- Wallmeier, M.* (1999): Kapitalkosten und Finanzierungsprämissen, in: *ZfB* 1999, S. 1473–1490.
- Wesselbaum-Neugebauer, C.* (2000): Unternehmenssteuerreform 2001: Auswirkungen der Umstrukturierung der Eigenkapitalgliederung auf die Gesamtsteuerbelastung des Anteilseigners und der ausschüttenden Gesellschaft, in: *DStR* 2000, S. 1896–1902.

Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren: Der Werteeinfluss des steuerlichen Eigenkapitals

Zusammenfassung

Der vorliegende Beitrag integriert die Auswirkungen der steuerlichen Übergangsregelungen vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren in die Discounted Cashflow-Methodik. Die Ergebnisse bestätigen die in der Literatur existierenden Resultate bzgl. des Steuervorteils von Zinsen. Sie präzisieren die darüber hinausgehend diskutierten Tilgungs- und Kapitalherabsetzungseffekte sowohl in ihrer Höhe als auch bzgl. ihrer Handhabung. Die abgeleiteten Bewertungsformeln bestätigen die gegenwärtig diskutierte Relevanz von Einbehaltungen im neuen Steuersystem. Sie bieten so die Grundlage für die Weiterentwicklung der Theorie der Unternehmensbewertung sowie auch für deren Umsetzung in den Bewertungsstandards des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 1).

Valuation: The Influence of the German rules for Taxation of Equity-Distributions

Summary

The German Tax Reform Act of 2000 has had significant influence on the taxation of the income distributed by German corporations. Part of these regulations are rules on how to tax distributions from earnings retained during the period before the new regulations became effective. These rules heavily influence the tax burden on the distributed income and thus the value of these corporations. This paper therefore integrates these regulations into the relevant valuation formulas needed for the application of the Discounted Cash Flow-methodology in Germany.