

Einkommensteuer und Unternehmensbewertung – Probleme mit der Steuerreform 2008

Von Prof. Dr. Dr. h. c. Wolfgang Ballwieser, Prof. Dr. Dr. h. c. Lutz Kruschwitz und Prof. Dr. Dr. Andreas Löffler

Praktiker vertreten die These, die Steuerreform 2008 schaffe Probleme beim Einbezug persönlicher Steuern in den Bewertungskalkül. Der Beitrag zeigt, dass technische Probleme zunehmen mögen, prinzipielle Probleme aber unverändert bleiben. Insofern kann man nicht die Reform zum Anlass nehmen, von persönlichen Steuern abzusehen.

1. Einleitung

Unternehmensbewertung bleibt für Wissenschaft und Praxis ein wichtiges Thema. Die Steuerreform 2008 trägt dazu bei, die Debatte weiter lebendig zu halten. Die Einführung einer Abgeltungssteuer auf Dividenden und Kursgewinne wird das Anlegerverhalten deutscher Investoren nachhaltig verändern. Derzeit wird intensiv diskutiert, welchen Einfluss die Einbeziehung einer Kursgewinnbesteuerung auf die Bewertung eines Unternehmens hat. Dabei zeigt sich bei einflussreichen Praktikern die Tendenz, auf eine Einbeziehung einer Einkommensteuer aufgrund der zahlreichen Schwierigkeiten im Zusammenhang mit der Kursgewinnbesteuerung zu verzichten oder zumindest nicht zum Regelfall werden zu lassen. Die Autoren dieses Beitrages sind Wissenschaftler und haben deswegen andere Maßstäbe als Praktiker. Sie sind davon überzeugt, zu der aktuellen Debatte einen Beitrag leisten zu können und zu müssen.

Sieht man von Unternehmensbewertungen zum Zwecke der Bilanzierung ab, geht es um die Bestimmung von Grenzpreisen. Grenzpreise begründen Preisgrenzen für Kauf und Verkauf, sie dienen dazu, Schadenersatzleistungen zu bemessen, und sie sind der Ausgangspunkt einer Ermittlung von Schiedspreisen.¹ Zur Ermittlung der

Grenzpreise wird ein Vergleich vorgenommen. Vergleichsobjekt ist eine Investition am Kapitalmarkt.² Die Investition in das Vergleichsobjekt muss dem Erwerber oder dem Veräußerer einen äquivalenten Konsumstrom liefern. Die Äquivalenz bezieht sich auf die Höhe, die Zeit- und die Risikostruktur der Zahlungen, die dem Unternehmen entzogen werden können. Nun kann man nicht leugnen, dass die Einkommensteuer einen Einfluss auf den Konsumstrom ausübt. Daher muss davon ausgegangen werden, dass jede Einkommensbesteuerung auch den Grenzpreis eines Unternehmens beeinflusst. Aus theoretischer Sicht bleibt daher prinzipiell gar nichts anderes übrig, als für die Berücksichtigung der Einkommensteuer bei der Bewertung von Unternehmen zu plädieren.³

Was theoretisch richtig ist, muss praktisch noch nicht umsetzbar sein. Jedoch ist zur Berücksichtigung der Einkommensteuer festzustellen, dass es seit 1997 keinen Dissens mehr zwischen Theorie und Praxis gibt. In diesem Jahr hat das Institut der Wirtschaftsprüfer beschlossen, auch für Zwecke der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes die Berücksichtigung von



Prof. Dr. Dr. h. c. Wolfgang Ballwieser

Seminar für Rechnungswesen und Prüfung, Fakultät für Betriebswirtschaft, Ludwig-Maximilians-Universität München



Prof. Dr. Dr. h. c. Lutz Kruschwitz

Institut für Bank- und Finanzwirtschaft, Freie Universität Berlin



Prof. Dr. Dr. Andreas Löffler

Lehrstuhl Banken und Finanzierung, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg

¹ Letzteres sehen Wirtschaftsprüfer insofern anders, als ihr Ausgangspunkt für die Ermittlung von Schiedspreisen der in der Theorie unbekannte objektivierte Unternehmenswert ist. Vgl. IDW (Hrsg.), WP-Handbuch, Bd. 2, Düsseldorf 2002, S. 14, Tz. 46: objektivierter Unternehmenswert +/- subjektive Werteinschätzungen +/- Anteil an Synergieeffekten, die jeweils „intersubjektiv angemessen und fair sind“. Weitere Ausführungen fehlen.

² Man könnte eine Investition in ein anderes Unternehmen als Vergleichsobjekt erwägen. Will man aber einen Barwertkalkül anwenden und Zahlungen des Bewertungsobjekts diskontieren, benötigt man einen Zins. Dessen Bestimmung verlangt die Kenntnis des (aussagekräftigen) Preises des vergleichbaren Unternehmens. Dieser ist im Allgemeinen unbekannt. Am Kapitalmarkt ist dies anders.

³ Vgl. als frühe Quellen vor allem Engels, Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungstheorie, Köln 1962, S. 122–129; Wagner, DB 1972, S. 1637–1642; Maul, WPg 1973, S. 57–63.

Einkommensteuern zu verlangen.⁴ Da die individuellen Steuerverhältnisse in vielen Anwendungsfällen unbekannt sind oder vereinheitlicht werden müssen, wurde ein Steuersatz von 35 % vorgegeben. Die Einbeziehung der persönlichen Einkommensteuern erschien insofern bis heute als operationalisierbar.

Welchen Einfluss hat nun die Steuerreform 2008 auf die Praktikabilität der Einbeziehung einer Einkommensteuer? Die derzeit geführte Debatte lässt aus der Sicht einiger Praktiker erkennen, dass man eine weitere Einbeziehung für mindestens fragwürdig, wenn nicht gar für nicht mehr sinnvoll hält.⁵ Hierfür werden die Unvergleichbarkeit mit dem Ausland, die gebotene Komplexitätsreduktion sowie die Abweichung von für Transaktionsvorgänge berechneten Unternehmenswerten gegenüber jenen in der Bilanz angeführt. Technische Probleme der Bewältigung der Steuerreform 2008 heizen die Diskussion neu an. Wir wollen nicht behaupten, dass es sich um Schwierigkeiten handelt, die man auf die leichte Schulter nehmen darf. Jedoch handelt es sich unserer Ansicht nach bei den durch die aktuelle Steuerreform zu Tage tretenden Schwierigkeiten um Probleme, die im Prinzip seit Jahren bekannt sind und üblicherweise mit geschickt gewählten Annahmen gelöst wurden. Aus diesem Grunde taugt die Steuerreform 2008 unserer Meinung nach nicht als Begründung für eine Abkehr vom Einkommensteuerparadigma. Das wollen wir genauer ausführen.

Wenden wir uns zuerst den Cashflows zu. Jeder, der ein Unternehmen bewerten muss, ist sich darüber im Klaren, dass die zukünftigen Cashflows des Unternehmens zugrunde gelegt werden müssen. Diese Cashflows

sind unsicher, was die Bewertung nicht leicht macht. Dennoch sind uns, zumindest im Zusammenhang mit der Einbeziehung der Einkommensteuer, keine Sorgen aus der Praxis vorgetragen worden. Daraus schließen wir, dass man die unmittelbare Auswirkung der Steuerreform, insbesondere auch einer Kursgewinnbesteuerung, im Zähler für beherrschbar hält, vielleicht deshalb, weil eine ewige Haltdauer unterstellt wird. Selbst wenn man dies akzeptiert, gibt es beim unendlichen Planungshorizont ein Prognoseproblem: Niemand wird ernsthaft davon ausgehen, dass das neue Steuersystem bis in alle Ewigkeit Bestand haben wird. Wir hatten in den letzten zwanzig Jahren mindestens drei große Strukturbrüche bei der Einkommensbesteuerung. Daraus schließen wir, dass man die Ungewissheit über zukünftige Steuerrechtsänderungen zumindest im Zähler ausblendet. Das ist zweifellos eine heroische Annahme.

Wenden wir uns dem Nenner in der Bewertungsgleichung zu, so müssen wir zur Kenntnis nehmen, dass es Bedenken gibt. Zumindest scheint es weniger offensichtlich, welchen Einfluss eine Kursgewinnbesteuerung auf die Kapitalkosten haben wird. Dabei ist die Behauptung, die Steuerreform 2008 führe zu neuen Schwierigkeiten, nicht nachvollziehbar. Wenn die Cashflows Zahlungsgrößen nach Einkommensteuer darstellen, so sind diese mit den Kapitalkosten nach Einkommensteuer zu diskontieren. Dabei finden sich verschiedene Wege, diese Kapitalkosten zu bestimmen – und diesen wollen wir uns jetzt zuwenden.

2. DCF-Verfahren und Einkommensteuer bei Unsicherheit

Wenn die Zahlungsüberschüsse eines Unternehmens sichere Größen darstellen, kann man die Frage nach dem Einfluss der Einkommensteuer auf den Unternehmenswert leicht beantworten. Dazu bedient man sich des „Standardmodells der Investitionsrechnung“: Man vermindert im Zähler die Brutto-Cashflows um die erforderlichen Steuerzahlungen und im Nenner wird der risikolose Zinssatz mit dem Faktor $(1-s)$ multipliziert, wobei s den persönlichen Steuersatz darstellt. Das Ergebnis ist nicht nur intuitiv nachvollziehbar, es lässt sich auch

auf einem formal präzisen Wege herleiten.⁶ Es ist bekannt, dass ein steigender Steuersatz in diesem Modell auf ein paradoxes Verhalten des Unternehmenswertes führen kann: so existieren einfache Zahlenbeispiele, bei denen der Unternehmenswert mit dem Steuersatz zunimmt. Dieses Phänomen wird als Steuerparadox bezeichnet und ist im Wesentlichen dadurch zu erklären, dass die Einkommensteuer in ihrer Wirkung nicht investitionsneutral ist. Im Fall der ewigen Rente ohne Wachstum kürzt sich der Einkommensteuersatz dagegen heraus, hier kann es nicht zu einem Steuerparadox kommen.

Anders ist es bei unsicheren Cashflows. Unsichere Cashflows lassen sich auf verschiedene Arten bewältigen:

1. durch Verdichtung der Cashflow-Verteilung auf das Sicherheitsäquivalent und Abzinsung mit dem risikolosen Zins (Sicherheitsäquivalent-Methode),
2. durch Verdichtung der Cashflow-Verteilung auf den Erwartungswert, der mit den Wahrscheinlichkeiten des Investors berechnet wird, und Abzinsung mit dem risikoangepassten Zins (Risikozuschlags-Methode),
3. durch Verdichtung auf den Erwartungswert, der mit so genannten risikoangepassten oder risikoneutralen Wahrscheinlichkeiten berechnet wird, und Abzinsung mit dem risikolosen Zins (risikoneutrale Bewertung).⁷

Bei Anwendung der ersten Methode weiß man, dass selbst im Fall der ewigen Rente das Sicherheitsäquivalent einer Verteilung von Cashflows vor persönlichen Steuern nicht ohne weiteres mit $(1-s)$ multipliziert werden darf, damit man zum einen das Sicherheitsäquivalent der Verteilung der Cashflows nach persönlichen Steuern erhält und zum anderen der Faktor $(1-s)$ bei den Cashflows mit dem Faktor $(1-s)$ beim risikolosen Zins gekürzt werden kann. Voraussetzung für diese Kürzung wäre das Vorliegen von

4 Vgl. IDW, Berichterstattung über Sitzungen, 57. bis 61. Sitzung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung, FN-IDW 1997, S. 33 f., sowie Siepe, WPg 1997, S. 1–10 und S. 37–44; Siepe, WPg 1998, S. 325–338; IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) (Stand: 28.06.2000), WPg 2000, S. 829, Tz. 37; IDW (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 1), S. 32–34, Tz. 104 f.; Wagner u. a., WPg 2004, S. 889–897; IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) (Stand: 18.10.2005), WPg 2005, S. 1307, Tz. 37–40.

5 Vgl. vor allem Aders, BewertungsPraktiker (FB-Beilage) 1/2007, S. 7. Anders Hommel/Pauely, BB 2007, S. 1155–1161, und Wiese, WPg 2007, S. 368–375.

6 Vgl. beispielsweise Kruschwitz, Investitionsrechnung, 11. Aufl., München/Wien 2007, S. 140 ff.

7 Vgl. auch Ballwieser, Unternehmensbewertung, in: Köhler/Küpper/Pfingsten (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 6. Aufl., Stuttgart 2007, Sp. 1783 f. und Sp. 1786.

Investoren mit Risikonutzenfunktionen mit konstanter relativer Risikoaversionfunktion, also z.B. Log- oder Potenzfunktion.⁸

Es mag überraschend sein, dass man in der deutschen finanzwirtschaftlichen Literatur nahezu keinen Hinweis findet, wie das Standardmodell auf den Fall unter Unsicherheit erweitert werden kann, sofern man von der Sicherheitsäquivalent-Methode abgeht. Allerdings hat sich nun aber eingebürgert, ganz genauso vorzugehen wie unter Sicherheit. Problematisch ist dabei nicht die Abbildung der Einkommensteuer im Zähler. Schwierigkeiten gibt es vielmehr mit dem Nenner der Gleichung. Auf *Johansson* zurückgehend wird vorgeschlagen, die Kapitalkosten k pauschal um den Steuersatz s zu kürzen.⁹ Es wird also vorausgesetzt, dass sich die Kapitalkosten bei Einbeziehung einer Einkommensteuer linear aus einer Größe ergeben, für die die Bezeichnung „Kapitalkosten vor Steuern“ verwendet wird.

Der genannte lineare Zusammenhang zwischen Einkommensteuersatz und Kapitalkosten mag intuitiv sehr einleuchtend sein. Aber Intuition allein genügt nicht und kann sogar in die Irre führen. Spezifiziert man die bisher nicht genauer beschriebene Unsicherheit und unterstellt einen Binomialbaum der Cashflows, dann kann man zeigen, dass der lineare Zusammenhang auf eine Arbitragegelegenheit führt, wenn man von einem System ohne persönliche Einkommensteuer in ein solches mit persönlicher Einkommensteuer übergeht.¹⁰ Dass eine solche Arbitragegelegenheit weder in der Theorie noch in der Praxis akzeptabel ist, wurde an anderer Stelle ausführlich dargelegt.¹¹

In der Diskussion wurde daraufhin wiederholt der Vorschlag geäußert, den linearen Zusammenhang zwischen

Einkommensteuersatz und Kapitalkosten aufzugeben und durch eine differenzierte Berücksichtigung von Kursgewinnen und Dividendeneinkünften zu ersetzen.¹² Es zeigte sich jedoch, dass dieser Vorschlag nicht geeignet ist, die aufgezeigte Arbitragegelegenheit zu eliminieren. Vielmehr kann man sie auch bei einer differenzierten Berücksichtigung von Kursgewinnen und Dividenden im Kapitalkostensatz erzeugen.

Was folgt aus diesen Beobachtungen? Zuerst einmal zeigt sich die doch überraschende Tatsache, dass die Theorie der DCF-Verfahren keine unmittelbare Antwort auf die Frage gibt, welcher funktionale Zusammenhang zwischen Kapitalkosten vor Steuern und Kapitalkosten nach Steuern besteht. Eine einfache Lösung der Form $k(1-s)$ jedenfalls führt ins theoretische Abseits, wenn man von einem System ohne persönliche Einkommensteuer in ein solches mit persönlicher Einkommensteuer übergeht. All dies war bereits bekannt, bevor die Diskussion um die Steuerreform 2008 begann. Für uns ist nun ganz unverständlich, weshalb gerade die Einführung einer Abgeltungssteuer zu neuen Problemen in der Umsetzung theoretischer Erkenntnisse führen soll. Die Probleme bestehen vielmehr bereits seit geraumer Zeit und haben mit der Abgeltungssteuer nichts zu tun. Es war vorher schon schwierig, Aussagen zu einem Zusammenhang zwischen Steuersatz und Kapitalkosten zu formulieren, und diese Aufgabe ist durch die Steuerreform 2008 nicht einfacher geworden. Insbesondere können wir nicht erkennen, dass die Besonderheiten des neuen Rechts zu Argumenten für eine Abkehr von der Berücksichtigung der Einkommensteuer führen sollten.

3. Das Tax-CAPM

Zur Bestimmung von Kapitalkostensätzen wird im Zusammenhang mit DCF-

Verfahren ein Rückgriff auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) empfohlen.¹³ Das CAPM wurde in den 60er Jahren des vorigen Jahrhunderts entwickelt¹⁴ und beruht auf der Annahme, dass keine Steuern erhoben werden. Die charakteristische Renditegleichung dieses Modells hat die Form

$$E[\tilde{r}_j] = r_f + (E[\tilde{r}_M] - r_f) \beta_j,$$

wobei $E[\tilde{r}_j]$ die erwartete Rendite des j -ten Assets,¹⁵ r_f den risikolosen Zins, $E[\tilde{r}_M]$ die erwartete Marktrendite und β_j den Betafaktor des betreffenden Assets repräsentieren.

Die Einbeziehung von Steuern in das CAPM erfolgte erst einige Jahre später. Besonderen Bekanntheitsgrad hat die Arbeit von *Brennan* erlangt.¹⁶ Eine Variante, die dem hierzulande gegenwärtig noch geltenden Steuerrecht Rechnung trägt, ist kürzlich von *Wiese* vorgestellt worden.¹⁷ Unter Verwendung von drei differenzierten Steuersätzen¹⁸ leitete er ab, dass die erwartete Rendite des j -ten Assets sich zu

$$E[\tilde{r}_j] = r_f(1 - \Phi) + (E[\tilde{r}_M] - r_f(1 - \Phi) - d_M \Psi) \beta_j + d_j \Psi \quad (1)$$

13 Insbesondere das IDW hat sich dazu durchgeungen; vgl. *IDW S 1* (Stand: 18.10.2005), WPg 2005, S. 1312, Tz. 100, und Anhang.

14 Vgl. *Sharpe*, *The Journal of Finance* (19) 1964, S. 425–442; *Lintner*, *Review of Economics and Statistics* (47) 1965, S. 13–37; *Mossin*, *Econometrica* (34) 1966, S. 768–783.

15 Im hier diskutierten Zusammenhang kann man sich darunter ein spezielles Unternehmen vorstellen, dessen Aktien an einem Kapitalmarkt gehandelt werden.

16 Vgl. *Brennan*, *National Tax Journal* (23) 1970, S. 417–427. *Brennan* formulierte ein Modell mit proportionaler Besteuerung. Im Gegensatz zum Standard-CAPM existiert bis heute keine Mehrperiodenversion des Tax-CAPM. Wer das Tax-CAPM trotzdem auf mehrperiodige Bewertungsprobleme anwendet, setzt implizit voraus, dass problematische Voraussetzungen erfüllt sind. Vgl. dazu im Detail *Wiese*, FB 2006, S. 243–248.

17 Vgl. *Wiese*, *Komponenten des Zinsfußes in Unternehmensbewertungskalkülen*, Frankfurt/M. 2006, S. 96 ff.

18 τ_e ist ein allgemeiner Einkommensteuersatz, τ_k ein Einkommensteuersatz für Kursgewinne und τ_d ein Einkommensteuersatz für Dividendeneinkünfte.

8 Vgl. *Leuthier*, *Das Interdependenzproblem bei der Unternehmensbewertung*, Frankfurt/M. u. a. 1988, S. 168–174. Vgl. auch schon *Moxter*, *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Wiesbaden 1983, S. 178: Besteuerung berührt die Risiko-Chancenstruktur. „Es hängt von der individuellen Risikoneigung ab, wie die Besteuerung den sicherheitsäquivalenten Ertrag verschiebt.“

9 Siehe *Johansson*, *Swedish Journal of Economics* (71) 1969, S. 103–110.

10 *Kruschwitz/Löffler*, ZfB 2004, S. 1–16.

11 *Kruschwitz/Löffler*, WPg 2005, S. 73–79.

12 Beispielsweise *Laitenberger*, FB 2000, S. 546–550; *Löffler*, FB 2001, S. 593–594; *Schwetzer/Piehler*, *Unternehmensbewertung bei Wachstum, Risiko und Besteuerung – Anmerkungen zum „Steuerparadoxon“*, Arbeitspapier Nr. 56, Handelshochschule Leipzig 2002, und *Franke/Hax*, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 5. Aufl., Berlin 2004, S. 493.

ergibt, wobei d_j und d_M für eine deterministische Dividendenrendite¹⁹ des j -ten Assets respektive des Kapitalmarkts stehen, während ϕ und ψ Steuerkorrekturfaktoren darstellen, für die

$$\Phi = \frac{\theta_{\tau_e} - \theta_{\tau_k}}{1 - \theta_{\tau_k}} \quad \text{und} \quad \Psi = \frac{\theta_{\tau_d} - \theta_{\tau_k}}{1 - \theta_{\tau_k}}$$

gilt. Die Korrekturfaktoren sind Funktionen von Variablen des Typs $\theta_{(\cdot)}$, die als präferenzgewichtete marktdurchschnittliche Steuersätze zu interpretieren sind. Daran ist zunächst bemerkenswert, dass sich im Gegensatz zum CAPM bei Einbeziehung der Steuern die Nutzenterme aus der Renditegleichung (1) nicht entfernen lassen.²⁰ Die erwarteten Renditen lassen sich also nur ermitteln, wenn die Nutzenfunktionen und Grenzsteuersätze aller Marktteilnehmer bekannt sind. Darüber hinaus ist an Gleichung (1) bemerkenswert, dass dort nicht Nachsteuer-Renditen, sondern Vorsteuer-Renditen erklärt werden; allerdings sind es Vorsteuer-Renditen, die sich am Markt unter der Voraussetzung einstellen würden, dass Einkommensteuern erhoben werden.

Wenn Gleichung (1) korrekt ist, wissen wir, dass die in einer Welt mit Einkommensteuer zu erwartenden Vorsteuer-Renditen von der spezifischen Risikoaversion jedes einzelnen Marktteilnehmers und von den individuellen Grenzsteuersätzen dieser Personen abhängen. Wären wir dazu in der Lage, alle diese Größen simultan zu schätzen, könnten wir die zu erwartenden Vorsteuer-Renditen der riskanten Kapitalanlagen berechnen. Sieht man von den Datenbeschaffungsproblemen einmal ab, eignet sich das Modell allerdings sehr wohl für die Bewertung von Unternehmen, obwohl „nur“ Vorsteuer-Renditen zur Verfügung gestellt werden. Der Unternehmenswert ergäbe sich in diesem Ansatz durch Kapitalisierung der Cashflows nach Unter-

nehmenssteuern (und vor Einkommensteuern) mit der Vorsteuer-Rendite.²¹ Das ist aus Sicht der Praxis eine ungewöhnliche Rechentechnik. Es mag sein, dass das vielen Praktikern nicht gefällt, weil es intuitiv nicht einleuchtet. Aus der Perspektive von Theoretikern ist das kein ernst zu nehmendes Argument. Aus wissenschaftlicher Sicht kommt es nur darauf an, korrekt zu rechnen.

Immerhin ist erstaunlich, dass die Bewertungspraxis das Tax-CAPM bisher verwendet hat, ohne sich über Anwendungsprobleme zu beklagen.²² Daher ist unklar, warum gerade die aktuelle Steuerreform solche Probleme verursachen soll.

4. Empirische Studien und Notwendigkeit der Datenanpassung

Auf Basis des Tax-CAPM hat *Stehle* Marktrisikoprämien für Deutschland unter der Annahme eines persönlichen Einkommensteuersatzes von 35 %, wie er von den Wirtschaftsprüfern für die Berechnung des objektivierten Unternehmenswertes verwendet wird, berechnet. Sein Schätzzeitraum waren die Jahre 1955 bis 2003; für das Marktportfolio hat er alternativ den CDAX und den DAX, für die Festverzinslichen den REX herangezogen. Die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern betrug im arithmetischen Mittel zwischen 6,66 % (auf Basis CDAX) und 7,04 % (auf Basis DAX), beim geometrischen Mittel 3,83 % und 3,81 %. Vor persönlichen Steuern war sie 5,46 % und 6,02 % als arithmetisches Mittel und 2,66 % und 2,76 % als geometrisches Mittel²³.

Schreibt man *Stehles* Daten bis zum Jahr 2006 fort, resultieren mit dem CDAX als arithmetisches Mittel 7,22 % (12,54 % – 4,32 %) und als geometrisches Mittel 4,56 % (8,79 % – 4,23 %).²⁴ Es zeigt sich die Sensitivität bei Änderung des Erhebungszeitraums: Gegenüber dem nur um drei Jahre kürzeren Zeitraum steigt das arithmetische Mittel um 0,56 Prozentpunkte, das geometrische Mittel sogar um 0,73 Prozentpunkte. Über die Vorzüge der jewei-

ligen Mittelwerte gibt es eine Literaturkontroverse,²⁵ wobei *Stehle* für das arithmetische Mittel plädiert.²⁶

Wirtschaftsprüfer haben *Stehles* Daten als Ausgangsgrundlage für die Zinsfußbestimmung verwendet, aber von den historischen Daten, wie von *Stehle* selbst empfohlen,²⁷ einen Abschlag vorgenommen. Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW hat deshalb ab dem Bewertungsstichtag 31.12.2004 eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5 % bis 6 %, eine solche vor persönlichen Steuern in Höhe von 4 % bis 5 % empfohlen.²⁸

Während die höhere Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern gegenüber der vor persönlichen Steuern mit dem Tax-CAPM und der steuerlichen Benachteiligung von Festverzinslichen begründet werden kann²⁹, wird dies in Zukunft nicht mehr gelten. Nach der Steuerreform gibt es einen einheitlichen Steuersatz von 25 % für alle Kapitaleinkünfte und keine steuerbefreiten Kursgewinne. Damit stellt sich aber die Frage, von welchem Steuersatz das IDW in Zukunft ausgehen soll. Es braucht die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern für die Unternehmensbewertung, diejenige vor persönlichen Steuern für die bilanzielle Bewertung, speziell nach IAS 36 zum Wertminderungstest von Vermögenswerten. In diesem Standard werden das CAPM und gewogene durchschnittliche Kapitalkosten – wenn auch in theoretisch inkonsistenter Weise³⁰ – ins Spiel gebracht.

19 Die Annahme einer deterministischen Dividendenrendite ist problematisch. Im Kontext einer mehrperiodigen Anwendung des Tax-CAPM muss man sie sogar als unhaltbar bezeichnen, weil sie darauf hinausläuft, dass Aktien risikolose Kapitalanlagen sind. Führt man jedoch stochastische Dividendenrenditen in das Modell ein, erhält man sehr unübersichtliche Resultate. Vgl. *Wiese*, a.a.O. (Fn. 17), S. 113–118; *Mai*, ZfB 2006, S. 1234–1241.

20 Auch im Standard-CAPM gelingt die Beseitigung der Nutzenterme nur mit einem Trick; vgl. *Kruschwitz*, Finanzierung und Investition, 4. Aufl., München/Wien 2004, S. 192 f.

21 Siehe *Jonas/Löffler/Wiese*, WPg 2004, S. 901.

22 Zur Berücksichtigung in der Rechtsprechung vgl. *Reuter*, AG 2007, S. 1–12.

23 Vgl. *Stehle*, WPg 2004, S. 921.

24 Vgl. *Stehle*, WPg 2004, S. 921, ergänzt um die Jahre 2004 bis 2006, deren Daten auf der Webseite von *Stehle* zu finden sind.

25 Vgl. *Wagner u.a.*, WPg 2006, S. 1017–1019, m.w.N.

26 Vgl. *Stehle*, WPg 2004, S. 910 f.

27 Vgl. *Stehle*, WPg 2004, S. 911: „Aus mehreren Gründen halten wir einen Abzug von 1 bis 1,5 % bei Schätzwerten, die auf dem arithmetischen Mittel beruhen, für vertretbar.“

28 Vgl. *IDW*, 84. Sitzung des AKU – Eckdaten zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes bei der Unternehmensbewertung, FN-IDW 2005, S. 71.

29 Diese haben eine Steuerlast von 35 %, während Dividenden mit 17,5 % und Kursgewinne nach Ablauf eines Jahres und bei steuerlich unwesentlicher Beteiligung in jedem Titel am Marktportfolio mit 0 % belastet werden.

30 Vgl. *Ballwieser*, Unternehmensbewertung in der IFRS-Bilanzierung, in: Börsig/Wagenhofer (Hrsg.), IFRS in Rechnungswesen und Controlling, Stuttgart 2006, S. 274–279; *Hachmeister*, Impairment-Test nach IFRS und US-GAAP, in: Ballwieser/Beyer/Zelger (Hrsg.), Unternehmenskauf nach IFRS und US-GAAP, Stuttgart 2005, S. 213–222.

Man kann auf die Idee kommen, die von *Stehle* in der Vergangenheit gemessenen Marktrisikoprämien nach persönlichen Steuern als Ausdruck der vom Markt gewollten Risikoprämie zu sehen und anzunehmen, dass sich Preise nach der Steuerreform so einstellen, dass diese Marktrisikoprämie wieder erzeugt wird. Jedoch wird man bei dieser Überlegung insoweit zögern, als der Markt empirisch gesehen nicht oder allenfalls zufällig von Anlegern beherrscht wird, die

- (1) ihre Steuern nach deutschem Recht als Privatperson entrichten³¹ und
- (2) einen Grenzsteuersatz von 35 % besitzen.³²

Alternativ kann man auf die Idee kommen, die von *Stehle* berechneten Marktrisikoprämien vor persönlichen Steuern als extrapolierbar anzusehen, was bei einer Änderung des Steuerrechts ohne weitere kompensatorische Effekte wie einer Änderung von Preisen zu einer anderen Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern führen müsste. Auch dies erscheint nicht überzeugend.

Erneut ist allerdings zu konstatieren, dass sich die angesprochenen Probleme nur zufällig anlässlich der jetzigen Steuerreform ergeben. Zum einen sind bereits die Daten von *Stehle* bei Vorliegen ganz unterschiedlicher Steuersysteme gewonnen worden. Insofern ist zu fragen, wie homogen sie sind und ob sie überhaupt übertragen werden dürfen. Zum anderen werden sämtliche empirischen Daten, wenn die Investoren unter Berücksichtigung von persönlichen Steuern kalkulieren (zu deren Annahme es gute Gründe gibt), durch steuerliche Regelungen beeinflusst sein. Wenn sich diese Regelungen ändern, müsste es Einflüsse auf Preise und Renditen geben, die wir nicht wirklich durchschauen. Damit stellt sich generell die Frage der Extrapolierbarkeit von Vergangenheitsdaten, die einen konstanten Bedingungskomplex oder gesetzmäßige Aussagen darüber verlangt, wie bestimmte Faktoren auf Preise und Renditen wirken. Darüber wissen wir kaum etwas.

5. Kursgewinnbesteuerung

Soweit man trotz theoretischer Vorbehalte, die in Kap. 3 geäußert wurden, das Tax-CAPM verwendet hat, war dies grundsätzlich dazu in der Lage, Kursgewinne zu erfassen. Die Einschränkung auf „grundsätzlich“ erfolgt deshalb, weil es sich beim Tax-CAPM ebenso wie beim CAPM um ein Einperiodenmodell handelt und sich hier nicht sinnvoll zwischen Dividenden und Kursgewinnen unterscheiden lässt.

Erst wenn man die engen Bedingungen als erfüllt ansieht, die es erlauben, das Tax-CAPM in einem Mehrperiodenkalkül zu verwenden, gibt die Trennung von Kursgewinnen und Dividenden Sinn. Bisher waren Kursgewinne kein echtes Problem, weil ihre Steuerfreiheit explizite Überlegungen über Haltedauern und Kursgewinnerfassung überflüssig machte. In Zukunft wird der Investor hingegen die jetzt besteuerten Kursgewinne in die Zukunft schieben, um ihre Steuerlast zu umgehen.³³ Damit stellt sich die Frage, welche Implikationen die Kursgewinnbesteuerung für das Investorenverhalten hat und ob man bei der Vergleichsanlage im Marktportfolio explizit von einer Haltedauerannahme ausgehen muss.

6. Weitere Überlegungen

Praktiker verlangen mitunter, dass Vor- und Nachsteuerrechnung zu identischen Ergebnissen führen sollen. Diese Forderung resultiert daraus, dass Unternehmensleiter nur einen einzigen Wert eines Unternehmens wissen wollen: denjenigen für eine konkrete Transaktion wie denjenigen für die Bilanz. Mit theoretischen Argumenten kann eine solche Forderung nicht begründet werden: Es darf nicht verwundern, dass Grenzpreise und nach Konventionen unter Berücksichtigung anderer Zielsetzungen zu bildende Werte für die Bilanzierung allenfalls zufällig deckungsgleich sind. Unterschiedliche Zwecksetzungen führen nur zufällig zu identischen Wertkategorien und Werten.³⁴ Aus theoretischer Sicht ist

das eine Trivialität, die durch Forderungen nach Konvergenz von in- und externem Rechnungswesen und Komplexitätsreduktion auszuhebeln versucht wird.

Ebenfalls kein theoretisches, sondern ein praktisches Argument ist der Verweis auf andere Vorgehensweisen in anderen Ländern. So wird den deutschen Wirtschaftsprüfern ein Sonderweg bei der Berücksichtigung persönlicher Steuern bescheinigt. Im Ausland, speziell den USA und Großbritannien, sei das nicht zu beobachten. Hier gilt es zwei Aspekte zu unterscheiden: die Stimmen aus Hochschulen und Praxis und das jeweilige Umfeld der Unternehmensbewertung. Beispielsweise setzen sich US-amerikanische Wissenschaftler mit persönlichen Steuern als Element eines Investitionskalküls auseinander.³⁵ Was Investmentbanker oder Berater machen, ist eine zweite Frage. Gleichermäßen kennt man in den USA viele Schutzregelungen für Minderheiten, die auf Börsenkurse zurückgreifen. Das ist, von der Rechtsprechung zur Börsenkursrelevanz bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und Sacheingliederungen abgesehen,³⁶ in Deutschland anders. Hier spielen Bewertungen von Wirtschaftsprüfern eine Rolle, die in anderen Staaten nicht gleichermaßen stattfinden.

Schließlich stellt sich die Frage der Komplexitätsreduktion. Eine Rechnung ohne persönliche Steuern ist zweifellos einfacher als eine solche mit ihnen. Allerdings ist Komplexitätsreduktion kein Selbstzweck. Wenn man richtig rechnen kann und in einer vereinfachten Rechnung einen erheblichen Fehler macht, spricht nichts für die Vereinfachung. Zum anderen gibt es einen logischen Bruch, wenn Steuern Preise in dieser Welt beeinflussen. Ist dies der Fall, sind die Preise nicht steuerfrei. Steuern dann wegzulassen, bedeutet die Augen vor einem empirisch vorhandenen Einflussfaktor (willkürlich) zu verschließen.

31 Nach *IDW S 1* gilt das Sitzlandprinzip, d.h. es wird unterstellt, die Eigentümer in Form natürlicher Personen seien in dem Land ansässig, in dem das Unternehmen sitzt, deren Eigentum sie halten. Vgl. *IDW S 1* (Stand: 18.10.2005), WPg 2005, S. 1309, Tz. 55.

32 Zu Einwänden gegen die 35 % als Normierungsannahme des IDW vgl. *Kruschwitz*, 1–7, in: *Winkeljohann/Bareis/Volk* (Hrsg.), FS Schneeloch, München 2007, S. 61–64.

33 Vgl. *Wiese*, WPg 2007, S. 370–371. Danach ist der effektive Kursgewinnsteuersatz eine Funktion der Haltedauer und des erwarteten Kurswachstums.

34 Vgl. für die Bilanzierung vor allem *Moxter*, Bilanzlehre, Bd. I: Einführung in die Bilanz-

theorie, 3. Aufl., Wiesbaden 1984; für die Unternehmensbewertung *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983, S. 5–8.

35 Vgl. vor allem *Canefield*, The Journal of Valuation 1999, S. 23–25; *Taggart*, Financial Management (20) 1991, S. 8–20; *Sick*, Management Science (36) 1990, S. 1432–1450.

36 Vgl. BVerfG vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566–572.