

Westfälische Wilhelms-Universität Münster  
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät  
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Controlling  
Prof. Dr. Wolfgang Berens  
(<http://www.wiwi.uni-muenster.de/ctrl>)



**Der subjektive und typisierte Steuersatz  
des Anteilseigners in der DCF-Unternehmensbewertung**

unter Berücksichtigung der geplanten  
Zinsabgeltungssteuer nach dem RefE-ZinsAbG

Joachim Strauch, Andrea Wilke \*

Arbeitspapier Nr. 5-1  
April 2003

---

\* Dipl.-Kfm. *Joachim Strauch*, wiss. Mitarbeiter, Münster (e-mail: [11jost@wiwi.uni-muenster.de](mailto:11jost@wiwi.uni-muenster.de));  
Dipl.-Kffr. *Andrea Wilke*, Münster (e-mail: [afwilke@web.de](mailto:afwilke@web.de)).

**Der subjektive und typisierte Steuersatz  
des Anteilseigners in der DCF-Unternehmensbewertung**

unter Berücksichtigung der geplanten  
Zinsabgeltungssteuer nach dem RefE-ZinsAbG

1	Einleitung .....	3
2	Die Discounted-Cash-Flow-Verfahren unter Berücksichtigung von Steuern.....	4
2.1	APV-Ansatz.....	5
2.2	Equity-Ansatz.....	7
2.3	WACC-Ansatz .....	9
3	Herleitung des Steuersatzes des Anteilseigners .....	11
3.1	Subjektiver Steuersatz.....	11
3.1.1	Subjektiver Steuersatz eines Anteilseigners.....	11
3.1.2	Subjektiver Steuersatz mehrerer Anteilseigner.....	15
3.1.2.1	Direkte Methode.....	15
3.1.2.2	Indirekte Methode.....	16
3.2	Typisierter Steuersatz.....	17
4	Sensitivität des Unternehmenswertes gegenüber dem Steuersatz des Anteilseigners .....	19
4.1	Sensitivität des Unternehmenswertes einer Kapitalgesellschaft .....	20
4.1.1	Dividendenbesteuerung der Kapitalmarktrendite: $r_M(1-0,5s_e)$ .....	20
4.1.2	Zinsbesteuerung der Kapitalmarktrendite: $r_M(1-s_e)$ bzw. $r_M(1-0,25)$ .....	21
4.2	Sensitivität des Unternehmenswertes einer Personengesellschaft.....	21
4.2.1	Dividendenbesteuerung der Kapitalmarktrendite: $r_M(1-0,5s_e)$ .....	21
4.2.2	Zinsbesteuerung der Kapitalmarktrendite: $r_M(1-s_e)$ bzw. $r_M(1-0,25)$ .....	22
4.2.3	Zusammenfassung.....	23
5	Fazit .....	24
6	Literatur.....	24

## 1 Einleitung

In der Vergangenheit wurde dem persönlichen Ertragsteuersatz des Anteilseigners in der Unternehmensbewertung i.d.R. eine geringe Bedeutung beigemessen.<sup>1</sup> Dies basierte auf der Annahme, dass sich der Unternehmenswert nach Ertragsteuern auf Anteilseignerebene kaum vom Unternehmenswert vor Ertragsteuern auf Anteilseignerebene unterscheidet.<sup>2</sup> Das IDW empfahl eine Unternehmensbewertung vor persönlicher Einkommensteuer.<sup>3</sup> Untersuchungen in Literatur und Praxis haben jedoch ergeben, dass die Unternehmenswerte vor und nach persönlichen Ertragsteuern erheblich voneinander abweichen können.<sup>4</sup> Das IDW reagierte auf dieses Ergebnis mit der Empfehlung, die persönlichen Ertragsteuern grundsätzlich, d.h. unabhängig vom Bewertungsanlass, bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen.<sup>5</sup>

Zu den Ertragsteuern auf Anteilseignerebene zählen nach derzeit gültigem Recht die Einkommensteuer, ggf. die Kirchensteuer und der Solidaritätszuschlag. Diese werden im Folgenden im Steuersatz des Anteilseigners zusammengefasst. Der Begriff Anteilseigner wird für den Teilhaber eines Unternehmens, der als natürliche Person seine Unternehmensanteile im Privatvermögen hält, verwendet.<sup>6</sup> Das betrachtete Unternehmen kann in der Rechtsform einer Personengesellschaft oder einer Kapitalgesellschaft geführt werden.<sup>7</sup>

Über die Berücksichtigung des Anteilseignersteuersatzes erfährt die Unternehmensbewertung durch das Steuersenkungsgesetz (StSenkG) und das Steuersenkungsergänzungsgesetz (StSenkErgG) sowie das in Form eines Referentenentwurfs vorliegende Zinsabgeltungssteuergesetz (ZinsAbG)<sup>8</sup> Veränderungen. Die wesentlichen Neuerungen sind:

- Definitiv-Körperschaftsteuer i.H.v. 25% (§ 23 Abs. 1 KStG),
- Einführung des Halbeinkünfteverfahrens (§§ 3 Nr. 40, 3c EStG),
- Senkung des Einkommensteuertarifes (§ 32a EStG),
- pauschale Gewerbesteuer-Anrechnung (§ 35 Abs. 1 GewStG) und
- pauschale Zinsbesteuerung i.H.v. 25% (§ 32c EStG nach RefE-ZinsAbG).

Gegenstand der Arbeit ist, den Einfluss des Anteilseignersteuersatzes auf den Wert des Unternehmens (UW) im Sinne des Eigentümerwertes darzustellen. In diesem Zusammenhang soll ebenfalls erörtert werden, welcher Steuersatz als Anteilseignersteuersatz im Rahmen der Unternehmensbewertung Verwendung findet. In Kapitel 2 werden die Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) zur Ermittlung des Unternehmenswertes unter Berücksichtigung

---

<sup>1</sup> Vgl. IDW (1983), S. 477.

<sup>2</sup> Vgl. IDW (1983), S. 477.

<sup>3</sup> Vgl. IDW (1983), S. 478, 478. Im Rahmen eines gesonderten Auftrages konnten in einem zweiten Bewertungsschritt zusätzlich auch Wertfaktoren aus der persönlichen Sphäre dessen, für den die Unternehmensbewertung durchgeführt wurde, berücksichtigt werden.

<sup>4</sup> Vgl. stellvertretend Siepe (1997), S. 2; vgl. zum Begriff des Steuerparadoxons Schneider (1992), S. 246-250.

<sup>5</sup> Vgl. IDW (1997), S. 33; vgl. auch IDW (1998), S. 29, Rz. 95; IDW (2000), S. 829.

<sup>6</sup> Sofern nicht eine andere Annahme zugrunde gelegt wird, wird im Folgenden bei mehreren Anteilseignern ein inländischer und unbeschränkt steuerpflichtiger Referenzanteilseigner unterstellt.

<sup>7</sup> Bei der folgenden Betrachtung bleiben aus Vereinfachungsgründen weitere Rechtsformen unberücksichtigt. Den Großteil der Unternehmen in Deutschland machen mit 83,3% Personengesellschaften aus, wobei die Einzelunternehmen mit 71,1% stark überwiegen. Im Gegensatz dazu existieren nur wenige Kapitalgesellschaften (15,5%), von denen auf alle Rechtsformen bezogen insgesamt nur 0,1% in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft (AG) bestehen. Der Großteil der Kapitalgesellschaften (14,9%) agiert in der Rechtsform der GmbH. Vgl. Statistisches Bundesamt (2000), S. 47.

<sup>8</sup> Vgl. Referentenentwurf des Gesetzentwurfs der Bundesregierung vom 17.03.2003.

der Einbeziehung des Anteilseignersteuersatzes dargestellt. Im 3. Kapitel wird der Steuersatz des Anteilseigners näher betrachtet. Dabei wird zwischen einem bzw. mehreren subjektiven Steuersätzen und einem typisierten Steuersatz unterschieden. Die Abhängigkeit des Unternehmenswertes vom Anteilseignersteuersatz wird in Kapitel 4 untersucht.

## 2 Die Discounted-Cash-Flow-Verfahren unter Berücksichtigung von Steuern

Der APV-Ansatz, der WACC-Ansatz und der Equity-Ansatz zählen zu den Gesamtbewertungsverfahren, wonach sich der Unternehmenswert aus dem Zusammenwirken aller Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden ergibt.<sup>9</sup> Werden die gleichen Bewertungsannahmen bzw. Bewertungsvereinfachungen der Unternehmenswertermittlung zugrunde gelegt, führen alle drei Verfahren prinzipiell zum gleichen Unternehmenswert.<sup>10</sup>

Die folgenden Ausführungen basieren aus Vereinfachungsgründen auf folgenden Annahmen:

- das betrachtete Unternehmen erzielt nur inländische Einkünfte,
- das betrachtete Unternehmen ist nicht in einen Konzern eingebunden,
- die finanziellen Überschüsse können und werden voll ausgeschüttet,
- alle Zinsaufwendungen werden als gewerbesteuerliche Dauerschulden klassifiziert,
- weitere Hinzurechnungen und Kürzungen bleiben unberücksichtigt,
- der steuerliche Vorteil aus der Fremdfinanzierung ist sicher,
- der Anteilseigner ist eine im Inland ansässige, unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person, die ihre Unternehmensanteile im Privatvermögen hält,
- der Fremdkapitalkostensatz  $r_f$  entspricht der erwarteten Rendite für (fiktiv) risikolose Eigenkapitaltitel  $i$ ,
- die Ermittlung der Eigenkapitalkosten  $r_{EK}$  erfolgt auf Basis des CAPM.<sup>11</sup>

Die einzelnen DCF-Verfahren werden anhand eines Beispiels im Rentenmodell mit folgenden Annahmen veranschaulicht:<sup>12</sup>

FÜ = 1.946,5	$r_f = 7\%$	FK = 2.550	$s_g = 16,67\%$	$s_k = 25\%$
$s_e = 35\%$	$\beta^u = 1,2$	$r_M = 11,02\%$		
FÜ = finanzieller Überschuss	$r_f$ = Fremdkapitalkostensatz			
FK = Fremdkapital	$s_g$ = Gewerbesteuersatz			
$s_k$ = Körperschaftsteuersatz	$s_e$ = Ertragsteuersatz des Anteilseigners			
$r_M$ = Kapitalmarktrendite	$\beta^u$ = Beta des unverschuldeten Unternehmens			

<sup>9</sup> Vgl. IDW (2000), S. 837, Tz. 124 und S. 828, Tz. 18f.

<sup>10</sup> Vgl. IDW (2000), S. 835, Tz. 107.

<sup>11</sup> Vgl. Ballwieser (1998), S. 82-84; Ring/Castedello/Schlumberger (2000), S. 360. Bei Ring/Castedello/Schlumberger ist zu beachten, dass die Gewerbesteuerlast bereits bei den Cash-Flows berücksichtigt wird.

<sup>12</sup> In Anlehnung an Dinstuhl (2002), S. 85.

## 2.1 APV-Ansatz

Im Rahmen des APV-Ansatzes<sup>13</sup> wird der UW indirekt als Differenz aus dem Gesamtkapitalwert des verschuldeten Unternehmens  $GK^v$  und dem Marktwert des Fremdkapitals  $FK$  ermittelt.<sup>14</sup> Dabei ergibt sich der Gesamtkapitalwert des verschuldeten Unternehmens  $GK^v$  als Summe aus dem Gesamtkapitalwert des unverschuldeten Unternehmens  $GK^u$  und dem Wertbeitrag aus der steuerlichen Privilegierung der Verschuldung (Tax Shield, TS). Um den Gesamtkapitalwert des unverschuldeten Unternehmens  $GK^u$  zu erhalten, werden die um Steuern gekürzten Free Cash Flows (FCF) mit dem Eigenkapitalkostensatz des fiktiv unverschuldeten Unternehmens  $r_{EK}^u$  diskontiert. Die FCF stellen diejenigen finanziellen Überschüsse dar, die allen Kapitalgebern unter Beachtung der gesellschaftsrechtlichen Ausschüttungsgrenzen zur Verfügung stehen, d.h. nach Investitionen und Unternehmenssteuern, aber vor Zinsen. Das TS entspricht dem Barwert des steuerlichen Vorteils, den ein verschuldetes Unternehmen aufgrund der Abzugsfähigkeit der FK-Zinsen besitzt.

### Kapitalgesellschaft

Der Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung setzt sich bei Betrachtung einer Kapitalgesellschaft aus vier Komponenten zusammen:<sup>15</sup>

1. Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung bei der Gewerbesteuer  $SV_g$ :

$$SV_g = 0,5s_g \cdot r_f \cdot FK \quad (1)$$

Der Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung bei der Gewerbesteuer ergibt sich aus der hälftigen Abzugsfähigkeit der FK-Zinsen (= Dauerschuldzinsen) bei der Berechnung der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage gemäß § 8 Nr. 1 GewStG.

2. Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung bei der Körperschaftsteuer  $SV_k$ :

$$SV_k = (1 - 0,5s_g)s_k \cdot r_f \cdot FK \quad (2)$$

Die Abzugsfähigkeit der Gewerbesteuer als Betriebsausgabe von der körperschaftsteuerlichen Bemessungsgrundlage gemäß § 8 Abs. 1 KStG i.V.m. § 4 Abs. 4 EStG wird durch den Term  $(1 - 0,5s_g)$  berücksichtigt.

3. Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung bei der Besteuerung von Dividenden  $SV_e$ :

$$SV_e = [1 - (0,5s_g + (1 - 0,5s_g)s_k)] \cdot r_f \cdot FK \cdot 0,5s_e \quad (3)$$

Gemäß § 3 Nr. 40 EStG unterliegen Dividenden beim Anteilseigner nur der hälftigen Einkommensbesteuerung.

<sup>13</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden IDW (2000), S. 838, Tz. 137f.; Dinstuhl (2002), S. 84f.

<sup>14</sup> Vgl. IDW (2000), S. 835, Tz. 105.

<sup>15</sup> In Anlehnung an Dinstuhl (2002), S. 82.

4. Steuernachteil bei der Besteuerung von FK-Zinsen auf Anteilseignerebene SN:

$$SN = 0,25 \cdot r_f \cdot FK \quad (4)$$

Werden die vier Komponenten zusammengefasst, erhält man den Nettovorteil einer Kapitalgesellschaft aus der Fremdfinanzierung  $NSV_{KapG}$ :

$$NSV_{KapG} = [(0,5s_g + (1 - 0,5s_g)s_k) \cdot (1 - 0,5s_e) + 0,5s_e - 0,25] \cdot r_f \cdot FK = tsm_{KapG} \cdot r_f \cdot FK \quad (5)$$

mit

$tsm_{KapG}$  = Tax-Shield-Multifaktor

Bei der Ermittlung des TS wird als Diskontierungszinssatz der Fremdkapitalzinssatz  $r_f$  angesetzt. Demnach ergibt sich der UW einer Kapitalgesellschaft nach dem APV-Ansatz wie folgt:

$$UW_{KapG} = GK^u + TS - FK = \frac{(F\ddot{U} + r_f \cdot FK)(1 - s_g)(1 - s_k)(1 - 0,5s_e)}{r_{EK}^u} + \frac{tsm_{KapG} \cdot r_f \cdot FK}{r_f(1 - 0,25)} - FK$$

$$UW_{KapG} = \frac{FCF_{KapG}(1 - 0,5s_e)}{r_{EK}^u} + \frac{tsm_{KapG} \cdot FK}{1 - 0,25} - FK \quad (6)$$

mit

$$r_{EK}^u = r_f(1 - 0,25) + \beta^u[r_M(1 - 0,5s_e) - r_f(1 - 0,25)] \quad (7)$$

In Formel (7) wird angenommen, dass die Kapitalmarktrendite  $r_M$  als Aktienrendite definiert ist und folglich bei einer natürlichen Person zu einer hälftigen Besteuerung  $[r_M(1 - 0,5s_e)]$  führt.<sup>16</sup> Wird hingegen unterstellt, dass die Kapitalmarktrendite sich als Rendite aus Finanzanlagen am Kapitalmarkt ergibt, wird sie mit der Abgeltungssteuer i.H.v. 25% besteuert  $[r_M(1 - 0,25)]$ .

## Personengesellschaft

Im Gegensatz zu der Betrachtung einer Kapitalgesellschaft besitzt eine Personengesellschaft<sup>17</sup> einen abgeänderten Tax-Shield-Multifaktor  $tsm_{PersG}$ :

$$NSV_{PersG} = 0,5s_g \cdot r_f \cdot FK + (1 - 0,5s_g)(s_e - 1,8 \cdot m) \cdot r_f \cdot FK - 0,25 \cdot r_f \cdot FK$$

$$NSV_{PersG} = [0,5s_g + (1 - 0,5s_g)(s_e - 1,8 \cdot m) - 0,25] \cdot r_f \cdot FK$$

$$NSV_{PersG} = tsm_{PersG} \cdot r_f \cdot FK \quad (8)$$

mit

$m$  = Gewerbesteuermesszahl

Die Änderung ergibt sich erstens dadurch, dass eine Personengesellschaft nicht der Körperschaftsteuer unterliegt, womit der Steuervorteil  $SV_k$  entfällt. Zweitens unterliegen die zusätzlichen finanziellen Überschüsse aus der Fremdfinanzierung beim Anteilseigner einer anderen

<sup>16</sup> Vgl. hierzu Ring/Castedello/Schlumberger (2000), S. 360; vgl. auch IDW (2000), S. 838, Tz. 136.

<sup>17</sup> Die folgenden Ausführungen zur Personengesellschaft sind exakt auf ein Einzelunternehmen übertragbar.

Besteuerung (2. Term in Formel (8)). Dabei ist insbesondere die pauschale Gewerbesteueranrechnung i.H. des Gewerbesteuermessbetrages gemäß § 35 Abs. 1 EStG zu berücksichtigen. Für die Ermittlung des UW einer Personengesellschaft gilt die analoge Vorgehensweise zu Formel (6), wobei  $tsm_{KapG}$  durch  $tsm_{PersG}$  ersetzt wird, und die Besteuerung der finanziellen Überschüsse an die Gegebenheiten bei Personengesellschaften angepasst werden muss:

$$UW_{PersG} = \frac{(F\ddot{U} + r_f \cdot FK)(1 - s_g)(1 - s_e + 1,8 \cdot m)}{r_{EK}^u} + \frac{tsm_{PersG} \cdot r_f \cdot FK}{r_f (1 - 0,25)} - FK$$

$$UW_{PersG} = \frac{FCF_{PersG}(1 - s_e + 1,8 \cdot m)}{r_{EK}^u} + \frac{tsm_{PersG} \cdot FK}{1 - 0,25} - FK \quad (9)$$

Für das Beispiel ergibt sich somit folgender UW für eine Kapitalgesellschaft bzw. Personengesellschaft unter der Annahme, dass für die Kapitalmarkttrendite  $r_M(1-0,5s_e)$  gilt<sup>18</sup>:

$$UW_{KapG} = \frac{2.125(1 - 0,1667)(1 - 0,25)(1 - 0,5 \cdot 0,35)}{0,10} + \frac{0,1828228 \cdot 2.550}{1 - 0,25} - 2.550 = 9.183,99$$

$$UW_{PersG} = \frac{2.125(1 - 0,1667)(1 - 0,35 + 1,8 \cdot 0,05)}{0,10} + \frac{0,071679 \cdot 2.550}{1 - 0,25} - 2.550 = 10.983,68$$

Unter der Annahme, dass für die Kapitalmarkttrendite  $r_M(1-0,25)$  gilt, ergibt sich folgender UW für eine Kapitalgesellschaft bzw. Personengesellschaft:

$$UW_{KapG} = \frac{2.125(1 - 0,1667)(1 - 0,25)(1 - 0,5 \cdot 0,35)}{0,08868} + \frac{0,1828228 \cdot 2.550}{1 - 0,25} - 2.550 = 10.426,80$$

$$UW_{PersG} = \frac{2.125(1 - 0,1667)[1 - 0,35 + 1,8 \cdot 0,05]}{0,08868} + \frac{0,071679 \cdot 2.550}{1 - 0,25} - 2.550 = 12.470,03$$

## 2.2 Equity-Ansatz

Nach dem Equity-Ansatz<sup>19</sup> wird im Gegensatz zum APV-Ansatz und zum WACC-Ansatz der UW direkt in einem Schritt aus den an den Anteilseigner fließenden finanziellen Überschüssen ermittelt (Nettokapitalisierung). Der UW ergibt sich aus den mit den Eigenkapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens  $r_{EK}^v$  diskontierten Netto-Cash-flows (NCF). Beim Equity-Ansatz ist zu beachten, dass die NCF um die Zahlungen an die Fremdkapitalgeber gekürzt werden, da direkt ein verschuldetes Unternehmen betrachtet wird. Im Rentenmodell gilt für eine Kapitalgesellschaft:

$$UW_{KapG} = \frac{[F\ddot{U} - (F\ddot{U} + 0,5 \cdot r_f \cdot FK)s_g] \cdot [1 - s_k - (1 - s_k) \cdot 0,5 \cdot s_e]}{r_{EK}^v} \quad (10)$$

<sup>18</sup> Um Kapitalgesellschaften und Personengesellschaften vergleichen zu können, wird für die Gewerbesteuermesszahl  $m = 5\%$  gemäß § 11 Abs. 2 GewStG unterstellt.

<sup>19</sup> Vgl. IDW (2000), S. 838, Tz. 139.

$$r_{EK}^v = r_f(1-0,25) + \beta^v[r_M(1-0,5s_e) - r_f(1-0,25)] \text{ bzw.}$$

$$r_{EK}^v = r_f(1-0,25) + \beta^v[r_M(1-s_e) - r_f(1-0,25)] \quad (11)$$

$$\beta^v = \left[1 + \left(1 - \frac{t_{sm_{KapG}}}{1-0,25}\right) \frac{FK}{UW_{KapG}}\right] \cdot \beta^u \quad (12)$$

Durch Einfügen von (12) in (11) und (11) wiederum in (10) sowie Auflösen nach  $UW_{KapG}$  erhält man (10’):

$$UW_{KapG} = \frac{[F\ddot{U} - (F\ddot{U} + 0,5 \cdot r_f \cdot FK)s_g] \cdot [1 - s_k - (1 - s_k) \cdot 0,5 \cdot s_e] + \left(1 - \frac{t_{sm_{KapG}}}{1-0,25}\right) \cdot FK \cdot \beta^u \cdot [r_f(1-0,25) - r_M(1-0,5s_e)]}{r_f(1-0,25) + \beta^u[r_M(1-0,5s_e) - r_f(1-0,25)]} \quad (10')$$

Für eine Personengesellschaft wird der UW im Rentenmodell folgendermaßen ermittelt:

$$UW_{PersG} = \frac{[F\ddot{U} - (F\ddot{U} + 0,5 \cdot r_f \cdot FK)s_g] \cdot (1 - s_e + 1,8 \cdot m)}{r_{EK}^v} \quad (13)$$

$$\beta^v = \left[1 + \left(1 - \frac{t_{sm_{PersG}}}{1-0,25}\right) \frac{FK}{UW_{PersG}}\right] \cdot \beta^u \quad (14)$$

Durch Einsetzen von (14) in (11) und (11) wiederum in (13) sowie Auflösen nach  $UW_{PersG}$  erhält man (13’):

$$UW_{PersG} = \frac{[F\ddot{U} - (F\ddot{U} + 0,5 \cdot r_f \cdot FK)s_g] \cdot (1 - s_e + 1,8 \cdot m) + \left(1 - \frac{t_{sm_{PersG}}}{1-0,25}\right) \cdot FK \cdot \beta^u \cdot [r_f(1-0,25) - r_M(1-0,5s_e)]}{r_f(1-0,25) + \beta^u[r_M(1-0,5s_e) - r_f(1-0,25)]} \quad (13')$$

Für das Beispiel lassen sich die UW berechnen [für  $r_M(1-0,5s_e)$ ]:

$$\begin{aligned} UW_{KapG} &= \frac{994,42 + \left(1 - \frac{0,1828228}{1-0,25}\right) \cdot 2.550 \cdot 1,2 \cdot [0,07 \cdot (1-0,25) - 0,1102 \cdot (1-0,5 \cdot 0,35)]}{0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,5 \cdot 0,35) - 0,07 \cdot (1-0,25)]} = \frac{905,52}{0,098598} \\ &= 9.183,99 \\ UW_{PersG} &= \frac{1.189,28 + \left(1 - \frac{0,071679}{1-0,25}\right) \cdot 2.550 \cdot 1,2 \cdot [0,07 \cdot (1-0,25) - 0,1102 \cdot (1-0,5 \cdot 0,35)]}{0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,5 \cdot 0,35) - 0,07 \cdot (1-0,25)]} = \frac{1.082,97}{0,098598} \\ &= 10.983,68 \end{aligned}$$

Unter der Annahme, dass für die Kapitalmarktrendite  $r_M(1-0,25)$  gilt, ergeben sich diese UW:

$$\begin{aligned}
 UW_{\text{KapG}} &= \frac{994,42 + \left(1 - \frac{0,1828228}{1-0,25}\right) \cdot 2.550 \cdot 1,2 \cdot [0,07 \cdot (1-0,25) - 0,1102 \cdot (1-0,25)]}{0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,25) - 0,07 \cdot (1-0,25)]} = \frac{924,65}{0,08868} \\
 &= 10.426,80 \\
 UW_{\text{PersG}} &= \frac{1.189,28 + \left(1 - \frac{0,071679}{1-0,25}\right) \cdot 2.550 \cdot 1,2 \cdot [0,07 \cdot (1-0,25) - 0,1102 \cdot (1-0,25)]}{0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,25) - 0,07 \cdot (1-0,25)]} = \frac{1.105,84}{0,08868} \\
 &= 12.470,03
 \end{aligned}$$

Somit wird ein UW nach dem Equity-Ansatz ermittelt, der dem UW nach dem APV-Ansatz entspricht. Im folgenden Abschnitt 2.3 wird gezeigt, dass die Vorgehensweise nach dem WACC-Ansatz ebenfalls zum selben UW führt.

### 2.3 WACC-Ansatz

Ebenso wie der APV-Ansatz greift der WACC-Ansatz auf das Prinzip der Bruttokapitalisierung zurück, indem der UW indirekt als Differenz aus Gesamtkapitalwert eines verschuldeten Unternehmens  $GK^V$  und Marktwert des Fremdkapitals  $FK$  ermittelt wird. Im Unterschied zum APV-Ansatz ergibt sich  $GK^V$  direkt aus den FCF, die mit den gewogenen Kapitalkosten  $k_{WACC}$  diskontiert werden. Die gewogenen Kapitalkosten  $k_{WACC}$  setzen sich aus den Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens  $r_{EK}^V$ , den Fremdkapitalkosten  $r_f$  und dem Verhältnis von Marktwert des Eigenkapitals/Fremdkapitals  $EK$  bzw.  $FK$  zum Gesamtkapitalwert  $GK^V$  zusammen. Der UW einer Kapitalgesellschaft lässt sich somit folgendermaßen herleiten:

$$UW_{\text{KapG}} = \frac{(FÜ + r_f \cdot FK)(1-s_g)(1-s_k)(1-0,5s_e)}{k_{WACC, \text{KapG}}} - FK = \frac{FCF(1-0,5s_e)}{k_{WACC, \text{KapG}}} - FK \quad (15)$$

$$k_{WACC, \text{KapG}} = r_{EK}^V \cdot \frac{EK}{GK^V} + r_f(1-0,25) \cdot \left(1 - \frac{t_{sm_{\text{KapG}}}}{1-0,25}\right) \cdot \frac{FK}{GK^V} = r_{EK}^u \left(1 - \frac{t_{sm_{\text{KapG}}}}{1-0,25} \cdot \frac{FK}{GK^V}\right) \quad (16)$$

Durch Einsetzen von (16) in (15) und Auflösen nach  $UW_{\text{KapG}}$  folgt (15')

$$UW_{\text{KapG}} = \frac{(FÜ + r_f \cdot FK)(1-s_g)(1-s_k)(1-0,5s_e) + \left(r_f(1-0,25) + \beta^u [r_M(1-0,5s_e) - r_f(1-0,25)]\right) \cdot \frac{t_{sm_{\text{KapG}} \cdot FK}}{1-0,25}}{r_f(1-0,25) + \beta^u [r_M(1-0,5s_e) - r_f(1-0,25)]} - FK \quad (15')$$

Für eine Personengesellschaft wird der UW nach den Formeln (17) und (18) ermittelt:

$$UW_{\text{PersG}} = \frac{(FÜ + r_f \cdot FK)(1-s_g)(1-s_e + 1,8 \cdot m)}{k_{WACC, \text{PersG}}} - FK = \frac{FCF(1-s_e + 1,8 \cdot m)}{k_{WACC, \text{PersG}}} - FK \quad (17)$$

$$k_{WACC, PersG} = r_{EK}^v \cdot \frac{EK}{GK^v} + r_f(1-0,25) \cdot \left(1 - \frac{t_{sm_{PersG}}}{1-0,25}\right) \cdot \frac{FK}{GK^v} = r_{EK}^u \left(1 - \frac{t_{sm_{PersG}}}{1-0,25} \cdot \frac{FK}{GK^v}\right) \quad (18)$$

Durch Einsetzen von (18) in (17) und Auflösen nach  $UW_{PersG}$  folgt (17'):

$$UW_{KapG} = \frac{(F\ddot{U} + r_f \cdot FK)(1-s_g)(1-s_e + 1,8 \cdot m) + \left(r_f(1-0,25) + \beta^u[r_M(1-0,5s_e) - r_f(1-0,25)]\right) \cdot \frac{t_{sm_{PersG}} \cdot FK}{1-0,25}}{r_f(1-0,25) + \beta^u[r_M(1-0,5s_e) - r_f(1-0,25)]} - FK \quad (17')$$

Daraus folgt für das Beispiel für  $r_M(1-0,5s_e)$ :

$$UW_{KapG} = \frac{1.095,66 + (0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,5 \cdot 0,35) - 0,07 \cdot (1-0,25)]) \cdot \frac{0,1828228 \cdot 2.550}{1-0,25}}{0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,5 \cdot 0,35) - 0,07 \cdot (1-0,25)]} - 2.550$$

$$= \frac{1.156,95}{0,098598} - 2.550 = 9.183,99$$

$$UW_{PersG} = \frac{1.310,36 + (0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,5 \cdot 0,35) - 0,07 \cdot (1-0,25)]) \cdot \frac{0,071679 \cdot 2.550}{1-0,25}}{0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,5 \cdot 0,35) - 0,07 \cdot (1-0,25)]} - 2.550$$

$$= \frac{1.334,39}{0,098598} - 2.550 = 10.983,68$$

Für  $r_M(1-0,25)$  gilt im Beispiel:

$$UW_{KapG} = \frac{1.095,66 + (0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,25) - 0,07 \cdot (1-0,25)]) \cdot \frac{0,1828228 \cdot 2.550}{1-0,25}}{0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,25) - 0,07 \cdot (1-0,25)]} - 2.550$$

$$= \frac{1.150,78}{0,08868} - 2.550 = 10.426,80$$

$$UW_{KapG} = \frac{1.310,36 + (0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,25) - 0,07 \cdot (1-0,25)]) \cdot \frac{0,071679 \cdot 2.550}{1-0,25}}{0,07 \cdot (1-0,25) + 1,2 \cdot [0,1102 \cdot (1-0,25) - 0,07 \cdot (1-0,25)]} - 2.550$$

$$= \frac{1.331,97}{0,08868} - 2.550 = 12.470,03$$

Somit wird immer derselbe UW auf Basis der verschiedenen DCF-Verfahren errechnet: Für eine Kapitalgesellschaft gilt unter der Annahme  $r_M(1-0,5s_e)$   $UW_{KapG} = 9.183,99$  bzw. unter der Annahme  $r_M(1-0,25)$   $UW_{KapG} = 10.426,80$  und für eine Personengesellschaft gilt  $UW_{PersG} = 10.983,68$  bzw.  $UW_{PersG} = 12.470,03$ . Da der Steuersatz des Anteilseigners bei der Bewertung eines Unternehmens zu berücksichtigen ist, werden im folgenden Kapitel 3 Überlegungen zum anzusetzenden Steuersatz selbst angestellt.

### 3 Herleitung des Steuersatzes des Anteilseigners

Im Rahmen der Unternehmensbewertung wird nicht „der richtige Wert eines Unternehmens“ ermittelt.<sup>20</sup> Vielmehr erfolgt die Bewertung eines Unternehmens auf Grundlage des mit der Unternehmensbewertung verfolgten Zweckes (Zweckabhängigkeit der Bewertung).<sup>21</sup> Daraus folgt, dass zum selben Zeitpunkt der Wert desselben Unternehmens in Abhängigkeit vom Bewertungszweck variieren kann. Der Bewertungszweck ist eng mit dem konkreten Bewertungsanlass verbunden.<sup>22</sup> Hinsichtlich desselben Bewertungsanlasses können unterschiedliche Bewertungszwecke verfolgt werden.<sup>23</sup> Die Bewertung eines Unternehmens hängt somit vom Bewertungszweck und nicht vom Bewertungsanlass ab. Folglich bestimmt sich auch der bei der Unternehmensbewertung anzusetzende Steuersatz des Anteilseigners nach dem verfolgten Bewertungszweck. Es können - in Abhängigkeit des Informationsstands über die persönlichen Steuerverhältnisse - ein subjektiver Steuersatz eines oder mehrerer Anteilseigner (Abschnitt 3.1) und ein typisierter Steuersatz (Abschnitt 3.2) zur Anwendung kommen.

#### 3.1 Subjektiver Steuersatz

##### 3.1.1 Subjektiver Steuersatz eines Anteilseigners

Grundsätzlich kann der subjektive Steuersatz des Anteilseigners bei der Ermittlung von Entscheidungswerten angesetzt werden. Im Rahmen der neutralen Gutachtertätigkeit (Ermittlung von objektivierten Werten) besitzen subjektive Wertfaktoren keine Bedeutung, da diese Vorgehensweise auf einem unparteiischen Ansatz basiert.<sup>24</sup> Der subjektive Steuersatz eines Anteilseigners stellt den Steuersatz dar, der die Steuerbelastung in Abhängigkeit von den jeweiligen Einkommensverhältnissen wiedergibt.<sup>25</sup> Er entspricht somit nicht einem typisierten Steuersatz, der im Durchschnitt die Verhältnisse eines im Inland ansässigen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners, der die Gesellschaftsanteile im Privatvermögen hält, darstellt.<sup>26</sup> Bei der Ermittlung des subjektiven Steuersatzes werden das gesamte Welteinkommen<sup>27</sup> und die tatsächlichen steuerlichen Verhältnisse im In- und Ausland berücksichtigt, falls ausländische Einkünfte vorliegen.<sup>28</sup> Liegen ausländische Einkünfte vor, sind die entsprechenden Steuervorschriften des relevanten Landes sowie eventuelle Doppelbesteuerungsabkommen zur Vermeidung der doppelten Besteuerung von Einkünften zu berücksichtigen.<sup>29</sup> Der Steuersatz des An-

---

<sup>20</sup> Vgl. Schultze (2001), S. 5.

<sup>21</sup> Vgl. Mandl/Rabel (1997), S. 9. Konkret zu den einzelnen Bewertungszwecken, die in einzelne Funktionen unterteilt werden können, vgl. ebenfalls Mandl/Rabel (1997), S. 15-23 und Schultze (2001), S. 7-10.

<sup>22</sup> Vgl. Mandl/Rabel (1997), S. 12. Konkret zu den einzelnen Bewertungsanlässen vgl. Schultze (2001), S. 5-7.

<sup>23</sup> Vgl. Mandl/Rabel (1997), S. 23.

<sup>24</sup> Vgl. hierzu Schultze (2001), S. 10-12.

<sup>25</sup> Vgl. IDW (2000), S. 831, Tz. 63. Der Anteilseigner kann sowohl im In- als auch im Ausland ansässig sein. Die Ermittlung des subjektiven Steuersatzes erfolgt immer aus seiner persönlichen Sichtweise.

<sup>26</sup> Vgl. IDW (2000), S. 830, Tz. 51.

<sup>27</sup> Das Welteinkommen umfasst das gesamte Einkommen im In- und Ausland (Universalprinzip); vgl. hierzu Scheffler (2001), S. 39. Wird ein ausländischer Anteilseigner betrachtet, muss der Anteilseigner im Ausland nicht mit seinem gesamten Welteinkommen der Besteuerung unterliegen. Welche Einkünfte im Ausland der Besteuerung unterliegen, hängt von den dort geltenden Steuervorschriften ab.

<sup>28</sup> Dieses gilt unabhängig davon, ob der Anteilseigner Inländer oder Ausländer ist.

<sup>29</sup> Aufgrund der Komplexität und der Vielzahl der möglichen ausländischen Steuervorschriften und Doppelbesteuerungsabkommen wird im Folgenden auf die konkrete Einbeziehung ausländischer Einkünfte inländischer natürlicher Personen sowie auf die Einbeziehung ausländischer Anteilseigner verzichtet.

teilseigners setzt sich aus dem Einkommensteuersatz, ggf. dem Kirchensteuersatz (i.d.R. 8% bzw. 9%)<sup>30</sup> und dem Solidaritätszuschlag (5,5%) zusammen. Der Ertragsteuermultifaktor  $s_e$  einer natürlichen Person, die mit ihren Einkünften nicht der Kirchensteuer unterliegt, ergibt sich wie folgt:

$$s_e = s_p(1 + s_{\text{SolZ}}) \quad (19)$$

mit

$s_p$  = persönlicher Einkommensteuersatz des Anteilseigners

$s_{\text{SolZ}}$  = Solidaritätszuschlag

Unterliegt der Anteilseigner mit seinen Einkünften der Kirchensteuer, ist im Ertragsteuermultifaktor des Anteilseigners gemäß § 10 Abs. 1 Nr. 4 EStG die Abzugsfähigkeit der Kirchensteuer als Sonderausgabe von der Einkommensteuerbemessungsgrundlage und folglich auch indirekt von ihrer eigenen Bemessungsgrundlage zu berücksichtigen. Innerhalb der Proportionalzone<sup>31</sup> des Einkommensteuertarifes<sup>32</sup> beträgt der Ertragsteuermultifaktor des Anteilseigners  $s_e$ :

$$s_e = \frac{s_p(1 + s_{ki} + s_{\text{SolZ}})}{1 + s_p \cdot s_{ki}} \quad (20)$$

mit

$s_{ki}$  = Kirchensteuersatz

Da im Rahmen der Unternehmensbewertung auf zukünftige Zahlungen abzustellen ist, werden zukünftige Steuersätze benötigt. Auch wenn der Unternehmensbewertung gleichbleibend hohe finanzielle Überschüsse zugrunde gelegt werden, können die Steuersätze jährlich variieren, da der Anteilseignersteuersatz neben den Einkünften aus dem betrachteten Unternehmen (bei Kapitalgesellschaften = Einkünfte aus Kapitalvermögen gemäß § 20 EStG; bei Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen = Einkünfte aus Gewerbebetrieb gemäß § 15 EStG) zusätzlich von den übrigen zukünftigen Einkünften des Anteilseigners abhängt.<sup>33</sup> Aus Vereinfachungsgründen kann jedoch für jede Periode derselbe Steuersatz angesetzt werden, der einen durchschnittlichen Steuersatz darstellt. Dieser basiert auf Vergangenheitswerten und berücksichtigt erkennbare zukünftige Gegebenheiten, die sich auf den Steuersatz auswirken (z.B. der Verkauf eines Anteils an einem anderen Unternehmen, Gesetzesänderungen oder eine Eheschließung mit anschließender Berücksichtigung der Splittingtabelle).<sup>34</sup> Die Vergangenheitswerte müssen um außerordentliche Einflüsse bereinigt werden. Die Anzahl der einbezogenen Vergangenheitswerte sollte nicht zu klein ausfallen, um mögliche über mehrere Jahre hinweg vorliegende Schwankungen des Steuersatzes auszugleichen. Eventuell kann bei der Gewich-

<sup>30</sup> Vgl. Scheffler (2001), S. 220.

<sup>31</sup> Im Progressionsbereich des Einkommensteuertarifes lassen sich die Interdependenzen zwischen Einkommensteuer und Kirchensteuer am einfachsten durch ein Iterationsverfahren erfassen.

<sup>32</sup> Die Proportionalzone des Einkommensteuertarifes beginnt gemäß § 32a Abs. 1 EStG i.V.m. § 52 Abs. 41 EStG ab einem zu versteuernden Einkommen von 52.293 Euro im VAZ 2004 und von 52.152 Euro ab VAZ 2005.

<sup>33</sup> Zur Ermittlung des zu versteuernden Einkommens vgl. § 2 EStG und R 3 EStR.

<sup>34</sup> Als Grundlage der Prognose kann z.B. das arithmetische Mittel verwendet werden:  $s_e^d = \frac{\sum_{t=1}^n s_{e,t}}{n}$  mit  $s_{e,t}$  = Ertragsteuersatz des Anteilseigners in der Periode t.

tung der Vergangenheitswerte im Rahmen der Ermittlung eines durchschnittlichen Steuersatzes den jüngeren Vergangenheitswerten ein größeres Gewicht beigelegt werden, da sie näher am Zeitpunkt der Prognose liegen. Bei in der Vergangenheit erkennbaren und sich in der Zukunft fortsetzenden Trends kann eine Trendfortschreibung ratsam sein.

Fraglich ist, ob für den subjektiven Anteilseignersteuersatz ein Grenzsteuersatz bzw. Differenzsteuersatz oder ein Durchschnittsteuersatz anzusetzen ist.<sup>35</sup> Der Durchschnittsteuersatz  $s_e^D$  entspricht dem durchschnittlichen Steuerbetrag, mit dem die Bemessungsgrundlage belastet ist. Der Grenzsteuersatz bzw. Differenzsteuersatz  $s_e^G$  entspricht dem Steuersatz, mit dem die Veränderung der Bemessungsgrundlage besteuert wird. D.h., er gibt die Steuerschuld an, die aus einer Erhöhung der Bemessungsgrundlage resultiert. Im mathematischen Sinne stellt der Grenzsteuersatz die erste Ableitung des Steuertarifes dar. Beim Grenzsteuersatz wird eine infinitesimal kleine Veränderung der Bemessungsgrundlage betrachtet, wohingegen dem Differenzsteuersatz eine größere Veränderung der Bemessungsgrundlage zugrunde liegt. Der Grenzsteuersatz liegt sowohl in der Progressionszone als auch in der Proportionalzone über dem Durchschnittsteuersatz. Der Durchschnittsteuersatz nähert sich in der Proportionalzone mit zunehmendem zu versteuernden Einkommen dem Grenzsteuersatz an, ohne ihn zu erreichen.

Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist ein Differenzsteuersatz anzusetzen, da die einzelnen Varianten des DCF-Verfahrens auf dem Kapitalwertmodell beruhen. Beim Kapitalwertmodell werden die finanziellen Überschüsse, die aus der betrachteten Investition (dem betrachteten Unternehmen) zufließen, mit den finanziellen Überschüssen aus der alternativen Anlage verglichen. Wenn ein positiver Wert für den Kapitalwert ermittelt wird, ist die betrachtete Investition vorteilhaft. Ergibt sich ein Kapitalwert von Null, sind die betrachtete Investition und die alternative Anlage gleich vorteilhaft (Indifferenz). Die Ermittlung eines Kapitalwertes beinhaltet einen Vorteilhaftigkeitsvergleich, der auf der Betrachtung von Differenzen beruht. Die Differenzbetrachtung basiert auf den Differenzen zwischen der Durchführung und der Unterlassung der Investition bzw. Alternativinvestition. Bei der Bewertung eines Unternehmens werden diejenigen finanziellen Überschüsse zugrunde gelegt, die dem Anteilseigner aus dem betrachteten Unternehmen zufließen und die ihm ohne diese Investition nicht zufließen würden. D.h., es werden diejenigen Zahlungen betrachtet, die zusätzlich zu den übrigen Einkünften tatsächlich in den Verfügungsbereich des Anteilseigners gelangen. Diese finanziellen Überschüsse aus dem betrachteten Unternehmen sind um die Steuern zu mindern, die der Anteilseigner tatsächlich auf diese zusätzlichen Einkünfte zu zahlen hat.

Die zusätzliche Steuerlast auf die zusätzlichen Einkünfte wird durch den Differenzsteuersatz  $s_e^{G,U}$  ausgedrückt. Die veränderte Steuerschuld bezieht sich auf die Differenz zwischen der Bemessungsgrundlage für die Einkommensteuer mit den Einkünften aus dem betrachteten Unternehmen und der Bemessungsgrundlage für die Einkommensteuer ohne die Einkünfte aus dem betrachteten Unternehmen. Dieser Differenzsteuersatz gibt die zusätzliche durchschnittliche Einkommensteuerlast des Anteilseigners auf die finanziellen Überschüsse aus dem betrachteten Unternehmen an. Aus diesen Überlegungen folgt, dass der Differenzsteuersatz

---

<sup>35</sup> Hierzu und im Folgenden Scheffler (2001), S. 11.

des Anteilseigners hinsichtlich der Alternativinvestition  $s_e^{G,A}$  nicht denselben Steuersatz darstellt wie der Differenzsteuersatz des Anteilseigners hinsichtlich der finanziellen Überschüsse aus dem betrachteten Unternehmen  $s_e^{G,U}$ . I.d.R. entspricht der Differenzsteuersatz des Anteilseigners hinsichtlich der Alternativinvestition  $s_e^{G,A}$ , die indirekt durch den Diskontierungszinssatz dargestellt wird (Nenner), nicht dem Differenzsteuersatz hinsichtlich des betrachteten Unternehmens  $s_e^{G,U}$  (Zähler). Der Differenzsteuersatz  $s_e^{G,A}$  beruht auf der Differenz zwischen der Bemessungsgrundlage für die Einkommensteuer mit den Einkünften aus der alternativen Anlage und der Bemessungsgrundlage für die Einkommensteuer ohne die Einkünfte aus der alternativen Anlage. Die Differenzsteuersätze  $s_e^{G,U}$  und  $s_e^{G,A}$  entsprechen sich nur, wenn in der betrachteten Periode sowohl aus dem Unternehmen als auch aus der alternativen Anlage dem Anteilseigner Einkünfte in derselben Höhe zufließen.<sup>36</sup> Bezüglich einer Kapitalgesellschaft werden die Steuermultifaktoren  $s_{KapG}^U$  und  $s_{KapG}^A$  folgendermaßen hergeleitet:<sup>37</sup>

$$s_{KapG}^U = s_g + (1 - s_g)s_k + [1 - (s_g + (1 - s_g)s_k)] \cdot 0,5s_e^{G,U} \quad (21)$$

$$s_{KapG}^A = s_g + (1 - s_g)s_k + [1 - (s_g + (1 - s_g)s_k)] \cdot 0,5s_e^{G,A} \quad (22)$$

mit

- $s_{KapG}^U$  = Steuermultifaktor einer Kapitalgesellschaft mit dem Differenzsteuersatz des Anteilseigners, dem die Einkünfte aus dem Unternehmen unterliegen
- $s_{KapG}^A$  = Steuermultifaktor einer Kapitalgesellschaft mit dem Differenzsteuersatz des Anteilseigners, dem die Einkünfte aus der alternativen Anlage unterliegen
- $s_e^{G,U}$  = subjektiver Differenzsteuersatz des Anteilseigners bzgl. der finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen
- $s_e^{G,A}$  = subjektiver Differenzsteuersatz des Anteilseigners bzgl. der alternativen Anlage

Da die Prognose der finanziellen Überschüsse aus der alternativen Anlage in der Praxis zusätzlichen Aufwand darstellt, kann aus Vereinfachungs- und Wirtschaftlichkeitsgründen anstelle des subjektiven Differenzsteuersatzes des Anteilseigners hinsichtlich der alternativen Anlage  $s_e^{G,A}$  auch der subjektive Differenzsteuersatz des Anteilseigners hinsichtlich der finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen  $s_e^{G,U}$  angesetzt werden.<sup>38</sup>

Bisher wurde unterstellt, dass nur ein Anteilseigner betrachtet wird, dessen Differenzsteuersätze in die Unternehmensbewertung eingehen. In der Praxis werden i.d.R. mehrere Anteilseigner an dem Unternehmen beteiligt sein. Der folgende Abschnitt 3.1.2 beschäftigt sich mit diesem Fall.

<sup>36</sup> Dieses gilt nur, soweit angenommen wird, dass die Einkünfte gleich besteuert werden und keine Sondervorschriften greifen.

<sup>37</sup> Die Steuermultifaktoren bei der Betrachtung einer Personengesellschaft ergeben sich analog.

<sup>38</sup> Ansonsten besteht zusätzlich das Problem, diejenige Anlage zu bestimmen, die mit ihren konkreten Zahlungen an den Anteilseigner als Alternative herangezogen werden soll.

### 3.1.2 Subjektiver Steuersatz mehrerer Anteilseigner

#### 3.1.2.1 Direkte Methode

Wenn an dem betrachteten Unternehmen mehrere Anteilseigner beteiligt sind und die subjektiven Steuersätze der Anteilseigner verwendet werden sollen, kann für die Einbeziehung der Steuersätze die direkte Methode herangezogen werden.<sup>39</sup> Bei der direkten Methode ergibt sich der UW, indem im Bewertungsansatz anstelle des subjektiven Steuersatzes eines Anteilseigners ein Steuersatz ( $s_{e,a}$ ) verwendet wird, der die subjektiven Steuersätze aller Anteilseigner repräsentiert. Der durchschnittliche Steuersatz aller Anteilseigner enthält die gewichteten Steuersätze der einzelnen Anteilseigner ( $s_{e,x}$ ). Die Gewichtung erfolgt nach dem quotalen Anteil, der dem einzelnen Anteilseigner am gesamten finanziellen Überschuss zusteht, d.h., vor Steuern auf Anteilseignerebene.<sup>40</sup> Als subjektive Anteilseignersteuersätze werden die jeweiligen Differenzsteuersätze angesetzt. Der durchschnittliche Steuersatz aller Anteilseigner  $s_{e,a}$  ergibt sich wie folgt:

$$s_{e,a} = \frac{\sum_{x=1}^z g_x \cdot s_{e,x}}{z} \quad (23)$$

$$g_x = \frac{F\ddot{U}_x}{F\ddot{U}_U} \quad (24)$$

mit

- $s_{e,a}$  = durchschnittlicher Steuersatz aller Anteilseigner
- $z$  = Anzahl der Anteilseigner
- $g_x$  = Gewichtungsfaktor des Anteilseigners  $x$
- $s_{e,x}$  = subjektiver Steuersatz des Anteilseigners  $x$
- $F\ddot{U}_x$  = finanzieller Überschuss, der dem Anteilseigner  $x$  zufließt
- $F\ddot{U}_U$  = gesamter finanzieller Überschuss des betrachteten Unternehmens

Zusätzlich wird zwischen dem durchschnittlichen Steuersatz aller Anteilseigner, in den die Differenzsteuersätze hinsichtlich der finanziellen Überschüsse aus dem betrachteten Unternehmen eingehen  $s_{e,a}^{G,U}$ , und dem durchschnittlichen Steuersatz aller Anteilseigner, in den die Differenzsteuersätze hinsichtlich der alternativen Anlage eingehen  $s_{e,a}^{G,A}$ , unterschieden:<sup>41</sup>

$$s_{KapG,a}^U = s_g + (1 - s_g)s_k + [1 - (s_g + (1 - s_g)s_k)] \cdot 0,5s_{e,a}^{G,U} \quad (25)$$

$$s_{KapG,a}^A = s_g + (1 - s_g)s_k + [1 - (s_g + (1 - s_g)s_k)] \cdot 0,5s_{e,a}^{G,A} \quad (26)$$

<sup>39</sup> Die Begriffe „direkte Methode“ und „indirekte Methode“ lehnen sich an die von Mandl/Rabel (1997), S. 242-245, bei der Bewertung von einzelnen Unternehmensanteilen verwendeten Begriffe an. Im Rahmen der direkten Methode wird der Wert eines Unternehmensanteils direkt aus den dem Anteilseigner zufließenden finanziellen Überschüssen ermittelt. Nach der indirekten Methode ergibt sich der Wert, indem in einem ersten Schritt der Wert des gesamten Unternehmens ermittelt wird und in einem zweiten Schritt der Wert des Unternehmensanteils durch Multiplikation des UW mit der Beteiligungsquote des betrachteten Anteilseigners berechnet wird.

<sup>40</sup> Der gesamte finanzielle Überschuss leitet sich vom Gewinn des Unternehmens ab. Jede Modifikation des Gewinns greift jedoch anteilig auch auf einen Teil am Gewinn durch.

<sup>41</sup> Bezüglich einer Personengesellschaft wird analog vorgegangen.

mit

$S_{KapG,a}^U$	=	Steermultifaktor einer Kapitalgesellschaft unter Berücksichtigung des durchschnittlichen Steuersatzes aller Anteilseigner bzgl. der finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen
$S_{KapG,a}^A$	=	Steermultifaktor einer Kapitalgesellschaft unter Berücksichtigung des durchschnittlichen Steuersatzes aller Anteilseigner bzgl. der finanziellen Überschüsse aus der alternativen Anlage
$s_{e,a}^{G,U}$	=	durchschnittlicher Steuersatz aller Anteilseigner, in den die Differenzsteuersätze bzgl. der finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen eingehen
$s_{e,a}^{G,A}$	=	durchschnittlicher Steuersatz aller Anteilseigner, in den die Differenzsteuersätze bzgl. der alternativen Anlage eingehen

### 3.1.2.2 Indirekte Methode

Wenn an dem Unternehmen mehrere Anteilseigner beteiligt sind, können die subjektiven Steuern auf Anteilseignerebene auch mit Hilfe der indirekten Methode einbezogen werden. Im Gegensatz zur direkten Methode wird nicht ein durchschnittlicher Steuersatz, der alle Anteilseigner repräsentiert, ermittelt, sondern für jeden Anteilseigner der Anteilswert separat berechnet. Der Anteilswert ergibt sich aus den finanziellen Überschüssen, die dem Anteilseigner zufließen, und dessen subjektiven Steuersatz. Der Anteilswert des Anteilseigners x einer Kapitalgesellschaft wird z.B. nach dem Equity-Ansatz wie folgt ermittelt (Rentenmodell):<sup>42</sup>

$$AW_x = \frac{[F\ddot{U}_x - (F\ddot{U}_x + 0,5 \cdot r_f \cdot FK)s_g][1 - s_k - (1 - s_k) \cdot 0,5 \cdot s_{e,x}^{G,U}]}{r_f(1 - 0,25) + \beta^V[r_M(1 - 0,5s_{e,x}^{G,A}) - r_f(1 - 0,25)]} \quad (27)$$

mit

$AW_x$	=	Anteilswert des Anteilseigners x
$F\ddot{U}_x$	=	finanzieller Überschuss, der dem Anteilseigner x zufließt
$s_{e,x}^{G,U}$	=	subjektiver Differenzsteuersatz des Anteilseigners x bzgl. der finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen
$s_{e,x}^{G,A}$	=	subjektiver Differenzsteuersatz des Anteilseigners x bzgl. der alternativen Anlage

Der UW setzt sich indirekt durch Addition aller Anteilswerte zusammen. Demnach ergibt sich der UW nach der indirekten Methode wie folgt:

$$UW = \sum_{x=1}^z AW_x \quad (28)$$

Die direkte und die indirekte Methode führen zu jeweils unterschiedlichen Ergebnissen.<sup>43</sup> In der Praxis werden beide Vorgehensweisen für anwendbar gehalten.

<sup>42</sup> Bezüglich einer Personengesellschaft wird analog vorgegangen.

<sup>43</sup> Die Verfahren lassen sich mathematisch nicht in einander überführen, vgl. die Formeln (23) bis (28).

Der Ansatz des subjektiven Steuersatzes des Anteilseigners in der Unternehmensbewertung kommt aufgrund des hohen Ermittlungsaufwandes nur bei einer sehr geringen Anzahl von Anteilseignern in Betracht. Bei bestimmten Rechtsformen (z.B. einer AG) ist es i.d.R. nicht möglich, den subjektiven Differenzsteuersatz des Anteilseigners zu ermitteln. Somit besitzt der subjektive Steuersatz des Anteilseigners eine geringe Bedeutung in der Unternehmensbewertung. Falls generell und unter Wirtschaftlichkeitsaspekten der subjektive Steuersatz des Anteilseigners ermittelt werden kann, ist dieser bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen.<sup>44</sup>

### 3.2 Typisierter Steuersatz

Falls der Differenzsteuersatz des Anteilseigners nicht ermittelt werden kann, wird statt eines subjektiven ein typisierter Anteilseignersteuersatz angesetzt.<sup>45</sup> Ein typisierter Steuersatz wird auch, obwohl eventuell die tatsächlichen steuerlichen Verhältnisse bekannt sind, bei einer objektivierten Unternehmensbewertung verwendet.<sup>46</sup> Der typisierte Anteilseignersteuersatz wird als Steuersatz definiert, „der die Verhältnisse eines im Inland ansässigen, unbeschränkt steuerpflichtigen Unternehmenseigners und bei Kapitalgesellschaften eines Anteilseigners, der die Unternehmensanteile im Privatvermögen hält“<sup>47</sup>, wiedergibt. Der Solidaritätszuschlag und ggf. der Kirchensteuersatz werden im typisierten Anteilseignersteuersatz mit berücksichtigt, so dass eine separate Erfassung nicht erfolgt. Falls das Halbeinkünfteverfahren gemäß §§ 3 Nr. 40, 3c EStG zur Anwendung kommt, verringert sich der typisierte Steuersatz entsprechend um die Hälfte. Durch den Ansatz eines typisierten Steuersatzes wird verhindert, dass ein subjektiver Wertfaktor, d.h. der subjektive Steuersatz des Anteilseigners, in die Unternehmensbewertung eingeht.

Der typisierte Anteilseignersteuersatz ist nicht mit dem durchschnittlichen subjektiven Steuersatz des Anteilseigners oder dem durchschnittlichen Steuersatz aller Anteilseigner des betrachteten Unternehmens zu verwechseln. Im Gegensatz zu diesen bezieht sich der typisierte Anteilseignersteuersatz auf sämtliche Anteilseigner in Deutschland. Theoretisch repräsentiert der typisierte Steuersatz einen durchschnittlichen Steuersatz auf Basis der subjektiven Differenzsteuersätze aller in Deutschland ansässigen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigner. Bei der Ermittlung dieses typisierten Einkommensteuersatzes ist eine Gewichtung des durchschnittlichen Differenzsteuersatzes bzgl. der Einkünfte aus Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen (EaGB) und des durchschnittlichen Differenzsteuersatzes bzgl. der Einkünfte aus Kapitalgesellschaften (EaKV) vorzunehmen. Um den typisierten Steuersatz ermitteln zu können, wird eine statistische Erhebung über die Differenzsteuersätze der Anteilseigner in Deutschland vorausgesetzt. Diese Statistik existiert in Deutschland nicht.

---

<sup>44</sup> Vgl. IDW (2000), S. 831, Tz. 63.

<sup>45</sup> Vgl. IDW (2000), S. 831, Tz. 63.

<sup>46</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden IDW (2000), S. 830, Tz. 51.

<sup>47</sup> IDW (2000), Abschn. 4.4.2.5., S. 830, Tz. 51. Bei dieser Definition des typisierten Einkommensteuersatzes wird nicht beachtet, dass auch ausländische Anteilseigner an deutschen Unternehmen beteiligt sein können. Theoretisch richtig ist ein typisierter Einkommensteuersatz, der alle Anteilseigner am deutschen Kapitalmarkt repräsentiert. Ollmann/Richter führen auf Basis von Angaben der Deutschen Bundesbank aus, dass nur ca. 12-15% der Aktien von ausländischen Anteilseignern gehalten werden; vgl. Ollmann/Richter (1999), S. 176. Inwieweit ausländische Anteilseigner insgesamt am deutschen Kapitalmarkt agieren, wäre für weiter gehende Aussagen über die Relevanz ausländischer Anteilseigner näher zu untersuchen.

Vom IDW wird ein typisierter Anteilseignersteuersatz i.H.v. 35% vertreten, der auf statistischen Erhebungen und praktischen Erfahrungen basiert.<sup>48</sup> Die Lohn- und Einkommensteuerstatistik des Statistischen Bundesamtes aus dem Jahr 1989<sup>49</sup> stellt die zugrunde gelegte Statistik dar.<sup>50</sup> Danach betrug der durchschnittliche Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Gewerbebetrieb 34,8%<sup>51</sup> und der durchschnittliche Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Kapitalvermögen 38,0%<sup>52</sup>. Die Daten der Einkommensteuererhebung von 1995 waren zu dem Zeitpunkt, als dieser typisierte Steuersatz i.H.v. 35% errechnet wurde, noch nicht bekannt. Der typisierte Steuersatz i.H.v. 35% lässt sich folgendermaßen plausibilisieren: 83,3% der Unternehmen in Deutschland agieren in der Rechtsform einer Personengesellschaft. Die Anteilseigner einer Personengesellschaft erzielen Einkünfte aus Gewerbebetrieb. Dieser Erklärungsversuch unterstellt, dass mit der Mehrzahl der als Personengesellschaft handelnden Unternehmen der überwiegende Teil des Gewinns der Unternehmen bzw. der Einkünfte der Anteilseigner, der von Einzelunternehmen, Personengesellschaften und Kapitalgesellschaften erwirtschaftet wird, verknüpft ist. Somit erhält der durchschnittliche Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Gewerbebetrieb eine erhebliche Bedeutung, so dass sich der typisierte Anteilseignersteuersatz an ihm orientiert.<sup>53</sup> Im Weiteren wird bei dieser Vorgehensweise unterstellt, dass bei keinen überwiegenden Einkünften aus anderen Einkunftsarten Einkünfte aus Gewerbebetrieb bzw. aus Kapitalvermögen enthalten sind.

Die statistischen Erhebungen aus dem Jahr 1995 ergeben einen durchschnittlichen Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Gewerbebetrieb i.H.v. 31,5% und einen durchschnittlichen Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Kapitalvermögen i.H.v. 36,8%.<sup>54</sup> Der typisierte Einkommensteuersatz i.H.v. 35% lässt sich auf Basis dieser Daten ebenfalls plausibilisieren. Unter der Annahme, dass der arithmetische Mittelwert aus beiden Prozentsätzen zugrunde gelegt wird, ergibt sich ein Steuersatz i.H.v. 34,1%.<sup>55</sup> Bei dieser Vorgehensweise werden der durchschnittliche Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Gewerbebetrieb und der durchschnittliche Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Kapitalvermögen gleich stark gewichtet. Allerdings ergibt sich bei der analogen Vorgehensweise zu den Daten von 1989, bei der die durchschnittlichen Steuersätze mit den Prozentsätzen der jeweiligen Rechtsform an der Gesamtheit aller Unternehmen gewichtet

<sup>48</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden IDW (2000), S. 830, Tz. 51. Erstmals wurde dieser typisierte Steuersatz im Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung nach HFA 2/1983, dem Vorläufer des IDW S1, vertreten. Vgl. hierzu IDW (1983), S. 34.

<sup>49</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt (Hrsg.): Finanzen und Steuern, Fachserie 14, Reihe 7.1, Lohn- und Einkommensteuer 1989, Stuttgart 1995, S. 58-71.

<sup>50</sup> Diese und die folgenden Ausführungen basieren auf persönlichem Austausch mit einem kompetenten Diskussionspartner. Sie enthalten keine offiziellen Aussagen.

<sup>51</sup> Der durchschnittliche Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Gewerbebetrieb (1989) ergibt sich wie folgt:

$$s_{EaGB}(1989) = \frac{\text{festgesetzte Einkommensteuer}}{\text{zu versteuerndes Einkommen}} = \frac{44.593.440.000}{128.304.200.000} \approx 0,348.$$

<sup>52</sup> Der durchschnittliche Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Kapitalvermögen (1989) wird folgendermaßen ermittelt:  $s_{EaKV}(1989) = \frac{5.700.752.000}{14.985.114.000} \approx 0,380.$

<sup>53</sup>  $0,833 \cdot 0,348 + 0,155 \cdot 0,380 \approx 34,9 \%$ .

<sup>54</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt (1999), S. 52-56. Der durchschnittliche Einkommensteuersatz der überwiegenden Einkünfte aus Gewerbebetrieb (1995) bzw. der überwiegenden Einkünfte aus Kapitalvermögen ergibt sich wie folgt:

$$s_{EaGB}(1995) = \frac{36.977.898.000}{117.458.181.000} \approx 0,315 \text{ bzw. } s_{EaKV}(1995) = \frac{6.244.331.000}{16.971.061.000} \approx 0,368.$$

<sup>55</sup> Die Abweichung von 0,9 Prozentpunkten kann vernachlässigt werden, da sie sehr gering ausfällt

werden, ein Steuersatz i.H.v. 31,9%.<sup>56</sup> Somit ist der typisierte Steuersatz i.H.v. 35% kritisch zu betrachten. Neuere Daten zu den überwiegenden Einkünften aus Gewerbebetrieb bzw. aus Kapitalvermögen sind bisher nicht veröffentlicht worden.

Der vom IDW vertretene typisierte Einkommensteuersatz wird im Schrifttum stark diskutiert. Hötzel/Beckmann schlagen einen typisierten Einkommensteuersatz z.B. i.H.v. 30% vor.<sup>57</sup> Ollmann/Richter haben einen typisierten Einkommensteuersatz i.H.v. 38% ermittelt, der auf einer Schätzung des Deutschen Aktieninstitutes und der nach Einkommensteuerklassen gegliederten Statistik des Statistischen Bundesamtes beruht.<sup>58</sup> Insgesamt vertreten Ollmann/Richter einen typisierten Einkommensteuersatz, der innerhalb einer Bandbreite i.H.v. 30-40% liegt. Andere fordern einen typisierten Einkommensteuersatz, der über den vom IDW veranschlagten 35% liegt, da sich der typisierte Einkommensteuersatz mehr am Grenzsteuersatz orientieren müsste.

Die Diskussion, ob bei der Unternehmensbewertung ein subjektiver oder objektivierter Steuersatz angewendet wird, würde an Bedeutung verlieren, wenn der Steuersatz des Anteilseigners einen eher geringen Einfluss auf den Wert eines Unternehmens besitzt. Je geringer dieser Einfluss ist, desto geringer beeinflusst auch ein vom objektivierten abweichender subjektiver Steuersatz den UW (und umgekehrt). Ebenfalls wäre die Diskussion, welcher Steuersatz in der Praxis als typisierter Einkommensteuersatz angewendet werden soll, von geringerer Bedeutung, da verschiedene objektiverte Steuersätze den UW nur gering verändern. In Kapitel 4 wird auf diesen Überlegungen aufbauend der Einfluss des Steuersatzes auf die Höhe des Unternehmenswertes unter Berücksichtigung der durch das geplante ZinsAbG geänderten Besteuerung von Zinseinkünften näher untersucht.

#### **4      Sensitivität des Unternehmenswertes gegenüber dem Steuersatz          des Anteilseigners**

Um die Abhängigkeit des Unternehmenswertes vom Steuersatz des Anteilseigners zu untersuchen, wird im Folgenden eine Spanne von +/-10% um den derzeit üblichen typisierten Satz von 35% gelegt. Die Vorgehensweise stützt sich aufgrund der vereinfachenden Annahme im Zeitablauf gleich bleibender finanzieller Überschüsse auf das Rentenmodell. Zur besseren Vergleichbarkeit von Personen- und Kapitalgesellschaften wird die Gewerbesteuermesszahl gemäß § 11 Abs. 2 GewStG auf  $m = 5\%$  festgelegt.

Variiert wird bei den in den folgenden Abschnitten zu betrachtenden Konstellationen der Anteilseignersteuersatz innerhalb der Bandbreite sowie der Betafaktor; die sonstigen Daten werden der Ausgangskonstellation aus Kapitel 2 entnommen. Zunächst wird in Abschnitt 4.1.1 der Unternehmenswert einer Kapitalgesellschaft unter Berücksichtigung der Kapitalmarktrendite, die als Dividendenrendite definiert ist  $[r_M(1-0,5s_e)]$ , und in Abschnitt 4.1.2 der Unternehmenswert einer Kapitalgesellschaft unter Berücksichtigung der Kapitalmarktrendite, die sich

---

<sup>56</sup>  $0,833 \cdot 0,315 + 0,155 \cdot 0,368 \approx 31,9 \%$  .

<sup>57</sup> Vgl. Hötzel/Beckmann (2000), S. 698.

<sup>58</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden Ollmann/Richter (1999), S. 174.

als Rendite aus festverzinslichen Wertpapieren ergibt und nach derzeit geltendem Recht der vollen Einkommensbesteuerung unterliegt  $[r_M(1-s_e)]$  bzw. mit der geplanten Abgeltungssteuer von 25% belegt wird  $[r_M(1-0,25)]$ , untersucht. In analoger Vorgehensweise folgt in Abschnitt 4.2 die Untersuchung des Einflusses des Anteilseignersteuersatzes auf den Unternehmenswert einer Personengesellschaft.

#### 4.1 Sensitivität des Unternehmenswertes einer Kapitalgesellschaft

##### 4.1.1 Dividendenbesteuerung der Kapitalmarktrendite: $r_M(1-0,5s_e)$

Zunächst wird die Bewertung einer Kapitalgesellschaft betrachtet, bei der die Kapitalmarktrendite in der nach dem CAPM ermittelten Alternativrendite nach dem Halbeinkünfteverfahren besteuert wird. Bei der Besteuerung der Zinskomponente in der Alternativrendite wird zwischen der derzeit noch gültigen vollen Besteuerung der Zinseinkünfte und der geplanten Besteuerung mit einer Abgeltungssteuer unterschieden.

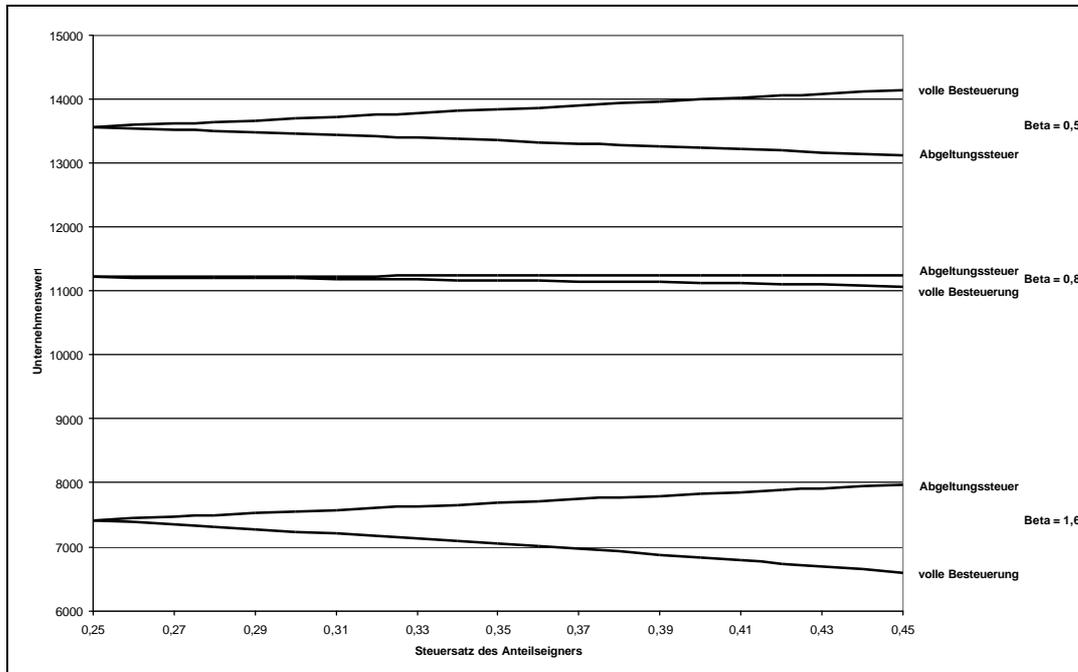


Abbildung 1

Abbildung 1 zeigt die Veränderung der Unternehmenswerte für verschiedene Betafaktoren bei Veränderung des Anteilseignersteuersatzes. Bei einem Steuersatz von 25% sind die Unternehmenswerte bei voller Besteuerung und bei der Abgeltungssteuer jeweils gleich hoch. Für höhere Steuersätze hängt die Entwicklung des Unternehmenswertes vom Betafaktor ab. Bei einem Betafaktor von 0,8 übt der Steuersatz unabhängig von der Besteuerungskonstellation einen vernachlässigbaren Einfluss auf den Unternehmenswert aus. Liegt der Betafaktor darunter (darüber), steigt (sinkt) der Unternehmenswert mit dem Steuersatz bei voller Besteuerung der Zinseinkünfte. Den umgekehrten Verlauf nimmt die Entwicklung des Unternehmenswertes bei einer Abgeltungssteuer. Dies zeigt, dass der Unternehmenswert nicht generell mit steigen-

den Anteilseignersteuersätzen ansteigt und die Besteuerung sowie der Betafaktor einen dominanten Einfluss auf den Verlauf ausübt.

#### 4.1.2 Zinsbesteuerung der Kapitalmarktrendite: $r_M(1-s_e)$ bzw. $r_M(1-0,25)$

Bei der folgenden Konstellation wird die Kapitalmarktrendite der Besteuerung von Zinseinkünften unterworfen. Dahinter steht die Überlegung, dass die Alternativrendite aus einer Anlage in risikoadäquate festverzinsliche Wertpapiere erzielt wird. Gegenüber der ersten Konstellation zeigen sich zwei Unterschiede in den Verläufen der Unternehmenswerte (vgl. Abbildung 2). Zum einen sind die Veränderungen bei Variation des Anteilseignersteuersatzes höher. Zum anderen ist der Verlauf invariant gegenüber dem Betafaktor: Wird eine volle Besteuerung unterstellt, steigt der Unternehmenswert mit steigenden Steuersätzen grundsätzlich in gleicher Höhe an, bei einer Besteuerung mit einer Abgeltungssteuer sinkt der Unternehmenswert.

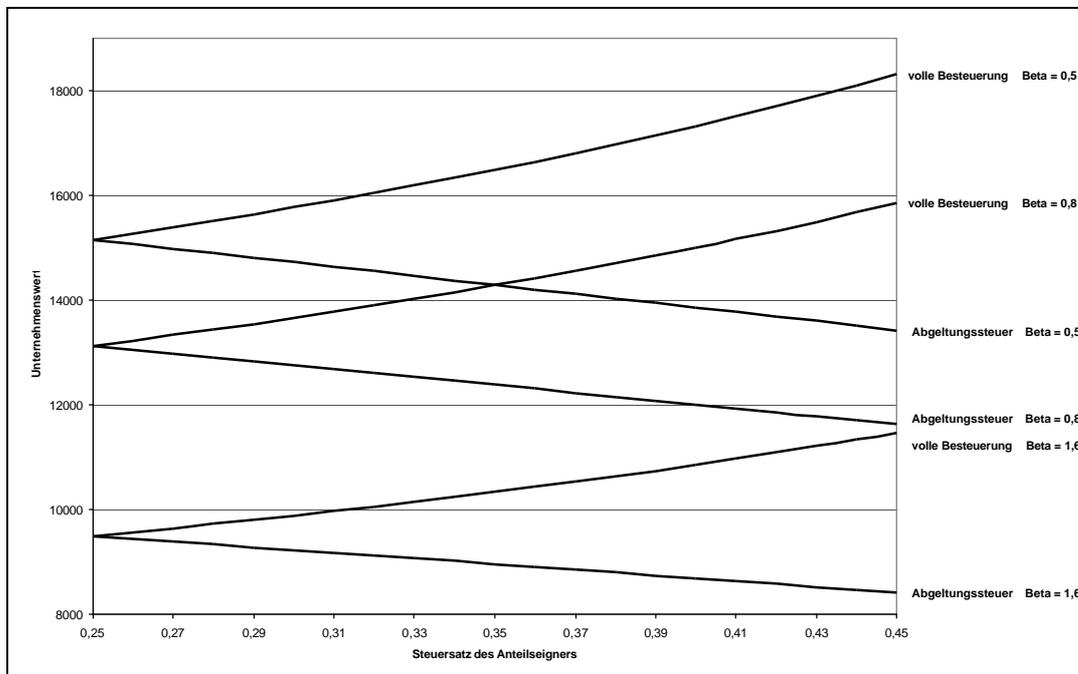


Abbildung 2

## 4.2 Sensitivität des Unternehmenswertes einer Personengesellschaft

### 4.2.1 Dividendenbesteuerung der Kapitalmarktrendite: $r_M(1-0,5s_e)$

Im Folgenden wird die Bewertung einer Personengesellschaft betrachtet. Bei einer Besteuerung der Kapitalmarktrendite nach dem Halbeinkünfteverfahren sinkt der Unternehmenswert grundsätzlich bei steigenden Anteilseignersteuersätzen (vgl. Abbildung 3). Die Stärke der Veränderung hängt vom Betafaktor sowie der Besteuerungskonstellation der Zinskomponente in der Alternativrendite ab.

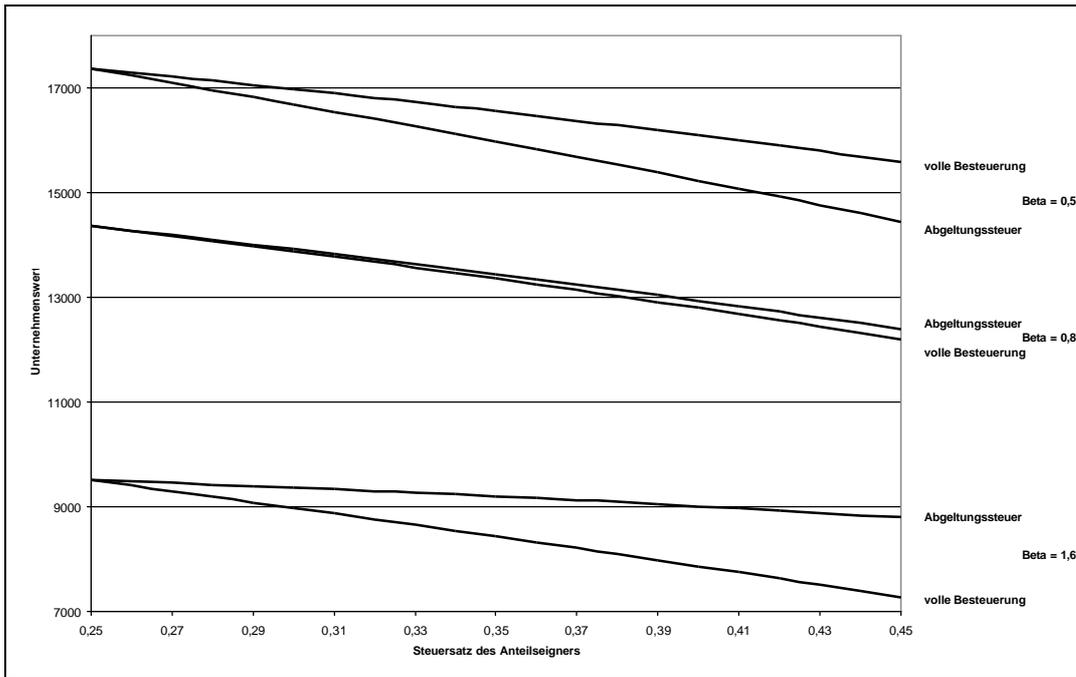


Abbildung 3

#### 4.2.2 Zinsbesteuerung der Kapitalmarktrendite: $r_M(1-s_e)$ bzw. $r_M(1-0,25)$

Wird die Kapitalmarktrendite als die Rendite aus festverzinslichen Wertpapieren charakterisiert, nehmen die Unternehmenswerte den in Abbildung 4 dargestellten Verlauf. Analog zu der Situation bei einer Kapitalgesellschaft sind die Verläufe bei Variation des Anteilseignersteuersatzes konstant und invariant gegenüber der Höhe des Betafaktors. Im Unterschied zur Bewertung einer Kapitalgesellschaft ist die Stärke des Einflusses des Steuersatzes jedoch bei einer Abgeltungssteuer wesentlich höher und bei voller Besteuerung wesentlich geringer.

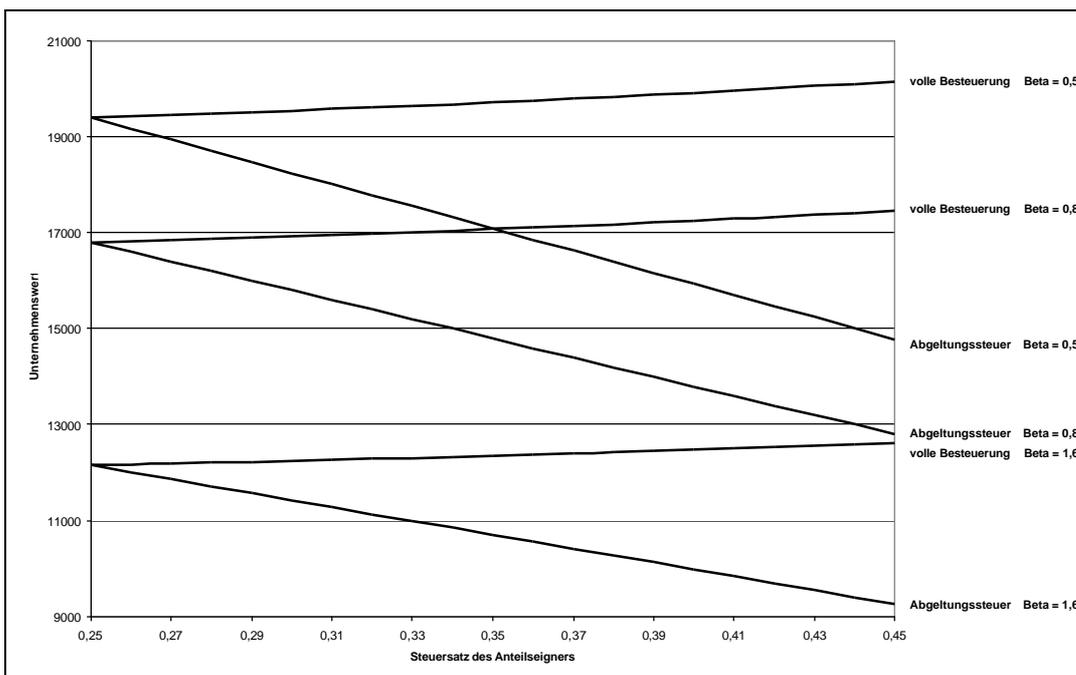


Abbildung 4

#### 4.2.3 Zusammenfassung

Zusammenfassend gibt die folgende Abbildung einen Überblick über die Richtung und Stärke der Unternehmenswertänderung bei einer Variation des Anteilseignersteuersatzes. Die Werte in der Tabelle stellen die prozentuale Differenz zwischen dem Unternehmenswert bei einem Steuersatz von 45% und dem Unternehmenswert bei einem Steuersatz von 25% dar. Wie ersichtlich und zuvor erläutert, hängt die Unternehmenswertänderung von den Bewertungsparametern: Rechtsform, Besteuerung der Kapitalmarkttrendite, Besteuerung der Zinsen und Befaktor ab.

<b>Kapitalgesellschaft</b>				
Besteuerung der Kapitalmarkttrendite	Besteuerung der Zinsen	Beta = 0,5	Beta = 0,8	Beta = 1,6
Dividendenbesteuerung	Abgeltungssteuer	-3,28	0,28	7,52
	volle Besteuerung	4,30	-1,30	-11,12
Zinsbesteuerung	Abgeltungssteuer	-11,43	-11,43	-11,43
	volle Besteuerung	20,78	20,78	20,78

<b>Personengesellschaft</b>				
Besteuerung der Kapitalmarkttrendite	Besteuerung der Zinsen	Beta = 0,5	Beta = 0,8	Beta = 1,6
Dividendenbesteuerung	Abgeltungssteuer	-16,80	-13,73	-7,51
	volle Besteuerung	-10,28	-15,10	-23,54
Zinsbesteuerung	Abgeltungssteuer	-23,81	-23,81	-23,81
	volle Besteuerung	3,90	3,90	3,90

Abbildung 5

## 5 Fazit

Als Steuersatz des Anteilseigners kann ein subjektiver Differenzsteuersatz oder ein typisierter Einkommensteuersatz angesetzt werden.<sup>59</sup> Der subjektive Steuersatz sollte bei allen Unternehmensbewertungen angewendet werden, die auf einem Entscheidungswert basieren. Wenn der subjektive Steuersatz nicht ermittelt werden kann oder aus Wirtschaftlichkeitsgründen nicht ermittelt werden soll, wird auf den typisierten Steuersatz zurückgegriffen. Dieser findet auch im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte Anwendung. Insgesamt kommt dem subjektiven Differenzsteuersatz eine geringe Bedeutung zu, da er aufgrund des hohen Ermittlungsaufwandes nur bei einer geringen Anzahl von Anteilseignern eingesetzt werden kann. In Zukunft sollte die Höhe des typisierten Einkommensteuersatzes, die vom IDW mit 35% veranschlagt wird, aus zwei Gründen überdacht werden. Wenn sich der typisierte Einkommensteuersatz weiterhin an den durchschnittlichen überwiegenden Einkünften aus Gewerbebetrieb bzw. aus Kapitalvermögen orientieren soll, sollte ein verringerter Wert verwendet werden. Diese Überlegung beruht auf den durch das StSenkG eingeführten Senkungen des Einkommensteuertarifes bis 2005. Falls eine Orientierung am durchschnittlichen Differenzsteuersatz der Anteilseigner am deutschen Kapitalmarkt erfolgen soll, müsste der typisierte Einkommensteuersatz i.H.v. 35% hinsichtlich einer Korrektur nach oben überdacht werden.<sup>60</sup> Diese Korrektur resultiert aus der Tatsache, dass der Differenzsteuersatz immer über dem Durchschnittssteuersatz liegt.

Der Unternehmenswert verändert sich, wenn der Steuersatz des Anteilseigners bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt wird. Grundsätzlich muss jede Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des Anteilseignersteuersatzes stattfinden, da dieser - in Abhängigkeit von Rechtsform, Betafaktor und Besteuerungskonstellation - einen erheblichen Einfluss auf den Unternehmenswert ausüben kann. Unabhängig davon, ob eine Kapitalgesellschaft oder Personengesellschaft bewertet wird, muss für jeden Einzelfall untersucht werden, inwieweit die Unternehmensbewertung vom Steuersatz des Anteilseigners abhängt.

## 6 Literatur

- Baetge, Jörg (2001): Bilanzen, 5. Aufl., Düsseldorf 2001.
- Ballwieser, Wolfgang (1998): Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, in: WPg 51. Jg. (1998), S. 81-92.
- Dinstuhl, Volkmar (2002): Discounted-Cash-flow-Methoden im Halbeinkünfteverfahren, in: FB 4. Jg. (2002), S. 79-90.
- Hötzel, Oliver/Beckmann, Klaus (2000): Einfluss der Unternehmenssteuerreform 2001 auf die Unternehmensbewertung, in: WPg 53. Jg. (2000), S. 696-701.
- IDW (Hrsg.) (1983): Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, WPg 36. Jg. (1983), S. 468-480.

---

<sup>59</sup> Vgl. hierzu und im Folgenden Kapitel 3.

<sup>60</sup> Der typisierte Einkommensteuersatz i.H.v. 35% kann eventuell beibehalten werden, da durch die Senkung des Einkommensteuertarifes auch der durchschnittliche Differenzsteuersatz sinkt.

- IDW (Hrsg.) (1997): Berichterstattung über die 57. bis 61. Sitzung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung, in: IDW-Fachnachrichten 1997.
- IDW (Hrsg.) (1998): WP-Handbuch, Bd. 2, 11. Aufl., Düsseldorf 1998.
- IDW (Hrsg.) (2000): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1), in: WPg 53. Jg. (2000), S. 825-842.
- Kohl, Torsten/Schulte, Jörn (2000): Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren, in: WPg 53. Jg. (2000), S. 1147-1164.
- Mandl, Gerwald/Rabel, Klaus (1997): Unternehmensbewertung : eine praxisorientierte Einführung, Wien 1997.
- Ollmann, Michael/Richter, Frank (1999): Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung und Einkommensteuern, in: Kleineidam, Hans-Jochen (Hrsg.): Unternehmenspolitik und Internationale Besteuerung – Festschrift für Lutz Fischer zum 60. Geburtstag, Berlin 1999, S. 159-178.
- Ring, Stephan/Castedello, Marc/Schlumberger, Erik (2000): Auswirkungen des Steuersenkungsgesetzes auf die Unternehmensbewertung, in: FB 2. Jg. (2000), S. 356-361.
- Scheffler, Wolfram (2001): Besteuerung von Unternehmen I, 4. Aufl., Heidelberg 2001.
- Schneider, Dieter (1992): Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7. Aufl., Wiesbaden 1992.
- Schultze, Wolfgang (2001): Methoden der Unternehmensbewertung: Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven, Düsseldorf 2001.
- Siepe, Günter: Die Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung (Teil I), in: WPg 50. Jg. (1997), S. 1-10.
- Statistisches Bundesamt (Hrsg.) (1995): Finanzen und Steuern, Fachserie 14, Reihe 7.1, Lohn- und Einkommensteuer 1989, Stuttgart 1995.
- Statistisches Bundesamt (Hrsg.) (2000): Finanzen und Steuern, Fachserie 14, Reihe 8, Umsatzsteuer 1998, Stuttgart 2000.