

# Die Besteuerung von Kursgewinnen und Dividenden in der Unternehmensbewertung

## I. Einleitung

Der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer vertritt seit geraumer Zeit den Standpunkt, in eine Unternehmensbewertung sei grundsätzlich die Einkommensteuerbelastung eventueller Anteilseigner eines Unternehmens einzubeziehen. Dies führt, wie von einigen Autoren hervorgehoben wurde, dann zu praktischen Schwierigkeiten, wenn das Unternehmen starkem Wachstum unterliegt<sup>1)</sup>. Nach der Gordon-Shapiro-Formel ergibt sich der Unternehmenswert zu

$$UW = \frac{CF(1-s)}{r(1-s)-g}, \quad (1)$$

wobei CF den Cash-flow der ersten Phase, r die Kapitalkosten und g die Wachstumsrate der Cash-flows bezeichne. Ist die Wachstumsrate verschieden von null, so ziehen bereits kleine Änderungen des Steuersatzes sehr heftige Variationen des Unternehmenswerts nach sich. Die Ermittlung des Steuersatzes ist beispielsweise in Unternehmen mit Streubesitz praktisch unmöglich – da der Steuersatz aber maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenswert hat, steht der Bewerter so vor einer unlösbaren Aufgabe.

Laitenberger und Ollmann/Richter haben unabhängig voneinander einen Lösungsweg aus diesem Dilemma gewiesen<sup>2)</sup>. Die Autoren weisen darauf hin, dass im deutschen Einkommensteuerrecht Kursgewinne steuerfrei bleiben (wenn die Haltefrist größer als die Spekulationsfrist von einem Jahr ist), während Dividenden der Besteuerung unterliegen. Daher, so die genannten Autoren weiter in ihrer Argumentation, müsse der Nenner statt des Termes  $r(1-s)$  vielmehr die Summe aus (unversteuerten) Kursgewinnrendite  $k$  und (versteuerten) Dividendenrendite  $d$  enthalten. Da man mit einfachen Methoden zeigen kann, dass Kursgewinnrendite und Wachstumsrate identisch sind, folgt damit die modifizierte Gordon-Shapiro-Formel

$$UW = \frac{CF(1-s)}{k+d(1-s)-g} = \frac{CF}{d} \quad (2)$$

und diese Größe ist vom Steuersatz gänzlich unabhängig.

Diese Idee ist verblüffend einfach und scheint einen eleganten Weg aus dem Dilemma eines vom Einkommensteuersatz stark abhängigen Unternehmenswerts zu liefern. Bei genauerem Nachdenken aber kann das Argument nicht überzeugen. Wenn Laitenberger und Ollmann/Richter von Kursgewinnen sprechen, so kann es sich ausschließlich um nicht realisierte Kursgewinne handeln. Der Eigentümer bezieht ja bis in alle Ewigkeit den Cash-flow aus dem Unternehmen, und dies setzt notwendigerweise voraus, dass er die Anteile nicht verkauft hat. Nicht realisierte Kursgewinne wiederum unterliegen nicht nur

nicht in Deutschland, sondern nirgendwo einer Einkommensteuer, da bei Einkünften aus Kapitalvermögen typischerweise das Zuflussprinzip gilt. Die von Laitenberger und Ollmann/Richter geforderte

Prof. Dr. Dr. Andreas Löffler,  
Lehrstuhl für Banken und Finanzierung,  
Universität Hannover,  
Königsworther Platz 1, 30169  
Hannover. Email: AL@wacc.de.

Anpassung der Gordon-Shapiro-Formel gelte also nicht nur für das deutsche, sondern beispielsweise auch für das amerikanische Steuerrecht und demzufolge auch für amerikanische Unternehmen mit amerikanischen Anteilseignern.

An dieser Stelle nun müssen wir uns fragen, warum die Gordon-Shapiro-Formel, trotz scheinbarer Fehlerhaftigkeit, bis heute in der angloamerikanischen Literatur zur Unternehmensbewertung zu finden ist. Haben deren Entdecker diese Erkenntnis übersehen?

Ziel dieser Note ist die Vermittlung der folgenden Erkenntnis. Die Modifikation der Gordon-Shapiro-Formel folgt nicht aus der fehlenden Besteuerung von Kursgewinnen. Sie ist vielmehr anzuwenden bei einer Einkommensteuer, bei der

- entweder die Cash-flows eine Überschusseinkunft darstellen (sie also etwa Einkünfte aus Kapitalvermögen darstellen)
- oder die Cash-flows eine Gewinneinkunft darstellen (sie also beispielsweise Einkünfte aus gewerblicher Tätigkeit sind) und sich gleichzeitig der Buchwert der Unternehmung nicht ändert.

Ändert sich dagegen der Buchwert der Unternehmung (weil etwa Buchwert und Marktwert gleich sind) und erhält der Anteilseigner Einkünfte, deren Höhe sich nach dem Prinzip einer Gewinnermittlung bestimmt, dann hat man mit der klassischen Gordon-Shapiro-Formel zu rechnen. Entscheidend für die Modifikation sind also die Höhe der zukünftigen Buchwerte des Unternehmens und die Antwort auf die Frage, welcher Einkunftsart die Cash-flows sind.

## II. Das Modell

Es gebe eine Unternehmung mit Brutto Cash-flows  $CF_t$  („Dividenden“) im Zeitpunkt  $t$ . Die Unternehmung lebe ewig. Die Cash-flows weisen eine stetige Wachstumsrate von  $g$  auf. Wir betrachten einen Anteilseigner des Unternehmens. Der Marktwert seines Anteils möge  $V_t$  betragen. Der Steuersatz wird im Folgenden mit  $s$  bezeichnet.

Für die Zwecke der Einkunftsermittlung ist neben dem Marktwert der Buchwert der Anteile, die im Besitz des Investors sind, von zentraler Bedeutung. Wir wollen diesen Buchwert im Zeitpunkt  $t$  mit  $BW_t$  bezeichnen. Wir haben nun drei mögliche Fälle voneinander zu unterscheiden.

1) Siehe Kruschwitz/Löffler, DB 1998 S. 420-422.

2) Siehe Laitenberger, FB 2000 S. 546-550, sowie Ollmann/Richter, in: FS Lutz Fischer, 1999, S. 159-178.

### 1. Überschusseinkunft

Angenommen, die Höhe der vom Investor erzielten Einkünfte ermittelt sich nach dem Prinzip der Überschusseinkunft. In diesem Fall ist die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer der Zufluss, den der Investor erhält. In allen nationalen Einkommensteuerrechten wird bei Einkünften aus Kapitalvermögen von diesem Zuflussprinzip Gebrauch gemacht, unsere Annahme muss also nicht näher motiviert werden. Setzen wir diese Annahme voraus, dann ist der Wert des Unternehmens anhand der modifizierten Gordon-Shapiro-Formel (2) zu bestimmen. Insbesondere weist der Unternehmenswert in unserem Modell keine Abhängigkeit vom Steuersatz auf.

Um diese Aussage zu beweisen, betrachten wir die erwartete Rendite, die bei einem einperiodigen Halten der Anteile des Unternehmens erzielt würde<sup>3)</sup>. Vernachlässigen wir die Steuer, so erzielt der Investor eine Rendite i.H.v.

$$r = \frac{V_{t+1} + CF_{t+1}}{V_t} - 1 = k + d.$$

Beziehen wir die Steuer ein, so sind wegen des Zuflussprinzips Steuern i.H.v.  $sCF_{t+1}$  zu zahlen und wir erhalten eine einperiodige Rendite von

$$\frac{V_{t+1} + CF_{t+1}}{V_t} - 1 = k + d(1 - s).$$

Durch Umstellen und rekursives Anwenden leiten wir daraus die modifizierte Gordon-Shapiro-Formel (2) ab.

### 2. Gewinneinkunft und konstanter Buchwert

Angenommen, die Höhe der vom Investor erzielten Einkünfte ermittelt sich nach dem Prinzip der Gewinneinkunft. Im deutschen Einkommensteuerrecht wird bei gewerblichen Einkünften von diesem Prinzip Gebrauch gemacht. Des Weiteren möge sich der Buchwert des Unternehmens nicht ändern. Diese Annahme kann beispielsweise motiviert werden, wenn wir das Unternehmen als Teil eines Anlagevermögens eines größeren Unternehmens (etwa einer Holding) auffassen könnten. Würde dieser Teil des Anlagevermögens nach dem Niederstwertprinzip bewertet, dann beeinflusst auch ein steigender Marktwert des Unternehmens nicht den Buchwert des Anlagevermögens der Holding; der Buchwert des Unternehmens bliebe vielmehr aufgrund des verwendeten Prinzips der Rechnungslegung konstant.

In diesem Fall ist die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer der Gewinn, den das Unternehmen erzielt. Der Zufluss ist steuerlich unbeachtlich. Der Gewinn ermittelt sich aus der Differenz von Cash-flow und Abschreibungen/Zuschreibungen, die in jeder Periode geltend gemacht werden können.

Die Abschreibungen bzw. Zuschreibungen ermitteln sich aus der Differenz aufeinanderfolgender Buchwerte des Unternehmens. Der Marktwert des Unternehmens nimmt beständig zu – aufgrund des Niederstwertprinzips jedoch schlägt sich diese Werterhöhung nicht in den Bilanzen nieder. Vielmehr bleibt der (für steuerliche Aspekte interessante) Buchwert konstant. Die Abschreibung/Zuschreibungen sind also null.

Betrachten wir die erwartete Rendite, die bei einem einperiodigen Halten der Anteile des Unternehmens erzielt würde

$$\frac{V_{t+1} + CF_{t+1} - s \cdot CF_{t+1}}{V_t} - 1 = k + d(1 - s).$$

Wiederum leiten wir daraus durch Umstellen und rekursives Anwenden die modifizierte Gordon-Shapiro-Formel (2) ab.

### 3. Gewinneinkunft und Buchwert gleich Marktwert

Kommen wir zum letzten möglichen Fall. Angenommen, die Höhe der vom Investor erzielten Einkünfte ermittelt sich wieder nach dem Prinzip der Gewinneinkunft. Jetzt allerdings mögen Buchwert und Marktwert der Unternehmung zusammenfallen. Um diese Annahme zu motivieren, unterstellen wir wieder, die Unternehmung sei Teil einer Holding. Diese Holding verwerde für die Bilanzierung ihres Anlagevermögens (also für die Ermittlung des Buchwerts des Unternehmens) Rechnungslegungsvorschriften nach dem Prinzip des true and fair view.

Wieder ist in diesem Fall die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer der Gewinn, den das Unternehmen erzielt. Der Zufluss ist steuerlich unbeachtlich. Dieser Gewinn ermittelt sich aus der Differenz von Cash-flow und Abschreibungen/Zuschreibungen, die in jeder Periode geltend gemacht werden können. Aufgrund des vorzunehmenden Bewertungsprinzips sind nun aber die in jedem Zeitpunkt entstehenden Wertveränderungen  $V_{t+1} - V_t$  als Zuschreibungen in der Bemessungsgrundlage zu berücksichtigen.

Betrachten wir die erwartete Rendite, die bei einem einperiodigen Halten der Anteile des Unternehmens erzielt würde

$$\frac{V_{t+1} + CF_{t+1} - s \cdot (CF_{t+1} + V_{t+1} - V_t)}{V_t} - 1 = r(1 - s).$$

Durch Umstellen und rekursives Anwenden leiten wir daraus die klassische Gordon-Shapiro-Formel (1) ab. In diesem Fall also weist der Unternehmenswert bei Wachstum eine starke Abhängigkeit vom Steuersatz  $s$  auf.

## III. Zusammenfassung

Laitenberger und Ollmann/Richter haben für den Fall der Unternehmensbewertung mit Wachstum das Problem der starken Abhängigkeit vom Steuersatz dadurch zu lösen versucht, indem sie auf im deutschen Recht fehlende Besteuerung von Kursgewinnen verwiesen. In dieser Note wurde gezeigt, dass das präzise Argument entweder der fehlende Zufluss der Kursgewinne (der von uns zuerst analysierte Fall) oder aber die steuerliche Unbeachtlichkeit dieser Kursgewinne (der von uns danach analysierte Fall) zu sein hat. In jedem Fall ist das Zusammenwirken des Einkunftsermittlungsprinzips und der jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften bei der Beantwortung der Frage zu untersuchen, ob die modifizierte oder die klassische Gordon-Shapiro-Formel bei der Unternehmensbewertung Anwendung finden kann.

<sup>3)</sup> Diese Periode möge länger als die Spekulationsfrist sein.