

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen

**Die Auswirkung alternativer
Gewinnverwendung von Kapitalgesellschaften
- im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens -
auf die Vermögenspositionen Residualanspruchsberechtigter**

Sebastian Schanz

Tübinger Diskussionsbeitrag Nr. 279

Mai 2004

Wirtschaftswissenschaftliches Seminar
Mohlstraße 36, D-72074 Tübingen

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
2	Rechtliche Grundlagen	2
2.1	Steuerrechtliche Behandlung bei Dividendenzahlung	2
2.2	Rückkauf eigener Anteile	6
2.2.1	Voraussetzungen zum Erwerb eigener Anteile	6
2.2.2	Handelsrechtliche Bilanzierung	6
2.2.3	Steuerrechtliche Behandlung	8
2.3	Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften	10
2.4	Liquidation von Kapitalgesellschaften	12
3	Ermittlung der Vermögenspositionen der Anteilseigner bei alternativer Gewinnverwendung	14
3.1	Vermögenspositionen auf vollkommenen Märkten	14
3.1.1	Grundlagen	14
3.1.2	Vermögensposition bei Dividendenzahlung	15
3.1.3	Vermögensposition bei Thesaurierung	16
3.1.4	Vermögensposition bei Rückkauf eigener Anteile	17
3.2	Vermögenspositionen unter Berücksichtigung der Besteuerung	19
3.2.1	Bestimmung der Alternativanlage	19
3.2.2	Begleitendes Zahlenbeispiel	22
3.2.3	Vermögensposition bei Dividendenzahlung	23

3.2.3.1	Halten der Anteile bis zur Liquidation	23
3.2.3.2	Zwischenzeitliche Veräußerung der Anteile	24
3.2.4	Vermögensposition bei Thesaurierung	27
3.2.4.1	Halten der Anteile bis zur Liquidation	27
3.2.4.2	Zwischenzeitliche Veräußerung der Anteile	28
3.2.5	Vermögensposition bei Rückkauf eigener Anteile	32
3.2.5.1	Halten der Anteile bis zur Liquidation	32
3.2.5.2	Zwischenzeitliche Veräußerung der Anteile	39
3.2.6	Vermögensposition im Fall des Dividenden-Stripping	43
3.3	Vergleich der Vermögenspositionen	45
4	Zusammenfassung und Ausblick	49
A	Anhang	51
A.1	Tabellarische Zusammenfassung der Veräußerungsgewinnbesteuerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften	51
A.2	Tabellarische Zusammenfassung der steuerlichen Behandlung der Li- quidation von Kapitalgesellschaften auf Eignerebene	52
A.3	Herleitung des Ertragswerts im Gründungszeitpunkt	53
A.4	Herleitung des Rückkaufpreises im Fall des Rückkaufs eigener Anteile und Halten der Anteile bis zur Liquidation	54
A.5	Herleitung des Grenzpreises des Käufers im Fall des endlichen Pla- nungshorizonts bei Rückkauf eigener Anteile	56
A.6	Beweis der Gültigkeit von Gleichung (3.59)	57

Symbolverzeichnis

AK	-	Anschaffungskosten
d_t	-	Gewinn/Bruttodividende pro Anteilseigner
D_t	-	Gesamtgewinn
E	-	Gesamteinlagen/Nennkapital der Kapitalgesellschaft
e	-	Einlage eines einzelnen Anteilseigners
e_{alt}	-	Wert eines Anteils vor dem Rückkauf eigener Anteile
e_{neu}	-	Wert eines Anteils nach dem Rückkauf eigener Anteile
E_{neu}	-	Wert der Anteile nach dem Rückkauf eigener Anteile
GE	-	Geldeinheit
GK	-	gezeichnetes Kapital
gpr_k	-	Grenzpreis des Käufers für einen einzelnen Anteil
GPR_k	-	Grenzpreis des Käufers bei Kauf einer 100% Beteiligung
gpr_v	-	Grenzpreis des Verkäufers für einen einzelnen Anteil
GPR_v	-	Grenzpreis des Verkäufers bei Verkauf einer 100% Beteiligung
GRL	-	Gewinnrücklage
H	-	Gewerbsteuerhebesatz
HEV	-	Halbeinkünfteverfahren
i	-	Kalkulationszinsfuß
KonTraG	-	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LE	-	Liquidationserlös
m	-	Meßzahl
N	-	Anzahl der Anteilseigner
N_{neu}	-	Anzahl der Anteile (Anteilseigner) nach dem Rückkauf eigener Anteile
N_{rueck}	-	Anzahl der Anteile die zurückgekauft werden
q	-	$1 + r$
q_s	-	$1 + r_s$
r	-	interne Rendite
r_s	-	interne Rendite nach Steuern

s_{bv}	- kombinierter Einkommen- und Gewerbesteuersatz bei Personengesellschaften unter Berücksichtigung des Halbeinkünfteverfahrens
$s_{bv,ges}$	- Grenzbelastung der Ausschüttung bei Halten der Anteile im Betriebsvermögen einer Personengesellschaft
$s_{bv,norm}$	- kombinierter Einkommen- und Gewerbesteuersatz bei Personengesellschaften ohne Halbeinkünfteverfahren
s_{ek}	- individueller Grenzeinkommensteuersatz
$s_{ek,ges}$	- Grenzbelastung der Ausschüttung im Fall des Haltens der Anteile im Privatvermögen
s_{ge}	- Gewerbesteuersatz
s_k	- Körperschaftsteuersatz
s_{kr}	- mit Gewerbesteuer kombinierter Körperschaftsteuersatz
T	- Zeitpunkt der Liquidation der Kapitalgesellschaft
V_t	- Gesamtvermögen der Anteilseigner im Zeitpunkt t
v_t	- Gesamtvermögen eines einzelnen Anteilseigners im Zeitpunkt t
$V_{1:DIV}$	- Vermögensposition bei Dividendenzahlung in $t = 1$
$V_{1:TH}$	- Vermögensposition bei Thesaurierung in $t = 1$
$V_{1:RK}$	- Vermögensposition bei Rückkauf eigener Anteile in $t = 1$
V_{diff}	- Differenz der Gesamtvermögensposition
V_g	- Gesamter Veräußerungsgewinn für die veräußernden Anteilseigner
VE_s	- Veräußerungserlös nach Steuern
W_t	- Ertragswert der Unternehmung im Zeitpunkt t
w_t	- Wert eines einzelnen Anteils im Zeitpunkt t
z	- Zeitpunkt der Veräußerung der Anteile

1 Einleitung

Das Problem der Ausschüttungspolitik und die damit verbundene Frage der Beeinflussung der Vermögenspositionen der Residualanspruchsberechtigten¹ genießt in der Fachwelt hohe Aufmerksamkeit, die sich in der Anzahl der dieses Problem thematisierenden Publikationen ausdrückt². Dabei können die Frage der Ausschüttung oder Einbehaltung freier Mittel³, die Bestimmung der optimalen Selbstfinanzierungsquote und die Frage der optimalen Dividendenpolitik als äquivalente Probleme betrachtet werden in deren Kern die Optimierung des Vermögensstroms zwischen Eigner und Unternehmung im Vordergrund steht⁴. Neben der grundlegenden Frage der Einbehaltung oder Ausschüttung der freien Mittel begann man sich in der zweiten Hälfte des letzten Jahrhunderts zusätzlich Gedanken darüber zu machen in welcher Form, abgesehen von der Dividendenzahlung, die Mittel im Fall der Ausschüttung die Anteilseigner erreichen sollten. Dabei rückte der Rückkauf eigener Aktien zusehends ins Licht des Interesses und wurde im Rahmen der Arbeit von BIERMAN/WEST (1966) erstmals modelltheoretisch mit der Dividendenausschüttung unter Berücksichtigung der steuerrechtlichen Gegebenheiten verglichen⁵. Für die Gewinnverwendung ergeben sich damit die drei, hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf die Vermögenspositionen der Anteilseigner, zu untersuchenden Alternativen der Thesaurierung, der Ausschüttung in Form von Dividendenzahlungen und der Ausschüttung in Form des Rückkaufs eigener Anteile.

Im Rahmen dieses Beitrags soll nun untersucht werden inwiefern sich die alterna-

¹ Als Residualanspruchsberechtigte werden diejenigen verstanden, die nach Erfüllung der vertraglich fixierten Ansprüche den Restbetrag erhalten und dadurch das Erfolgsrisiko tragen (vgl. u.a. *BUDDE (2000)*, S. 39). Im Folgenden wird von Anteilseignern gesprochen.

² Vgl. exemplarisch *MOXTER (1976)*, *WAGNER/DIRRIGL (1980)*, *DIRRIGL/WAGNER (1993)*, *WESSELBAUM-NEUGEBAUER (2001)*, *POCHOP (2003)*. Zur empirischen Relevanz steuerrechtlicher Regelungen im Rahmen der Ausschüttungspolitik börsennotierter Unternehmen in Deutschland vgl. *PELLENS/GASSEN/RICHARD (2003)*, S. 322ff.

³ Definiert man die freien Mittel nach *JENSEN (1986)*, nach dem diese den Betrag an Zahlungsgrößen darstellen, der sich ergibt nachdem alle Projekte mit positiven Kapitalwert durchgeführt wurden, ist die Frage nach der Ausschüttung oder Einbehaltung an dieser Stelle von rhetorischer Natur. Zur Definition des Free Cash Flow nach *JENSEN (1986)* vgl. *JENSEN (1986)*, S. 323.

⁴ Vgl. *ENGELS/MÜLLER (1970)*, S. 352.

⁵ Vgl. dazu auch *ELTON/GRUBER (1968)*.

tiven Gewinnverwendungsmöglichkeiten auf die Vermögenspositionen der Anteilseigner, unter Berücksichtigung des seit dem Jahr 2001 in Deutschland geltenden klassischen Körperschaftsteuersystems in Verbindung mit dem Halbeinkünfteverfahren (HEV) auswirken⁶. Dabei wird sowohl der Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation als auch die Möglichkeit einer zwischenzeitlichen Veräußerung der Anteile berücksichtigt. Zusätzlich wird das Verfahren des Dividenden-Stripping in die Untersuchung mit eingebunden. Dabei wird sich zeigen, dass im Vergleich zur Dividendenausschüttung der Rückkauf eigener Anteile im klassischen Körperschaftsteuersystem in Verbindung mit dem Halbeinkünfteverfahren immer vorteilhafter ist und aufgrund der parallel existierenden Dividenden- und Veräußerungsgewinnbesteuerung im Fall der Thesaurierung und des Rückkaufs eigener Anteile eine zwischenzeitliche Veräußerung der Anteile nicht zustande kommt, da die Grenzpreise von Käufer und Verkäufer zum Nachteil einer möglichen Transaktion divergieren.

Aufgrund der komplexen steuerrechtlichen Regelungen und der impliziten Verwendung dieser Regelungen im Rahmen der Modellierung der Vermögenspositionen der Anteilseigner in Kapitel 3 werden in Kapitel 2 zunächst die steuerlichen Rahmenbedingungen zusammenfassend dargestellt. Dies beinhaltet die steuerlichen Auswirkungen bei Dividendenzahlungen, bei Rückkauf eigener Anteile, bei Veräußerung von Anteilen und im Zeitpunkt der Liquidation.

2 Rechtliche Grundlagen

2.1 Steuerrechtliche Behandlung bei Dividendenzahlung

Die Besteuerung auf Unternehmensebene findet im herrschenden klassischen Körperschaftsteuersystem unabhängig von der alternativen Verwendung des Gewinns statt. Thesaurierung, Dividendenzahlung oder Aktienrückkauf lösen damit auf Unterneh-

⁶ Dabei wird nicht weiter auf die Frage eingegangen, welcher Anteil der nach aktien- und handelsrechtlichen Regelungen ausschüttungsfähigen Mittel an die Anteilseigner ausgeschüttet wird und welcher thesauriert werden soll. Weiterhin wird im Rahmen des Aktienrückkaufs nicht weiter auf die verschiedenen Rückkaufverfahren und deren ökonomischen Auswirkungen eingegangen. Zu den ökonomischen Auswirkungen verschiedener Rückkaufverfahren vgl. POCHOP (2003), S. 38ff.

mensebene keine unterschiedlichen steuerlichen Folgen aus. Der Körperschaftsteuersatz (s_k) beträgt nach § 23 Abs. 1 KStG 25%. Nach Berücksichtigung der Gewerbesteuer (s_{ge}) und ihrer Abzugsfähigkeit von der eigenen Bemessungsgrundlage⁷ ergibt sich der kombinierte Ertragsteuersatz (s_{kr}) als⁸

$$s_{kr} = s_k(1 - s_{ge}) + s_{ge}. \quad (2.1)$$

Da bei der Ausschüttung keine Anrechnung erfolgt, ist die Belastung der Erträge mit dem kombinierten Ertragsteuersatz als definitiv anzusehen. Ist der Ausschüttungsempfänger eine Kapitalgesellschaft, so bleiben die Bezüge im Sinne von § 20 Abs. 1 EStG im Rahmen der körperschaftsteuerlichen Einkommensermittlung nach § 8b Abs. 1 KStG bei der empfangenden Kapitalgesellschaft außer Acht.

Der Definitivbelastung auf Unternehmensebene folgt die einkommensteuerliche Belastung auf Eignerebene. Dabei ist im Rahmen der Einkommensteuer unerheblich, ob die Dividenden beim Anteilseigner aufgrund des Haltens der Anteile im Privatvermögen Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 Abs. 1 EStG, oder aufgrund des Haltens im Betriebsvermögen⁹ nach § 20 Abs. 1 i.V.m. Abs. 3 EStG Einkünfte aus Gewerbebetrieb darstellen¹⁰. In beiden Fällen findet das Halbeinkünfteverfahren nach § 3 Nr. 40 d) EStG Anwendung. Demnach sind Dividenden nur zur Hälfte steuerpflichtig¹¹. Unter Verwendung des individuellen Grenzeinkommensteuersatzes (s_{ek}) ergibt sich für die Gesamtbelastung der Dividenden im Fall des Haltens der Anteile im Privatvermögen¹²

$$s_{ek,ges} = s_{kr} + 0,5s_{ek}(1 - s_{kr}). \quad (2.2)$$

⁷ Wobei s_{ge} unter Verwendung des Hebesatzes (H) und der Meßzahl (m) als $s_{ge} = \frac{m \cdot H}{1 + m \cdot H}$ definiert ist.

⁸ Vgl. z.B. KRAWITZ (2000), S. 1725.

⁹ Dieselben Auswirkungen ergeben sich bei einer wesentlichen Beteiligung nach § 17 EStG.

¹⁰ Vgl. GROTHERR (2000), S. 851.

¹¹ Die hälftige Steuerpflicht umfasst auch die hälftige Berücksichtigung beim Gewerbeertrag nach § 7 GewStG.

¹² Vgl. z.B. KRAWITZ (2000), S. 1724. Zur Grenzsteuerbelastung im Halbeinkünfteverfahren vgl. MAITERTH/BIRK (2000), S. 1378f. In diesem Fall handelt es sich um eine unwesentliche Beteiligung

Die Gesamtbelastung der Ausschüttung in Dividendenform ergibt sich also aus der Definitivbelastung s_{kr} auf Unternehmensebene, zuzüglich der hälftigen Besteuerung der nach der Definitivbelastung auf Unternehmensebene verbleibenden Dividende. Werden die Anteile im Betriebsvermögen einer Personengesellschaft gehalten, findet das Halbeinkünfteverfahren analog zum Halten im Privatvermögen Anwendung, jedoch unterliegen die Einkünfte abermals der Gewerbesteuer. Dabei wird angenommen, dass das gewerbsteuerliche Schachtelprivileg nach § 9 Nr. 2a GewStG nicht greift. Demnach sind die Gewinnanteile aus einer Beteiligung an einer nicht steuerbefreiten inländischen Kapitalgesellschaft, die nach § 3 Nr. 40 EStG nicht der Einkommensteuer unterliegen zur Bemessungsgrundlage des Gewerbeertrags nach § 8 Nr. 5 GewStG dann zuzurechnen, wenn die Voraussetzungen des § 9 Nr. 2a GewStG, in dem die Beteiligungsgrenze von 10% für das gewerbsteuerliche Schachtelprivileg definiert ist, nicht erfüllt sind¹³. Allerdings kann die Gewerbesteuer diesmal nach § 35 EStG auf die Einkommensteuer angerechnet werden und stellt deshalb eine nur minimale Zusatzbelastung dar. Für das Halten von Anteilen an Kapitalgesellschaften im Betriebsvermögen von Personengesellschaften¹⁴ ergibt sich unter Berücksichtigung der Gewerbesteuer und des Halbeinkünfteverfahrens deshalb ein Grenzeinkommensteuersatz für Einkünfte im Sinne des § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG von¹⁵

$$s_{bv} = 0,5s_{ek} + s_{ge} \left[1 - 0,5s_{ek} - \frac{1,8}{H} \right]. \quad (2.3)$$

Unabhängig vom gewerbsteuerlichen Schachtelprivileg und Halbeinkünfteverfahren würde sich für Personengesellschaften ein Grenzsteuersatz von

$$s_{bv,norm} = s_{ek} + s_{ge} \left[1 - s_{ek} - \frac{1,8}{H} \right] \quad (2.4)$$

¹³ Zum gewerbsteuerlichen Schachtelprivileg vgl. SCHEFFLER (2003), S. 230ff. und SCHULT (2002), S. 99. Wären die Bedingungen des gewerbsteuerlichen Schachtelprivilegs gegeben, so würde die nach § 3 Nr. 40 EStG nicht der Einkommensteuer unterliegende Hälfte der Gewinne nach § 8 Nr. 5 GewStG zur gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage hinzugerechnet werden, jedoch würde die Regelung des § 9 Nr. 2a GewStG eine vollständige Kürzung der Gewinne bewirken.

¹⁴ Unter ausschließlicher Berücksichtigung der Anteilseignerebene.

¹⁵ Der Freibetrag für Personengesellschaften nach § 11 Abs. 1 Nr. 1 GewStG und die Staffelung der Meßzahl nach § 11 Abs. 2 Nr. 1 GewStG werden hier nicht berücksichtigt.

ergeben. Finden die Unternehmensebene und die Ebene der Anteilseigner Berücksichtigung ergibt sich die Gesamtbelastung der Dividenden im Fall des Haltens im Betriebsvermögen einer Personengesellschaft unter Berücksichtigung der hälftigen Besteuerung auf Eignerebene als

$$s_{bv,ges} = s_{kr} + (1 - s_{kr}) \left[0,5s_{ek} + s_{ge} \left(1 - 0,5s_{ek} - \frac{1,8}{H} \right) \right]. \quad (2.5)$$

Ist der Anteilseigner eine Körperschaft so sind die Dividenden nach dem in § 8b Abs. 1 KStG verankerten Dividendenprivileg generell steuerfrei¹⁶. Dadurch wird verhindert, dass sich die Körperschaftsteuerbelastung auf Unternehmensebene kumuliert d.h. es wird damit gewährleistet, dass sich aufgrund mehrerer Beteiligungsstufen die Gesamtbelastung der natürlichen Person ($s_{ek,ges}$) nach der Darstellung in Gleichung (2.2) nicht ändert¹⁷.

Eine Verhinderung der steuerlichen Belastung von Ausschüttungen auf Anteilseignerebene und der damit verbundenen Beschränkung der Besteuerung auf die Ebene der Kapitalgesellschaft bietet das sogenannte Dividenden-Stripping unter der Bedingung, dass die Spekulationsfrist für Wertpapiere nach § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG und die Wesentlichkeitsgrenze des § 17 EStG nicht überschritten wurde. Hierbei werden die Anteile kurz vor Ausschüttung der Dividende zu einem Preis der die erwartete Ausschüttung beinhaltet an eine Kapitalgesellschaft veräußert und nach der Ausschüttung zu einem Preis der die Ausschüttungserwartung nicht widerpiegelt zurück erworben. Da eine Besteuerung auf Eignerebene aufgrund obiger Annahmen nicht in Betracht gezogen werden kann und Dividendenzahlungen an Kapitalgesellschaften nach § 8b Abs. 1 KStG ebenso steuerlich unbeachtlich sind wie Veräußerungsverluste nach § 8b Abs. 2 KStG, beschränkt sich die Gesamtsteuerbelastung auf die auf Ebene der Kapitalgesellschaft geleistete Körperschaft- und Gewerbesteuer¹⁸.

¹⁶ Vgl. hierzu auch EISGRUBER (2000), S. 1494.

¹⁷ Vgl. DÖTSCH/PUNG (2000b), S. 6. Dies gilt natürlich auch für den in Gleichung (2.5) dargestellten Fall des Haltens der Anteile im Betriebsvermögen einer Personengesellschaft.

¹⁸ Vgl. zur exemplarischen Darstellung des Dividenden-Stripping im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens WAGNER/WENGER (2001). Zur kritischen Auseinandersetzung der Ansicht, das Dividenden-Stripping begründe die „Mißbrauchsanfälligkeit des Anrechnungsverfahrens“ vgl. WENGER (2001), S. 530ff.

2.2 Rückkauf eigener Anteile

2.2.1 Voraussetzungen zum Erwerb eigener Anteile

Die Voraussetzungen zum Erwerb eigener Anteile sind in § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 8 AktG erschöpfend aufgezählt. Jedoch wurde der Bedeutung des Erwerbs eigener Anteile erst mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahr 1998, und des in diesem Zuge - durch die Einführung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG - reformierten Aktiengesetzes, Rechnung getragen¹⁹. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erlaubt den Rückkauf eigener Anteile sofern dies in einem 18-monatigen Zeitraum nach der Ermächtigung durch die Hauptversammlung geschieht und der Erwerb 10% des Grundkapitals nicht überschreitet²⁰. Zum Erwerb eigener Anteile können nur Mittel verwendet werden, die im Rahmen von Dividendenzahlungen ebenfalls zur Verfügung stehen würden. Weiterhin muss die Gesellschaft nach § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG in der Lage sein, die nach § 272 Abs. 4 HGB in Verbindung mit dem Rückerwerb eigener Anteile zu bildende Rücklage für eigene Anteile, im Sinne einer Ausschüttungssperre zu bilden, ohne das Grundkapital oder eine nach Gesetz oder Satzung zu bildende Rücklage zu mindern. Ausserdem müssen die Anteile nach § 71 Abs. 2 Satz 3 AktG voll eingezahlt sein. Nach § 71b AktG stehen der Gesellschaft aus eigenen Anteilen keine Rechte insbesondere keine Stimmrechte zu²¹.

2.2.2 Handelsrechtliche Bilanzierung

Die handelsrechtlichen Regelungen hinsichtlich der Bilanzierung eigener Anteile ergeben sich grundsätzlich aus § 266 HGB. Demnach werden die eigenen Anteile nach § 266 Abs. 2 B.III.2. HGB im Umlaufvermögen mit korrespondierender Rücklage

¹⁹ Vgl. SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (1998), S. 1673 und KIESO/WEYGANDT/WARFIELD (2001), S. 781 insbesondere Fn 8. Zur empirischen Relevanz alternativer Gewinnverwendungsmöglichkeiten in den USA vgl. BAGWELL/SHOVEN (1989).

²⁰ Während es sich bei § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG um eine Erwerbsobergrenze handelt ist in § 71 Abs. 2 S.1 AktG eine Bestandsobergrenze definiert. Vgl. hierzu KRAFT/ALTVATER (1998), S. 450.

²¹ Vgl. PELLENS/SCHREMPER (2000), S. 135.

für eigene Anteile nach § 266 Abs. 3 A.III.2 HGB und § 272 Abs. 4 Satz 1 HGB bilanziert²² und werden damit, anders als in den USA²³, als Vermögensgegenstand klassifiziert²⁴. Dies setzt jedoch voraus, dass die Anteile mit der Absicht der Wiederausgabe²⁵ bzw. Wiederveräußerung erworben wurden. Die „Doppelnatur“²⁶ eigener Anteile wird dann deutlich, wenn man den Rückkauf unter der Zielsetzung der Einziehung betrachtet. Dies gleicht wirtschaftlich gesehen einer partiellen Kapitalrückzahlung²⁷. In diesem Fall sind die eigenen Anteile nach § 272 Abs. 1 Satz 4 HGB mit dem Nennwert offen vom gezeichneten Kapital abzusetzen. Der den Nennbetrag übersteigenden Betrag wird nach § 272 Abs. 1 Satz 6 HGB mit den anderen Gewinnrücklagen verrechnet²⁸. Der Zweck des Rückkaufs ist also entscheidend für die bilanzielle Behandlung eigener Anteile. Werden diese zur Einziehung erworben erfolgt eine offene Absetzung vom gezeichneten Kapital als Korrekturposten, während wenn der Zweck nicht der Einziehung dient, der Ausweis als Vermögensgegenstand im Umlaufvermögen mit korrespondierender Rücklage für eigene Anteile maßgeblich ist. Die Frage, wann der Erwerb eigener Anteile zum Zwecke der Einziehung erfolgt und damit die offene Absetzung vom gezeichneten Kapital erfolgen muss, beantwortet § 71 AktG. Demnach handelt es sich um einen Erwerb zum Zweck der Einziehung nach § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG wenn der Erwerb durch die Hauptversammlung beschlossen wurde und nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG wenn der Erwerb aufgrund der Ermächtigung der Hauptversammlung stattfindet²⁹. In allen anderen Fällen handelt es sich um Zwecke der Nichteinziehung was die Bilanzierung als Vermögensgegen-

²² Vgl. BMF (1998), Rn. 4.

²³ Vgl. hierzu SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (1998), S. 1673f, PELLENS/SCHREMPER (2000), S. 135ff, GÜNTHER/MUCHE/WHITE (1998), S. 574ff, KIESO/WEYGANDT/WARFIELD (2001), S. 781ff.

²⁴ Vgl. z.B. BREUNINGER (1991), S. 425. Allgemein zur handelsrechtlichen Behandlung eigener Anteile vgl. WIESE (1999), S. 188.

²⁵ Z.B. zur Ausgabe von Belegschaftsaktien oder zur Abfindung außenstehender Anteilseigner. Vgl. hierzu COENENBERG (2003), S. 207.

²⁶ Vgl. hierzu auch KÜTING/WEBER (1995), § 266 Tz. 93 und THIEL (1993), S. 573.

²⁷ Vgl. COENENBERG (2003), S. 301

²⁸ Zum Erwerb eigener Anteile als Einlagenrückgewähr vgl. BREUNINGER (1991), S. 422.

²⁹ Vgl. hierzu COENENBERG (2003), S. 207 u. S. 301. Der durch die Hauptversammlung ermächtigte Erwerb eigener Anteile ist nicht nur dann zulässig, wenn eine spätere Einziehung erfolgt. Im Gegenteil, die Einziehung erfolgt nur im Ausnahmefall. Vgl. hierzu JAKOBS (1998), S. 873.

stand nach sich zieht.

2.2.3 Steuerrechtliche Behandlung

Der handelsrechtliche Doppelcharakter eigener Anteile lässt auch kontroverse Diskussionen im Steuerrecht vermuten³⁰. Tatsächlich existieren zwei unterschiedliche Ansichten diesbezüglich. Zum einen wird im Rückkauf eigener Anteile wie im geltenden Recht³¹ und in der herrschenden Meinung³² ein Anschaffungsgeschäft seitens der Gesellschaft bzw. ein Veräußerungsgeschäft aus Sicht der Anteilseigner verstanden, zum anderen vertritt eine Minderheit³³ die Meinung, dass es sich um eine Teilliquidation handele.

Findet der Rückkauf eigener Anteile nicht mit der Absicht der Einziehung der Anteile statt und werden die Anteile handelsrechtlich deshalb als Vermögensgegenstand mit ihren Anschaffungskosten bilanziert, so gilt dies aufgrund der Maßgeblichkeit nach § 5 Abs.1 Satz 2 EStG auch für die Steuerbilanz³⁴. Der Rückkauf wird demnach als Anschaffungsgeschäft behandelt. Werden die eigenen Anteile mit der Absicht der Einziehung zurückerworben und werden die Anteile deshalb handelsrechtlich als Korrekturposten des Eigenkapitals bilanziert, findet aufgrund der Maßgeblichkeit auch in der Steuerbilanz keine Aktivierung statt. Allerdings wird der Erwerb eigener Anteile auch in diesem Fall steuerrechtlich als Anschaffungsgeschäft behandelt³⁵. Unabhängig davon handelt es sich beim Veräußerer in beiden Fällen steuerrechtlich um ein Veräußerungsgeschäft³⁶, dessen Veräußerungsgewinn oder -verlust im Fall,

³⁰ Im Rahmen der Modellierung der Vermögenspositionen der Anteilseigner wird in Abschnitt 3.2 der Rückkauf eigener Anteile nur aus steuerlich motivierten Gesichtspunkten untersucht. Weitere Motive sind z.B. bei CASTAN (1997), S. 466, PELLENS/SCHREMPER (2000), S. 141ff und bei COENENBERG (2003), S. 311 genannt.

³¹ Vgl. BMF (1998), Rn. 16-20.

³² Vgl. BREUNINGER (1991), S. 424, WASSERMEYER (1993), S. 623, (JAKOBS (1998), S. 873), GÜNTHER/MUCHE/WHITE (1998), S. 581, SCHMID (1998), S. 1786, KRAFT/ALTVATER (1998), S. 451f. Vgl. weiterhin POCHOP (2003), S. 18.

³³ Vgl. hierzu THIEL (1998), S. 1583 und THIEL (1993). THIEL (1998) begründet den Rückkauf eigener Anteile als Teilliquidation wie folgt: „Die Kapitalgesellschaft hat Vermögen weggegeben, ohne dafür einen Gegenwert zu erhalten.“

³⁴ Vgl. BMF (1998), Rn. 16.

³⁵ Vgl. BMF (1998), Rn. 21.

³⁶ Vgl. KLINGBERG (1998), S. 1579f.

dass sich die Anteile im Betriebsvermögen befinden nach § 15 EStG Einkünfte aus Gewerbebetrieb darstellen und damit auch der Gewerbesteuer unterliegen bzw. im Fall, dass sich die Anteile im Privatvermögen befinden sonstige Einkünfte nach § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG im Fall der unwesentlichen Beteiligung darstellen oder im Fall der wesentlichen Beteiligung nach § 17 Abs. 1 Satz 1 EStG als Einkünfte aus Gewerbebetrieb behandelt werden³⁷.

Auf Gesellschaftsebene, und damit relevant für die verbleibenden Gesellschafter, findet bei der derzeitigen steuerrechtlichen Behandlung des Aktienrückkaufs als Veräußerung eine Minderung des mit Körperschaft- und Gewerbesteuer unbelasteten Eigenkapitals in Höhe des ausgeschütteten Betrags statt. Dabei mindert sich das Nennkapital der Gesellschaft um den im Rückkauf enthaltenen Anteil an Nennkapital³⁸. Den das Nennkapital übersteigenden Anteil der zurückerworbenen Anteile, also die Differenz zwischen Rückkaufpreis und Nennkapital, findet durch eine entsprechende Minderung des steuerlichen Einlagekontos nach § 27 Abs. 1 KStG Berücksichtigung³⁹. Damit findet insgesamt eine dem Rückkaufvolumen entsprechende Minderung des mit Körperschaft- und Gewerbesteuer unbelasteten Eigenkapitals statt.

Wird der Rückkauf eigener Anteile im Gegensatz zur derzeitigen steuerrechtlichen Regelung als Teilliquidation verstanden, so erfährt der veräußernde Gesellschafter Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 Abs. 1 Satz 2 EStG. Auf Ebene der Kapitalgesellschaft wird das Nennkapital der Gesellschaft um den im ausgeschütteten Betrag enthaltenen Anteil an Nennkapital gemindert, während die Gewinnrücklagen analog zur handelsrechtlichen Vorgehensweise um die Differenz des Rückkaufvolumens und des darin enthaltenen anteiligen Nennkapitals gemindert wird⁴⁰.

Ein weiteres steuerrechtliches Problem stellt die Bewertung der eigenen Anteile im Fall der Absicht der Nichteinziehung im Zeitablauf bis zur Veräußerung dar. Proble-

³⁷ Vgl. auch JAKOBS (1998), S. 874 und SCHMID (1998), S. 994.

³⁸ Vgl. POCHOP (2003), S. 104.

³⁹ Vgl. ROGALL (2001), S. 871.

⁴⁰ Vgl. auch POCHOP (2003), S. 107

matisch ist dabei der Ansatz eines niedrigeren Teilwerts nach § 6 Abs. 1 Nr. 2 EStG. Bei potentiellen Teilwertabschreibungen muss eine Ursachenanalyse durchgeführt werden. Diesbezüglich ist zwischen laufenden Verlusten und anderen Ursachen, z.B. Auflösung stiller Reserven zu differenzieren⁴¹. Sinkt der Wert der Anteile aufgrund einer Verlustsituation und würde daraufhin eine Teilwertabschreibung vorgenommen werden, würde eine steuerliche Mehrfachberücksichtigung der Verluste stattfinden⁴². Verlustbedingte Teilwertabschreibungen dürfen nach dem BFH-Urteil vom 6.12.1995 deshalb nicht berücksichtigt werden⁴³.

Wurden die eigenen Anteile zum Zwecke der Einziehung erworben, werden die Anteile nicht aktiviert sondern offen vom Eigenkapital abgesetzt⁴⁴. Dabei sind sowohl das Nennkapital als auch die Gewinnrücklagen von der Minderung betroffen. Die Gewinnrücklagen werden dabei um den Betrag gemindert um den der Kaufpreis der eigenen Anteile das zurückerworbene Nennkapital übersteigt. Würden ausschließlich die Gewinnrücklagen um den Kaufpreis gemindert werden und sich das Nennkapital dadurch nicht ändern, würden im Zeitpunkt der Liquidation Gewinnrücklagen in Höhe des im Rückkaufbetrag im Zeitpunkt des Rückkaufs eigener Anteile enthaltenen Nennkapitals nicht der hälftigen Besteuerung auf Anteilseignerebene unterliegen.

2.3 Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften

Da die Anteilseigner ihr Engagement in einer Kapitalgesellschaft vor dem Zeitpunkt der Liquidation durch eine Veräußerung ihrer Anteile beenden können⁴⁵ und im deutschen Einkommensteuerrecht Veräußerungsgewinne oder -verluste Berücksichtigung finden, die im Kalkül der Grenzpreisbestimmung von Käufer und Verkäufer

⁴¹ Vgl. WASSERMEYER (1993), S. 633f.

⁴² In entsprechender Höhe ist die Rücklage für eigene Anteile aufzulösen.

⁴³ Vgl. BMF (1998), Rn. 26. Zur exemplarischen Darstellung vgl. PELLENS/SCHREMPER (2000), S. 140.

⁴⁴ Die Aktivierung i.V.m. einer späteren Einziehung erfolgt analog.

⁴⁵ Auch die Beendigung der Beteiligung im Rahmen der Erbfolge ist denkbar, wird aber hier nicht weiter thematisiert.

im Zeitpunkt der Veräußerung Berücksichtigung finden, sollen an dieser Stelle die steuerlichen Auswirkungen der Anteilsveräußerung zusammenfassend erläutert werden⁴⁶.

Unabhängig vom Halten der Anteile im Privatvermögen oder Betriebsvermögen einer Personengesellschaft kommt das Halbeinkünfteverfahren zur Anwendung. Bei der Veräußerung von Anteilen einer unwesentlichen Beteiligung finden Veräußerungsgewinne jedoch nach § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG nur steuerliche Berücksichtigung, wenn die Anteile im Rahmen der dort definierten Spekulationsfrist veräußert werden oder die in § 23 Abs. 3 Satz 6 EStG definierte Freigrenze für Veräußerungsgewinne überschritten wird. Auch kommt § 17 EStG nach § 23 Abs. 1 Satz 5 Nr. 2 EStG nicht zur Anwendung, wenn Anteile einer wesentlichen Beteiligung innerhalb der in § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG definierten Spekulationsfrist von einem Jahr veräußert werden. Jedoch ist anzunehmen, dass in diesem Fall eine Veräußerungsgewinnbesteuerung relativ häufig stattfindet, da die Freigrenze in Relation zum wahrscheinlichen Umfang der Beteiligung verschwindend gering ist. Allerdings unterbleibt die Belastung mit Gewerbesteuer, da die Erträge aus der Veräußerung sonstige Einkünfte darstellen. Der Veräußerungsgewinn ergibt sich dabei nach § 3 Nr. 40 EStG i.V.m § 3c Abs. 2 EStG aus der Hälfte des *Veräußerungspreises* abzüglich der Hälfte der *Anschaffungskosten*. Damit wird gewährleistet, dass in Nennkapital umgewandelte Gewinnrücklagen auch der hälftigen Besteuerung unterliegen.

Veräußerungsgewinne bzw. -verluste bleiben im Fall der Veräußerung von Anteilen, die sich im Betriebsvermögen einer Kapitalgesellschaft befinden, unabhängig von einer Mindestbeteiligungsquote bzw. Mindesthaltedauer, außer Ansatz⁴⁷. Wäre diese Regelung zur Verhinderung einer Doppelbelastung nicht existent, ließe sich die Dop-

⁴⁶ Die Frage der Grenzpreisbestimmung wird in Kapitel 3 erörtert. Zur Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften vgl. DÖTSCH/PUNG (2000a), S. 11f, DÖTSCH/PUNG (2000b), S. 8ff, GROTHERR (2000), S. 856ff, SEIBT (2000) und HERBST (2003). Eine tabellarische Zusammenfassung der steuerlichen Auswirkung bei Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften findet sich in Anhang A.1 auf Seite 51

⁴⁷ Vgl. GROTHERR (2000), S. 858. Ebenso werden die Veräußerungsgewinne aus im Betriebsvermögen einer Personengesellschaft gehaltenen Anteilen unabhängig von einer Mindestbeteiligungsquote oder Mindesthaltedauer immer Einkünfte aus Gewerbebetrieb darstellen und im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens besteuert werden.

pelbelastung mit einer der Veräußerung vorausgehender Ausschüttung verhindern⁴⁸. Zusammenfassend bleibt daher zu erwähnen, dass im Fall der Anteilsveräußerung grundsätzlich das Halbeinkünfteverfahren zur Anwendung kommt, es sei denn die Anteile befinden sich im Betriebsvermögen einer Kapitalgesellschaft.

2.4 Liquidation von Kapitalgesellschaften

Um im modelltheoretischen Teil des Beitrags die steuerliche Behandlung der Liquidation auf Eignerebene implementieren zu können, die in der Gesamtbetrachtung der Vorteilhaftigkeit der Auskehrungsalternativen nicht fehlen darf, wird an dieser Stelle die steuerrechtliche Behandlung der aus der Liquidation resultierenden Kapitalrückzahlungen und Kapitalerträge abhängig davon, ob sich die Anteile im Betriebs- oder Privatvermögen befinden, zusammenfassend erläutert⁴⁹.

Die Besteuerung des Liquidationsgewinns von Kapitalgesellschaften auf Unternehmensebene wird grundsätzlich durch § 11 KStG geregelt. Der Liquidationsgewinn unterliegt der vollen Gewerbe- und Körperschaftsteuer⁵⁰. Auf Anteilseignerebene wird analog zur Veräußerungsgewinnbesteuerung zwischen dem Halten der Anteile im Betriebs- bzw. Privatvermögen differenziert.

Werden die Anteile im Privatvermögen gehalten, handelt es sich aber um eine wesentliche Beteiligung nach § 17 EStG, so werden die Liquidationserlöse nach § 17 Abs. 4 EStG analog zum Fall des Haltens der Anteile im Betriebsvermögen behandelt. Die Liquidationserlöse stellen damit nach § 20 Abs. 1 Ziff. 2 EStG i.V.m. § 20 Abs. 3 EStG, sofern diese nicht in Nennkapital bestehen, Einkünfte aus Gewerbebetrieb dar. Nach § 3 Nr. 40 Ziff. c EStG unterliegen die Kapitalerträge im Fall der unwesentlichen Beteiligung dem Halbeinkünfteverfahren. Um zu gewährleisten, dass in Nennkapital umgewandelte Rücklagen im Zeitpunkt der Liquidation eben-

⁴⁸ Vgl. SCHREIBER/ROGALL (2003), S. 499.

⁴⁹ Zur steuerrechtlichen Behandlung der Liquidation von Kapitalgesellschaften auf Anteilseignerebene vgl. JÜNGER (2001), MAITERTH/MÜLLER (2001), S. 208-220 und JÜNGER (2002).

⁵⁰ Vgl. dazu auch SCHEFFLER (2003) und MAITERTH/MÜLLER (2001), S. 215.

falls der Besteuerung auf Eignerebene unterliegen und die Besteuerung nach dem Halbeinkünfteverfahren gewährleistet ist, wird nach § 3 Nr. 40 Ziff. e EStG der hälftige Veräußerungspreis abzüglich der hälftigen Anschaffungskosten nach § 3c Abs. 2 EStG besteuert⁵¹.

Befinden sich die Anteile im Privatvermögen und handelt es sich um eine unwesentliche Beteiligung, stellt der Liquidationserlös, sofern dieser nicht aus Kapitalrückzahlungen besteht, nach § 20 Abs. 1 Nr. 2 EStG Einkünfte aus Kapitalvermögen dar und wird nach § 3 Nr. 40 Ziff. e EStG im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens mit der Hälfte des Grenzeinkommensteuersatzes belegt. Um zu verhindern, dass bei der Umwandlung von Rücklagen in Nennkapital die umgewandelten Rücklagen im Zeitpunkt der Liquidation nicht der hälftigen Besteuerung auf Anteilseignerebene unterzogen werden, müssen die Kapitalrückzahlungen um die Beträge in Höhe der Kapitalerhöhung aus Rücklagen gemindert werden um den Liquidationsgewinn entsprechend zu erhöhen⁵².

Im Fall des Haltens der Anteile im Betriebsvermögen muss zusätzlich zwischen einer 100%-Beteiligung und einer Beteiligung unter 100% unterschieden werden. Da die Liquidation einer Kapitalgesellschaft, an der eine 100%-Beteiligung vorliegt, der Teilbetriebsaufgabe nach § 16 Abs. 1 Nr. 1 Satz 2 gleichgestellt ist, ergibt sich die Besteuerung des Liquidationserlöses nach § 20 Abs. 1 Nr. 2 EStG i.V.m. § 20 Abs. 3 EStG und den §§ 3 Nr. 40 Ziff. b und 3c Abs. 2 EStG. Die Kapitalerträge werden demnach nach dem Halbeinkünfteverfahren besteuert und stellen Einkünfte aus Gewerbebetrieb dar⁵³. Handelt es sich um eine Beteiligung unter 100% ergibt sich die Besteuerung analog zur 100%-Beteiligung mit dem Unterschied, dass sich die hälftige Besteuerung nach § 3 Nr. 40 Ziff. a ergibt⁵⁴.

⁵¹ Vgl. dazu auch EISGRUBER (2000), S. 1496, JÜNGER (2001), S. 73, JÜNGER (2002), S. 1181 und § 28 (2) Satz 2 KStG.

⁵² Dies ergibt sich aus § 20 Abs. 1 Nr. 2 EStG i.V.m den §§ 27 und 28 KStG. Vgl. dazu MAITERTH/MÜLLER (2001), S. 217.

⁵³ Auch im Fall der Liquidation werden die Liquidationsgewinne voll zur Bemessungsgrundlage der Gewerbesteuer hinzugerechnet. Vgl. hierzu § 8 Nr. 5 GewStG.

⁵⁴ Eine Zusammenfassung der steuerlichen Auswirkungen der Liquidation von Kapitalgesellschaften gibt Tabelle A.2 im Anhang A.2 auf Seite 52.

Im Folgenden werden die Auswirkungen auf die Vermögenspositionen der Anteilseigner bei alternativer Gewinnverwendung modelliert. Dabei werden zunächst die Vermögenspositionen ausgehend vom vollkommenen Kapitalmarkt bestimmt, bevor anschließend die derzeit herrschenden steuerrechtlichen Regelungen Berücksichtigung finden.

3 Ermittlung der Vermögenspositionen der Anteilseigner bei alternativer Gewinnverwendung

3.1 Vermögenspositionen auf vollkommenen Märkten

3.1.1 Grundlagen

In $t=0$ soll eine ausschließlich aus Eigenkapital bestehende Kapitalgesellschaft gegründet werden, in die N homogene Anteilseigner Einlagen zu jeweils e einlegen. Die gesamten Einlagen der Kapitalgesellschaft betragen $N \cdot e = E$. Der Planungshorizont beträgt T Perioden und die jährliche interne Rendite r entspricht der alternativen externen Rendite i . Der jährliche Gewinn der Gesellschaft in Höhe von $r \cdot E = D$ bzw. $r \cdot e = d$ als Gewinn pro Anteilseigner, liegt in liquider Form vor und kann entweder thesauriert, oder in Form von Dividenden bzw. Aktienrückkäufen an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Das Gesamtvermögen der Anteilseigner⁵⁵ im Zeitpunkt t beträgt V_t bzw. v_t als Vermögen eines einzelnen Anteilseigners und setzt sich zusammen aus dem Wert der Anteile an der Gesellschaft in t , W_t (w_t) zuzüglich der Ausschüttungen in t , D_t (d_t)⁵⁶.

Für die folgenden drei alternativen Gewinnverwendungsmöglichkeiten Thesaurierung, Dividendenausschüttung und Rückkauf eigener Anteile soll nun untersucht werden, ob sich die Vermögenspositionen der Anteilseigner der drei Gewinnverwen-

⁵⁵ Das Gesamtvermögen kann auch als 100%-Beteiligung angesehen werden.

⁵⁶ Die grundlegenden Annahmen entsprechen damit denen bei POCHOP (2003). Vgl. hierzu POCHOP (2003), S. 32f. Als Ausschüttungen werden nur die im jeweiligen Betrachtungszeitpunkt t vorgenommenen Ausschüttungen verstanden.

dungsmöglichkeiten im Fall des vollkommenen Kapitalmarkts entsprechen. Dabei wird jeweils das Gesamtvermögen nach Ausschüttung⁵⁷ bzw. Thesaurierung in $t=1$ ermittelt⁵⁸.

3.1.2 Vermögensposition bei Dividendenzahlung

Zunächst ist der Wert des Unternehmens im Gründungszeitpunkt zu bestimmen. Dabei ergibt sich der Wert des Unternehmens als Barwert der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse bzw. Dividendenzahlungen an die Anteilseigner zuzüglich des Barwerts des Liquidationserlöses (LE) am Ende des Planungshorizonts (T) und beträgt damit⁵⁹

$$W_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D}{(1+r)^t} + \frac{LE}{(1+r)^T}. \quad (3.1)$$

Aufgrund der Gewinnausschüttung in Höhe von $D = r \cdot E$ beträgt der Liquidationserlös $e \cdot N$ und der Ertragswert, als Wert des Unternehmens⁶⁰

$$W_0 = \sum_{t=1}^T \frac{r \cdot e \cdot N}{(1+r)^t} + \frac{e \cdot N}{(1+r)^T} = e \cdot N = E. \quad (3.2)$$

Der Wert der einzelnen Anteile im Gründungszeitpunkt w_0 beträgt deshalb $\frac{E}{N} = e$. Das Gesamtvermögen bzw. das Vermögen der einzelnen Anteilseigner ergibt sich damit im Gründungszeitpunkt als:

$$V_0 = W_0 = E \quad \text{bzw.} \quad v_0 = w_0 = e. \quad (3.3)$$

⁵⁷ Unter Ausschüttung ist die Dividendenausschüttung und der Rückkauf eigener Anteile zu subsummieren.

⁵⁸ Die vergleichsweise einfache Strukturierung des verwendeten Modells hat keine Auswirkungen auf die dadurch zu gewinnenden Erkenntnisse. Wie in KÖNIG/WOSNITZA (2000) geschehen, könnte zur Modellierung auch das Gordon-Wachstumsmodell herangezogen werden, dies würde aber ausschließlich Auswirkungen auf die Komplexität der Modellierung haben und hätte keinen Einfluß auf den Erkenntnisgewinn.

⁵⁹ Zum Ertragswert und Marktpreis von Anteilen vgl. auch LEHMANN (2003), S. 93ff.

⁶⁰ Zur Herleitung dieser Beziehung vgl. Anhang A.3 auf Seite 53.

Im Zeitpunkt $t=1$ nach erfolgter Ausschüttung ergibt sich das Vermögen als Summe aus der Dividendenzahlung zuzüglich des Werts des Anteils am Unternehmen. Der Wert des Unternehmens in $t=1$ nach erfolgter Dividendenzahlung ermittelt sich als:

$$W_1 = \sum_{t=2}^T \frac{D}{(1+r)^{t-1}} + \frac{LE}{(1+r)^{T-1}} = e \cdot N = E = W_0. \quad (3.4)$$

W_0 entspricht W_1 , d.h. die Ausschüttung in Form von $D = r \cdot E$ entspricht der Ausschüttung des ökonomischen Gewinns dessen Konzept die Ertragswerterhaltung zugrunde liegt. Das Gesamtvermögen aller Anteilseigner bzw. das Gesamtvermögen eines einzelnen Anteilseigners ergibt in $t=1$ nach Ausschüttung

$$V_1 = W_1 + D \quad \text{bzw.} \quad v_1 = w_1 + d. \quad (3.5)$$

3.1.3 Vermögensposition bei Thesaurierung

Es gelten die grundlegenden Voraussetzungen analog zur Dividendenzahlung, allerdings soll jetzt gelten, dass der Gewinn in $t=1$ nicht ausgeschüttet sondern thesauriert wird. In den folgenden Perioden, also von $t=2$ bis T wird abermals Vollausschüttung angenommen. Der in $t=1$ thesaurierte Betrag in Höhe von D führt dazu, dass die Gewinne und damit die Ausschüttung ab $t=2$ um $r \cdot D$ höher ausfallen als im Fall der Dividendenzahlung. Zusätzlich steigt der Liquidationserlös in T um D und beträgt dann $E+D$. Das Gesamtvermögen der Anteilseigner im Zeitpunkt $t=1$ ergibt sich als

$$W_1 = \sum_{t=2}^T \frac{r(e \cdot N + D)}{(1+r)^{t-1}} + \frac{e \cdot N + D}{(1+r)^{T-1}} = e \cdot N + D. \quad (3.6)$$

Die Gesamtvermögensposition aller Anteilseigner beträgt $V_1 = E + D$, die eines einzelnen Anteilseigners $v_1 = e + d$ und ändert sich im Vergleich zur Dividendenzahlung nicht.

3.1.4 Vermögensposition bei Rückkauf eigener Anteile

Beim Aktienrückkauf stehen grundsätzlich dieselben Mittel zur Verfügung wie bei der Dividendenausschüttung, der auszuschüttende Betrag ändert sich nicht. Um den Rückkauf durchführen zu können, muss zunächst der Grenzpreis bestimmt werden, zu dem die veräußerungswilligen Anteilseigner⁶¹ gerade bereit sind ihre Anteile zu veräußern. Dies wird nur dann der Fall sein, wenn sich ihre Vermögensposition durch die Teilnahme am Rückkauf nicht verbessert oder verschlechtert. Verbessert sich die Vermögensposition der veräußernden Anteilseigner durch den Verkauf, würden alle Anteilseigner am Rückkaufprogramm teilnehmen wollen. Da aber nur ein Rückkaufvolumen in Höhe von D zur Verfügung steht, könnten nicht alle veräußerungswilligen Anteilseigner bedient werden⁶². Weiterhin würde es sich ökonomisch nicht begründen lassen unter diesen Bedingungen bestimmte Anteilseignergruppen beim Rückkauf vorzugsweise zu berücksichtigen. Würde sich hingegen durch den Verkauf die Vermögensposition der veräußernden Anteilseigner verschlechtern, wäre wiederum kein veräußerungswilliger Anteilseigner tatsächlich bereit seine Anteile zu veräußern, wenn er durch Halten seiner Anteile seine Vermögensposition verbessern könnte. Um den Grenzpreis bestimmen zu können, der garantiert, dass sich auch nach dem Rückkauf eigener Anteile die Vermögenspositionen von veräußernden und verbleibenden Anteilseigner entsprechen, muss zunächst die Vermögensposition der verbleibenden Anteilseigner nach dem Rückkauf in $t=1$ bestimmt werden. Diese ergibt sich als

$$W_1 = \sum_{t=2}^T r \frac{\left[E - e^{-\frac{D}{gpr_v}} + e^{-\frac{D}{gpr_v}} \right]}{(1+r)^{t-1}} + \frac{E - e^{-\frac{D}{gpr_v}} + e^{-\frac{D}{gpr_v}}}{(1+r)^{T-1}} = E. \quad (3.7)$$

⁶¹ Die Anteilseigner lassen sich nur fiktiv als eine am Rückkauf teilnehmende bzw. eine nicht am Rückkauf teilnehmende Gruppe differenzieren, da, bedingt durch die Prämisse der Homogenität, entweder alle am Rückkauf teilnehmen, was durch das begrenzte Ausschüttungsvolumen nicht realisierbar ist oder keiner am Rückkauf teilnimmt bzw. alle Anteilseigner gerade indifferent sind.

⁶² Dieses Problem kann dadurch behoben werden, indem angenommen wird, dass in diesem Fall von jedem Anteilseigner nur ein Teil seines Anteils ($\frac{D}{N \cdot gpr_v}$) zurückerworben wird. Dies bedingt die Annahme der beliebigen Teilbarkeit der Anteile. Vgl. auch POCHOP (2003), S. 32 und S. 42.

Die Anzahl der zurückgekauften Anteile beträgt $\frac{D}{gpr_v}$. Das zu verzinsende Eigenkapital ergibt gerade E , setzt sich jedoch aus Nennkapital sowie Gewinnrücklagen zusammen. Unter der Annahme der Behandlung des Rückkaufs eigener Anteile als Teilliquidation wird das Nennkapital um den Nennwert der zurückgekauften Anteile, also gerade um $e\frac{D}{gpr_v}$ gekürzt. Gleichzeitig werden die Gewinnrücklagen⁶³ um den den Nennbetrag übersteigenden Anteil des Rückkaufpreises gekürzt, also gerade um $(gpr_v - e)\frac{D}{gpr_v}$. Damit verbleiben Gewinnrücklagen in Höhe von $e\frac{D}{gpr_v}$ ⁶⁴. Der Liquidationserlös in T ergibt sich dann aus dem Nennkapital in Höhe von $E - e\frac{D}{gpr_v}$ zuzüglich der Gewinnrücklagen in Höhe von $e\frac{D}{gpr_v}$. Weiterhin verteilt sich der Ertragswert $W_1 = E$ nicht mehr auf N Anteilseigner, sondern auf

$$N_{neu} = N - \frac{D}{gpr_v} \quad (3.8)$$

Anteilseigner. Damit lässt sich das nach dem Rückkauf verbleibende Nennkapital als

$$E_{neu} = \left[N - \frac{D}{gpr_v} \right] \cdot e \quad (3.9)$$

bezeichnen. Unter Verwendung von Gleichung (3.8) ergibt sich die Gesamtvermögensposition eines einzelnen verbleibenden Anteilseigners in $t=1$ als

$$v_1 = \frac{V_1}{N_{neu}} = \frac{E}{N - \frac{D}{gpr_v}}. \quad (3.10)$$

Für den Grenzpreis, zu dem die veräußerungswilligen Anteilseigner bereit sind an dem Rückkaufprogramm teilzunehmen, ergibt sich, da sich die einzelnen Vermögenspositionen beider Anteilseignergruppen entsprechen müssen,

$$v_1 = \frac{E}{N - \frac{D}{gpr_v}} \stackrel{!}{=} gpr_v. \quad (3.11)$$

Löst man Gleichung (3.11) nach gpr_v auf erhält man als Grenzpreis und damit als Rückkaufpreis eines Anteils in $t=1$ $e + d$, was der Gesamtvermögensposition eines

⁶³ Es wird angenommen, dass die Erträge in $t=1$ in Höhe von D in die Gewinnrücklagen eingestellt wurden.

⁶⁴ $D - (gpr_v - e)\frac{D}{gpr_v} = e\frac{D}{gpr_v}$.

ausscheidenden Anteilseigners darstellt. Die Gesamtvermögensposition eines einzelnen verbleibenden Anteilseigners ergibt sich dann unter Verwendung von Gleichung (3.10) und $gpr_v = e + d$ als

$$v_z = \frac{E}{N - \frac{D}{e+d}} = e + d \quad (3.12)$$

Damit summiert sich das Gesamtvermögen in $t=1$ jedes einzelnen Anteilseigners im Rahmen des vollkommenen Kapitalmarkts unabhängig von der Gewinnverwendung in jedem der drei Fälle auf $e + d$ ⁶⁵.

3.2 Vermögenspositionen unter Berücksichtigung der Besteuerung

Bisher wurde der Kapitalmarkt in seiner „sterilsten“ Form unterstellt. Im Folgenden soll nun der Einfluss der Besteuerung auf die Vermögenspositionen der Anteilseigner untersucht werden. Aus Vereinfachungsgründen soll weiterhin eine Einheitsrendite (r) unterstellt werden. Diese Annahme ist jedoch unter Berücksichtigung des potenziell zur Verfügung stehenden Alternativenraums nicht unproblematisch, wie im Folgenden - nach der Darstellung der Relevanz der Alternativenanlage für diese Untersuchung - kurz erläutert werden soll.

3.2.1 Bestimmung der Alternativenanlage

Um die Vermögenspositionen der Anteilseigner im Gründungszeitpunkt bzw. in $t=1$ bestimmen zu können muss zunächst die Wahl der Alternativenanlage getroffen werden, da sich erst dadurch im Rahmen des Ertragswerts bzw. Kapitalwerts Vorteilhaftigkeitsaussagen bezüglich der Gewinnverwendungsalternativen treffen lassen. Zur Bestimmung der Differenz der in Ertragswerten ausgedrückten Vermögenspositionen beim Vergleich der drei Gewinnverwendungsalternativen spielt die Alternativenan-

⁶⁵ Vgl. hierzu auch MILLER/MODIGLIANI (1961) und im Rahmen der Untersuchung des Aktienrückkaufs auch BIERMAN/WEST (1966), S. 694, JÄGER/POCHOP (2000), S. 5ff und POCHOP (2003), S. 32ff.

ge jedoch keine wesentliche Rolle⁶⁶. Würde zusätzlich eine Differenzierung der Alternativenanlagen in festverzinsliche- bzw. dem Halbeinkünfteverfahren unterliegende Alternativenanlagen⁶⁷ vorgenommen und untersucht werden, würde das die Komplexität der Untersuchung erhöhen, jedoch keine zusätzlichen Erkenntnisgewinne mit sich bringen. Deshalb findet in der weiteren Untersuchung nur eine Alternativenanlage Berücksichtigung.

Zieht man die Möglichkeiten des Haltens der Anteile im Betriebsvermögen bzw. im Privatvermögen in Betracht, wird deutlich, dass die steuerliche Behandlung nur im Fall der unwesentlichen Beteiligung differiert. Wesentliche Beteiligungen werden steuerrechtlich wie Anteile im Betriebsvermögen behandelt, was eine Belastung der Erträge mit Gewerbesteuer und den Ausschluss aus der Regelung der steuerfreien Vereinnahmung von Veräußerungsgewinnen außerhalb der Spekulationsfrist mit sich bringt. Die Belastung mit Gewerbesteuer würde nur dann unterbleiben, wenn die wesentliche Beteiligung innerhalb der Spekulationsfrist veräußert werden würde⁶⁸. In der folgenden Modellierung wird deshalb grundsätzlich der Fall der Zurechnung der Anteile zum Betriebsvermögen untersucht.

In der diesem Abschnitt folgenden Modellierung zur Ermittlung der Vermögenspositionen der Anteilseigner bei Unterstellung alternativer Gewinnverwendungsmöglichkeiten und unter Berücksichtigung der Besteuerung soll die Prämisse der Einheitsrendite erhalten bleiben. Bei sich entsprechender externer und interner Bruttorendite und Vernachlässigung der Gewerbesteuer herrscht dann Indifferenz zwischen externer und interner Anlage unter Verwendung von $s_k = 0,25$ wenn der individuelle Grenzeinkommensteuersatz gerade

$$\begin{aligned} r(1 - s_k)(1 - 0,5s_{ek}) &= r(1 - s_{ek}) \\ s_{ek} &= 0,4 \end{aligned}$$

⁶⁶ Wie POCHOP (2003) schon im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens feststellte ergeben sich die Differenzen nur aufgrund von Zeiteffekten, d.h. die Summe der Steuerzahlung wird nicht durch die Gewinnverwendungsalternativen beeinflusst, lediglich der zeitliche Anfall ist unterschiedlich. Dadurch wird die Reihenfolge der Vorteilhaftigkeit durch die Alternativenanlage nicht beeinflusst.

⁶⁷ Gemeint ist damit die Anlage in einer anderen Kapitalgesellschaft.

⁶⁸ Vgl. § 23 Abs. 2 Satz 2 EStG.

beträgt. Dies führt dazu, dass für Individuen mit einem Grenzsteuersatz unter 40% eine Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft nicht in Frage käme, da die Nachsteuerrendite bei einer Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft kleiner ist als bei der alternativen festverzinslichen externen Anlage. Für Individuen mit einem Grenzsteuersatz von über 40% wäre bei sich entsprechender interner und externer Bruttorendite die Anlage in einer Kapitalgesellschaft immer vorteilhaft, d.h. der Aktienbesitz würde sich bei Individuen im oberen Einkommensbereich konzentrieren und die Besteuerungskonzeption damit eine Klientelbildung hervorrufen. Für die Bestimmung der Alternativanlage bedeutet das - aus Sicht der Anteilseigner mit einem Grenzsteuersatz von über 40% - dass im Fall sich entsprechender externer und interner Bruttorenditen die Alternativanlage keine festverzinsliche Anlage sein kann, sondern in jedem Fall eine dem Halbeinkünfteverfahren unterliegende Anlage sein muss⁶⁹.

Findet im Fall der sich entsprechenden Bruttorenditen zusätzlich die Gewerbesteuer Berücksichtigung, befinden sich die Anteile darüber hinaus im Betriebsvermögen einer Personengesellschaft und kommt das gewerbesteuerliche Schachtelprivileg nicht zur Anwendung, ergibt sich unter Verwendung von $s_{kr} = 0,4$ ⁷⁰ und den Gleichungen (2.3) und (2.4), als kombinierte Definitivbelastung ein Grenzsteuersatz von⁷¹

$$\begin{aligned} r(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}) &= r(1 - s_{bv,norm}) \\ s_{ek} &= 0,62. \end{aligned}$$

Unter der Annahme sich entsprechender interner und externer Bruttorenditen würde deshalb aufgrund der für die Indifferenz über dem Spitzengrenzsteuersatz liegende Einkommensteuersatz eine interne Anlage nie in Frage kommen, d.h. eine Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft in Form eines Aktienkaufs wäre nie von Vorteil. Um mindestens indifferent zwischen interner und externer Anlage in Abhängigkeit des individuellen Grenzeinkommensteuersatzes zu sein, muss deshalb folgende Be-

⁶⁹ Vgl. POCHOP (2003), S. 65.

⁷⁰ Unter Verwendung von $s_k = 0,25$ und $H = 500\%$. Vgl. hierzu auch Gleichung (2.1) auf Seite 3.

⁷¹ POCHOP (2003) vernachlässigt die Gewerbesteuer in ihrer Untersuchung und kann deshalb die Verwendung einer Einheitsrendite einfacher rechtfertigen. Vgl. dazu POCHOP (2003), S. 64. Allerdings beeinflusst die Gewerbesteuer die Reihenfolge der Vorteilhaftigkeit der Gewinnverwendungsalternativen nicht.

ziehung zwischen interner (r) und externer (i) Bruttorendite in Abhängigkeit des individuellen Grenzsteuersatzes gelten⁷²:

$$r \geq \frac{i(1 - s_{bv, norm})}{(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})}$$

Sind umgekehrt die Renditen bekannt, muss der individuelle Grenzsteuersatz mindestens

$$s_{ek} \geq \frac{r \left[s_{ge} \left(\frac{1,8}{H} (1 - s_{kr}) + s_{kr} - 1 \right) + 1 - s_{kr} \right] + i \left[1 - s_{ge} \left(1 - \frac{1,8}{H} \right) \right]}{r(0,5(s_{ge}(1 - s_{kr}) + s_{kr} - 1)) + i(1 - s_{ge})} \quad (3.13)$$

betragen, damit die Anlage in der Kapitalgesellschaft vorteilhaft erscheint⁷³.

Die Annahme sich entsprechender Bruttorenditen bei interner und externer Anlage müsste aufgrund obiger Ergebnisse aufgegeben werden. Unter dem Aspekt der zu Beginn dieses Abschnitts dargestellten Relevanz der Alternativanlage und zu gewährleistender Übersichtlichkeit bzw. rechentechnischer Vereinfachung der folgenden Modellierung soll trotz bestehender Kritik angenommen werden, dass die zweitbeste Anlageform in der Anlage in einer anderen Kapitalgesellschaft, also einer dem Halbeinkünfteverfahren unterliegenden Alternativanlage, besteht.

3.2.2 Begleitendes Zahlenbeispiel

In $t=0$ gründen $N=50$ Anteilseigner mit jeweils einem Anteil die Ertragswert GmbH mit einem Nennwert von 1 GE pro Anteil. Die Anteile werden ohne Aufschlag ausgegeben. Der Planungshorizont beträgt $T=10$ Perioden. Das Gesamtkapital der Ertragswert GmbH besteht, wie in Tabelle 3.1 dargestellt, in der Gründungsphase ausschließlich aus dem gezeichneten Kapital (GK). Die Einheitsrendite vor Steuern beträgt 10%, die Steuersätze werden mit $s_{ek} = 0,5$, $s_k = 0,25$, $s_{ge} = 0,2$ ⁷⁴ und damit $s_{kr} = 0,4$ und $s_{bv} = 0,328$ definiert.

⁷² Zu $s_{bv, norm}$ vgl. Gleichung (2.4) auf Seite 4.

⁷³ Zur Diskussion der internen und externen Verzinsung vgl. auch ELSER (2001), S. 807f.

⁷⁴ Der Hebesatz H soll 500% betragen.

Aktiva		Passiva	
<i>Bank</i>	50	<i>GK</i>	50
	50		50

Tabelle 3.1: Gründungsbilanz der Ertragswert GmbH

3.2.3 Vermögensposition bei Dividendenzahlung

3.2.3.1 Halten der Anteile bis zur Liquidation

Im Fall der Dividendenzahlung wird über die gesamte Haltedauer Vollausschüttung angenommen. Durch die Prämisse des Haltens der Anteile bis zur Liquidation wird eine zwischenzeitliche Veräußerung und das damit verbundene Problem der Grenzpreisbestimmung ausgeschlossen. Weiterhin ergibt sich im Zeitpunkt der Liquidation aufgrund der Prämisse der Vollausschüttung kein Liquidationsgewinn. Repräsentiert die Alternativanlage eine andere, dem Halbeinkünfteverfahren unterliegende Anlageform, ermittelt sich der Ertragswert des Unternehmens und aufgrund der Prämisse der Vollausschüttung damit die Gesamtvermögensposition der Anteilseigner, für den Fall der Zurechnung der Anteile zum Betriebsvermögen, im Gründungszeitpunkt als

$$W_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})}{(1 + r(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}))^t} + \frac{LE}{(1 + r(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}))^T}, \quad (3.14)$$

mit $s_{bv} = 0,5s_{ek} + s_{ge}(1 - 0,5s_{ek} - \frac{1,8}{H})^{75}$. Dabei stellt der erste Summand den Barwert der Dividenden nach Besteuerung auf Unternehmens- und Anteilseignerebene dar während der zweite Summand den Barwert des Liquidationserlöses (LE) repräsentiert. Der Liquidationserlös ergibt, durch die Prämisse der Vollausschüttung und unter Berücksichtigung der den Liquidationserlös in $t=T$ betreffenden gesetzlichen Regelungen mit § 3 Nr. 40 a) EStG und § 3c Abs. 2 EStG, nach denen die Hälfte des Liquidationserlöses abzüglich der Hälfte der Anschaffungskosten zu versteuern ist, gerade das in $t=0$ eingezahlte Nennkapital. Durch die steuerliche Gleichbehandlung der Alternativanlage ergibt sich als Ertragswert und Gesamtvermögensposition im

⁷⁵ Vgl. Gleichung (2.3) auf Seite 4.

Zeitpunkt $t=0$ wie im Fall des vollkommenen Kapitalmarkts $W_0 = V_0 = e \cdot N = E$, sowie e als Gesamtvermögensposition eines einzelnen Anteilseigners. Der Ertragswert der Unternehmung nach Ausschüttung in $t=1$ ergibt sich dann als

$$W_1 = \sum_{t=2}^T \frac{D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})}{(1 + r(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}))^{t-1}} + \frac{LE}{(1 + r(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}))^{T-1}} \quad (3.15)$$

und beträgt unverändert E . Berücksichtigt man zusätzlich die Dividendenzahlung in Höhe von $D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})$ ergibt sich ein Gesamtvermögen in $t=1$ in Höhe von

$$V_1 = E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}) \quad (3.16)$$

bzw. ein Vermögen für den einzelnen Anteilseigner in Höhe von

$$v_1 = e + d(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}). \quad (3.17)$$

Im Fall der Ertragswert GmbH bestimmt sich die Gesamtvermögensposition der Anteilseigner als 52,016 bzw. 1,04032 als Gesamtvermögensposition eines einzelnen Anteilseigners.

3.2.3.2 Zwischenzeitliche Veräußerung der Anteile

Im Fall der zwischenzeitlichen Veräußerung wird davon ausgegangen, dass die an der Gründung beteiligten Anteilseigner ihre Anteile nicht bis zum Zeitpunkt der Liquidation in $t=T$ halten. Dadurch ergibt sich im Zeitpunkt der Veräußerung $t=z$ das Problem der Bewertung der Anteile. Die beiden Vertragsparteien, Käufer und Verkäufer, müssen den Preis bestimmen, den sie gerade noch bereit sind für die Anteile zu zahlen bzw. gerade noch bereit sind zu akzeptieren. Letztendlich kommt die Transaktion der Anteile nur zustande, sofern der Grenzpreis des Käufers (GPR_k) mindestens dem Grenzpreis des Verkäufers (GPR_v) entspricht. Da im Fall der Dividendenausschüttung Vollausschüttung angenommen wird, ergibt sich weder im Zeitpunkt der Veräußerung noch im Zeitpunkt der Liquidation ein zu versteuernder Veräußerungsgewinn, d.h. der Liquidations- und Veräußerungserlös besteht aus den im Gründungszeitpunkt getätigten Einlagen. Formal ermittelt sich die Gesamt-

vermögensposition des Verkäufers⁷⁶, im Fall der Zurechnung der Anteile zum Betriebsvermögen, als Barwert der nach dem Veräußerungszeitpunkt bis zur Liquidation zu erwartenden Nettodividenden zuzüglich des Liquidationserlöses in T und damit als

$$\begin{aligned}
 V_z &= \sum_{t=z+1}^T \frac{D(1-s_{kr})(1-s_{bv})}{(1+r(1-s_{kr})(1-s_{bv}))^{t-z}} \\
 &\quad + \frac{E}{(1+r(1-s_{kr})(1-s_{bv}))^{T-z}} \\
 &= E.
 \end{aligned} \tag{3.18}$$

Der Verkäufer ist also nur dann zur Veräußerung seiner Anteile bereit, wenn sich seine Vermögensposition durch den Verkauf nicht ändert, d.h. nach Verkauf gerade E beträgt. Für den Grenzpreis des Verkäufers in $t=z$ muss deshalb gelten

$$\begin{aligned}
 GPR_v - s_{bv}(GPR_v - AK) &\stackrel{!}{=} V_z = E \\
 GPR_v &= E.
 \end{aligned} \tag{3.19}$$

Der Grenzpreis des Verkäufers abzüglich der hälftigen Grenzeinkommensteuer auf den Veräußerungsgewinn muss gerade dem Barwert der künftigen Zahlungen in $t=z$ und damit E entsprechen. Da sich die Anschaffungskosten (AK) aus den in $t=0$ getätigten Einlagen zusammensetzen ergibt sich für den Grenzpreis des Verkäufers in $t=z$ gerade E .

Für den Käufer ergibt sich der Grenzpreis in $t=z$ analog zum Grenzpreis des Verkäufers als Barwert der ab $t=z$ bis T zu erwartenden Zahlungen und damit als

$$GPR_k = \sum_{t=z+1}^T \frac{r_s E}{q_s^{t-z}} + \frac{E - s_{bv}(E - GPR_k)}{q_s^{T-z}} = E \tag{3.20}$$

mit $r_s = r(1-s_{kr})(1-s_{bv})$ und $q_s = (1+r(1-s_{kr})(1-s_{bv}))$. Nach § 3 Nr. 40 a) EStG

⁷⁶ Unter der Annahme einer 100%-Beteiligung.

unterliegt die Hälfte des Liquidationserlöses der Besteuerung auf Anteilseignerebene, also $0,5 \cdot E$. Nach § 3c Abs. 2 EStG ist jedoch gleichzeitig die Hälfte der Anschaffungskosten, also $0,5 \cdot GPR_k$, abzugsfähig. Damit entsprechen sich die Grenzpreise von Käufer und Verkäufer. Die Transaktion kommt daher zu einem Preis von E zustande. Antizipieren die Anteilseigner die Veräußerung im Zeitpunkt z in $t=1$, entspricht der Ertragswert in $t=1$ unter der Fiktion, dass das gesamte Unternehmen in z veräußert wird,

$$W_1 = \sum_{t=2}^z \frac{r_s E}{q_s^{t-1}} + \frac{E}{q_s^{z-1}} = E. \quad (3.21)$$

und entspricht dem Ertragswert des Unternehmens im Fall des vollkommenen Kapitalmarkts. Unter Berücksichtigung der Ausschüttung nach Steuern in $t=1$ in Höhe von $D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})$ ergibt sich in $t=1$ eine Gesamtvermögensposition von

$$V_1 = E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}) \quad (3.22)$$

bzw.

$$v_1 = e + d(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}). \quad (3.23)$$

Die Vermögenspositionen im Fall des Haltens der Anteile bis zum Zeitpunkt der Liquidation und der zwischenzeitlichen Veräußerung entsprechen sich damit. Der in $t=z$ veräußernde Anteilseigner ist durch die Prämisse der Vollausschüttung im Fall der Dividendenzahlung in der Lage durch eine Veräußerung vor dem Zeitpunkt der Liquidation seine Vermögensposition zu erhalten. Dasselbe würde man auch im Fall einer unwesentlichen Beteiligung erhalten. Für $z > 1$ wären die Veräußerungsgewinne steuerfrei, da diese jedoch aufgrund der Vollausschüttungsprämisse unterbleiben und auch für den Fall der unwesentlichen Beteiligung zu versteuernden Liquidationsgewinne nicht anfallen, entsprechen beide Grenzpreise gerade dem Nennkapital. Sowohl für Käufer als auch für Verkäufer hat das Engagement in der Unternehmung aufgrund der Einheitsrendite und der dem Halbeinkünfteverfahren unterliegenden Alternativanlage einen Kapitalwert von 0. Da die Vermögenspositionen denen im Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation entsprechen, ergeben sich für den Fall der Ertragswert GmbH dieselben Werte.

3.2.4 Vermögensposition bei Thesaurierung

3.2.4.1 Halten der Anteile bis zur Liquidation

Im Fall der Thesaurierung werden die in Periode 1 generierten Zahlungsüberschüsse im Unternehmen zu r angelegt, dabei wird analog zum Fall der Dividendenaus-schüttung für die Perioden, beginnend in $t=2$, bis zum Zeitpunkt der Liquidation Vollausschüttung angenommen, wobei die durch die Thesaurierung entstandenen Erträge ebenfalls ausgeschüttet werden. Allerdings beträgt die Ausschüttung nach Einkommensteuer unter Berücksichtigung des thesaurierten Betrags in $t=1$, der aufgrund des nicht Durchreichens bis zur Eignerebene nur dem kombinierten Körperschaftsteuersatz unterliegt, dann $r[E + D(1 - s_{kr})](1 - s_{kr})(1 - s_{bv})$. Da in Periode $t=1$ Thesaurierung unterstellt wurde und nachfolgend Vollausschüttung unterstellt wird, ergibt sich im Liquidationszeitpunkt T ein Veräußerungsgewinn in Höhe von $D(1 - s_{kr})$. Der Ertragswert der Anteile, der gleichzeitig der Gesamtvermögensposition der Anteilseigner entspricht bestimmt sich dann als

$$\begin{aligned}
 W_1 = V_1 &= \sum_{t=2}^T \frac{r[E + D(1 - s_{kr})](1 - s_{kr})(1 - s_{bv})}{q_s^{t-1}} & (3.24) \\
 &+ \frac{E + D(1 - s_{kr}) - s_{bv}(E + D(1 - s_{kr}) - AK)}{q_s^{T-z}} \\
 &= E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-T+1}),
 \end{aligned}$$

mit $q_s = 1 + r(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})$, wobei im Zeitpunkt der Liquidation $E + D(1 - s_{kr})$ an die Anteilseigner ausgeschüttet wird und diese den sich als $E + D(1 - s_{kr})$ abzüglich der Anschaffungskosten in Höhe von E ergebenden Liquidationsgewinn zur Hälfte versteuern müssen. Die steuerliche Belastung im Zeitpunkt der Liquidation ergibt sich aus § 20 Abs. 1 Nr. 2 EStG i.V.m § 3 Nr. 40 e) EStG⁷⁷. Die Gesamtvermögensposition ist größer als im Fall der Dividendenzahlung bei Halten der Anteile bis

⁷⁷ Vgl. auch Anhang A.2 auf Seite 52.

zur Liquidation⁷⁸. Dies liegt daran, dass der in $t=1$ thesaurierte Betrag in Höhe von $D(1 - s_{kr})$ erst am Ende des Planungshorizonts der Besteuerung auf Eignerebene unterliegt. Die Differenz zum Fall der Dividendenzahlung ergibt sich also als Barwert der zeitlichen Verzögerung der Besteuerung auf Eignerebene, die in $t=1$ genau $D(1 - s_{kr})s_{bv}(1 - q_s^{-T+1})$ beträgt. Die Gesamtvermögensposition der einzelnen Anteilseigner in $t=1$ beträgt

$$v_1 = e + d(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-T+1}). \quad (3.25)$$

Im Fall der Ertragswert GmbH werden die in $t=1$ thesaurierten Beträge als Gewinnrücklagen verbucht. Die Gesamtvermögensposition aller Anteilseigner beträgt dann 52,311⁷⁹ während sich die Gesamtvermögensposition eines einzelnen Anteilseigners auf 1,04621 beziffert. Findet die Liquidation im Unendlichen statt ergibt sich die Gesamtvermögensposition aller Anteilseigner in $t=1$ als $\frac{r_s(E+D(1-s_{kr}))}{r_s}$, d.h. als unendliche Rente der periodischen Ausschüttung und damit als $E + D(1 - s_{kr})$.

3.2.4.2 Zwischenzeitliche Veräußerung der Anteile

Im Fall des endlichen Planungshorizonts besteht das Problem der Grenzpreisbestimmung beider Vertragsparteien im Veräußerungszeitpunkt z . Da im Fall der Thesaurierung im Zeitpunkt der Liquidation ein Liquidationsgewinn entsteht, muss dieser im Grenzpreiskalkül des Verkäufers berücksichtigt werden. Der Liquidationsgewinn ergibt sich dabei als Liquidationserlös $E + D(1 - s_{kr})$ abzüglich der Anschaffungskosten aus $t=0$ in Höhe der Einlage E . Die Gesamtvermögensposition in $t=z$ für den Verkäufer ermittelt sich dann als

$$\begin{aligned} V_z &= \sum_{t=z+1}^T \frac{r_s[E + D(1 - s_{kr})]}{q_s^{t-z}} + \frac{E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})}{q_s^{T-z}} \quad (3.26) \\ &= E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-T+z}). \end{aligned}$$

⁷⁸ Vgl. Gleichung (3.16) auf Seite 24.

⁷⁹ Mit $q_s = 1,04032$.

Um sich gegenüber der Vermögensposition bei Halten der Anteile bis zur Liquidation nicht zu verschlechtern muss in $t=z$ gelten, dass der Grenzpreis des Verkäufers abzüglich der zu entrichtenden hälftigen Einkommensteuer auf den Veräußerungsgewinn gerade V_z entspricht. Der Grenzpreis des Verkäufers ermittelt sich damit als

$$GPR_v - s_{bv}(GPR_v - AK) \stackrel{!}{=} V_z = E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-T+z})$$

$$GPR_v = E + \frac{D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-T+z})}{(1 - s_{bv})} \quad (3.27)$$

und ergibt im Fall der Ertragswert GmbH einen Grenzpreis von 53,263. Der Grenzpreis nach Besteuerung des Veräußerungsgewinns stellt für den Verkäufer in $t=z$ einen konsumfähigen Betrag in Höhe von V_z dar. Würde der Verkäufer den von ihm bestimmten Grenzpreis in Höhe von GPR_v nicht erlösen können, wäre aber auf den konsumfähigen Betrag von V_z angewiesen, könnte er alternativ einen Kredit aufnehmen, der im Barwert in $t=z$ gerade V_z entspricht. Im Fall der unwesentlichen Beteiligung wäre der Veräußerungsgewinn in z im Fall $z > 1$ nicht steuerpflichtig und der Grenzpreis würde $V_z = E + D(1 - s_{kr})(1 - 0,5s_{ek}q_s^{-T+z})$ betragen⁸⁰.

Die Ermittlung der Zahlungen im Zeitpunkt der Liquidation gestaltet sich für den Käufer etwas komplexer. Zunächst bekommt der Käufer Kapitalrückzahlungen in Höhe von E , diese sind vom in $t=z$ geleisteten Grenzpreis abziehbar. Weicht der Grenzpreis von den Kapitalrückzahlungen in Höhe von E ab wird eine Einkommensteuerzahlung bzw. -erstattung in Höhe von $s_{bv}(E - GPR_k)$ fällig. Gleichzeitig gehen an den Käufer Kapitalerträge in Höhe von $D(1 - s_{kr})$, die mit dem hälftigen

⁸⁰ Mit $q_s = 1 + r(1 - s_{kr})(1 - 0,5s_{ek})$.

Steuersatz zu versteuern sind. Der Grenzpreis des Käufers ermittelt sich dann als

$$\begin{aligned}
 GPR_k &= \sum_{t=z+1}^T \frac{r_s[E + D(1 - s_{kr})]}{q_s^{t-z}} + \frac{E - s_{bv}(E - GPR_k)}{q_s^{T-z}} \quad (3.28) \\
 &\quad + \frac{D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})}{q_s^{T-z}} \\
 &= E + D(1 - s_{kr}),
 \end{aligned}$$

was im Fall der Ertragswert GmbH einen Grenzpreis von 53 ergeben würde. Die latente Steuerlast in Höhe von $s_{bv}D(1 - s_{kr})$ wird durch die durch den Veräußerungsverlust generierte Steuererstattung kompensiert. Für $T > z$ gilt

$$GPR_k = E + D(1 - s_{kr}) < E + \frac{D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-T+z})}{(1 - s_{bv})} = GPR_v \quad (3.29)$$

$$1 < \frac{1 - s_{bv}q_s^{-T+z}}{1 - s_{bv}}.$$

Nur im Fall, dass der Zeitpunkt der Liquidation und der Veräußerung aufeinanderfallen, würde eine Transaktion zum Preis von $E + D(1 - s_{kr})$ zustande kommen⁸¹. Der Grund warum nur bei $T=z$ eine Veräußerung zustande kommen würde liegt darin, dass dann für den Verkäufer kein durch den Stundungseffekt generierten Vermögenszuwachs entsteht, dessen dadurch generierte höhere Steuerlast der Käufer bei Auseinanderfallen des Veräußerungszeitpunkts und des Zeitpunkts der Liquidation dem Verkäufer vergüten müsste. Kommt die Transaktion nicht zustande, ergibt sich die Gesamtvermögensposition in $t=1$ eines Anteilseigners nach Gleichung (3.25) als $e + d(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-T+1})$.

Würden die Anteilseigner ihre Anteile zum Grenzpreis des Käufers veräußern würde sich für sie ein zu versteuernder Veräußerungsgewinn von $D(1 - s_{kr})$ ergeben. Der Wert der Anteile und damit die Gesamtvermögensposition aller Anteilseigner würde

⁸¹ Das Ergebnis deckt sich damit mit den von KÖNIG/WOSNITZA (2000) gewonnenen Erkenntnissen im Rahmen des endlichen Planungshorizonts und gleichzeitiger Dividenden- und Kursgewinnbesteuerung. Vgl. KÖNIG/WOSNITZA (2000), S. 788ff.

sich dann in $t=1$ auf

$$\begin{aligned} V_1 &= \sum_{t=2}^z \frac{r_s[E + D(1 - s_{kr})]}{q_s^{t-1}} + \frac{E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})}{q_s^{z-1}} \\ &= E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-z+1}) \end{aligned} \quad (3.30)$$

bezeichnen. Die Vermögenseinbuße würde sich damit auf $s_{bv}D(1 - s_{kr})(q_s^{-z+1} - q_s^{-T+1})$ belaufen und im Fall der Ertragswert GmbH eine Vermögensposition von 52,1599 bzw. eine Vermögenseinbuße in Höhe von -0,15066 ergeben.

Betrachtet man jedoch den Fall einer unwesentlichen Beteiligung im Privatvermögen und gilt $z > 1$ ermittelt sich die Vermögensposition des Verkäufers analog zu Gleichung (3.26) als V_z , da auch in diesem Fall die Liquidationsgewinne dem Halbeinkünfteverfahren unterliegen, und damit als $E + D(1 - s_{kr})(1 - 0,5s_{ek}q_s^{-T+z})$ ⁸². Da $z > 1$ unterliegen die Veräußerungsgewinne in z nicht der Besteuerung was zur Äquivalenz von V_z und GPR_v führt. Da sich der Grenzpreis des Käufers unabhängig von der unwesentlichen Beteiligung im Privatvermögen nach Gleichung (3.28) und damit als $E + D(1 - s_{kr})$ ergibt⁸³ und der Grenzkaufpreis damit höher ist als der Grenzpreis des Verkäufers kommt die Transaktion zustande⁸⁴. Käme dabei die Transaktion zum Grenzpreis des Käufers zustande würde der Ertragswert eines Anteils $v_1 = e + d(1 - s_{kr})$ betragen⁸⁵. Würde der Preis zu dem die Transaktion zustande kommt gerade dem Grenzpreis des Verkäufers in $t=z$ betragen würde sich dasselbe Gesamtvermögen in Höhe von $e + d(1 - s_{kr})(1 - q_s^{-T+1})$ ergeben wie im Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation. Die Gesamtvermögensposition eines unwesentlich beteiligten Anteilseigners in $t=1$ liegt also zwischen $v_1 = e + d(1 - s_{kr})(1 - q_s^{-T+1})$

⁸² Mit $q_s = 1 + r(1 - s_{kr})(1 - 0,5s_{ek})$. Da für die Anteilseigner ihr Engagement in der Ertragswert-GmbH nach § 17 EStG als wesentliche Beteiligung gilt kann nicht auf das Beispiel der Ertragswert-GmbH zurückgegriffen werden.

⁸³ Würde der Käufer die Anteile im Privatvermögen halten, so würde eine im Privatvermögen gehaltene Alternativenanlage angenommen werden.

⁸⁴ Dieser Fall entspricht dem in KÖNIG/WOSNITZA (2000) modellierten Fall der Dividendenbesteuerung ohne paralleler Veräußerungsgewinnbesteuerung. Vgl. dazu KÖNIG/WOSNITZA (2000), S. 788.

⁸⁵ Eine 100%-Beteiligung kommt nicht in Frage.

und $v_1 = e + d(1 - s_{kr})$ ⁸⁶.

Zusammenfassend gilt, dass im Fall der Thesaurierung die Gesamtvermögensposition der Anteilseigner in $t=1$, für den Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation, durch die nachverlagerte Besteuerung der thesaurierten Erträge auf Anteilseignerebene, größer ist, als im Fall der Dividendenzahlung. Eine Veräußerung der Anteile vor dem Zeitpunkt der Liquidation kommt im Fall der Thesaurierung und Zurechnung der Anteile zum Betriebsvermögen nicht in Frage, da der Käufer nicht bereit ist, den vom Verkäufer geforderten Grenzpreis zu entrichten und die Vermögensposition des Verkäufers durch einen Verkauf zum Grenzpreis des Käufers beschnitten werden würde. Die einzige Ausnahme stellt der Fall der unwesentlichen Beteiligung dar, da für den Fall $z > 1$ Veräußerungsgewinne nicht steuerpflichtig sind.

3.2.5 Vermögensposition bei Rückkauf eigener Anteile

3.2.5.1 Halten der Anteile bis zur Liquidation

Findet in $t=1$ ein einmaliger Rückkauf eigener Anteile statt⁸⁷, entspricht der zum Rückkauf zur Verfügung stehende Betrag genau dem Betrag, der zur Dividendenausschüttung zur Verfügung steht, d.h. $D(1 - s_{kr})$. Zusätzlich gilt es die Grenzpreise der beiden am Rückkauf teilnehmenden Parteien zu ermitteln. Vor dem Rückkauf ermittelt sich die Gesamtvermögensposition der Anteilseigner in $t=1$ als $E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})$ ⁸⁸. Die Anteilseigner sind jedoch nur dann bereit als Verkäufer an dem Rückkauf teilzunehmen, wenn sich für sie nach dem Rückkauf dieselbe Vermögens-

⁸⁶ jeweils unter Einbeziehung der Grenzen.

⁸⁷ Die verschiedenen praktizierten Verfahren zum Rückkauf eigener Anteile und die damit verbundenen Preisbildungen werden hier nicht modelliert. Die Bestimmung des Rückkaufpreises erfolgt ausschließlich auf Basis der Indifferenz der Vermögenswerte der ausscheidenden und verbleibenden Anteilseigner. Zur Darstellung der ökonomischen Auswirkungen verschiedener Rückkaufverfahren vgl. z.B. POCHOP (2003), S. 32 - 52.

⁸⁸ Vgl. Abschnitt 3.2.3.

position ergibt wie für die im Unternehmen verbleibenden Anteilseigner⁸⁹. Für die verbleibenden Anteilseigner stellt der Rückkauf jedoch nichts anderes als eine Thesaurierung dar, d.h. da ihre Erträge in $t=1$ thesauriert werden und erst im Zeitpunkt der Liquidation besteuert werden, ergibt sich für sie durch den Stundungseffekt ein Zinsvorteil⁹⁰. Durch den Zinsvorteil steigt ihre Gesamtvermögensposition im Vergleich zur Gesamtvermögensposition vor dem Rückkauf. Wäre dies der Fall, wäre wiederum kein Anteilseigner bereit seine Anteile zu veräußern, wenn er die Chance sehe seine Gesamtvermögensposition durch das Halten der Anteile zu verbessern. Der durch den Rückkauf entstehende Zinsvorteil und dessen Antizipation durch einen am Rückkaufprogramm teilnehmenden Anteilseigner muss also im Rückkaufpreis insofern berücksichtigt werden, als dass die veräußernden Anteilseigner auch an diesem beteiligt werden müssen.

Da $D(1 - s_{kr})$ zum Rückkauf zur Verfügung steht und gpr_v gerade den Grenzpreis eines Anteils eines zur Veräußerung bereiten Anteilseigners darstellt, ermittelt sich die Anzahl der erwerbenden eigenen Anteile N_{rueck} als

$$N_{rueck} = \frac{D(1 - s_{kr})}{gpr_v}. \quad (3.31)$$

Damit verringert sich die Anzahl der verbleibenden Anteilseigner auf

$$N_{neu} = N - \frac{D(1 - s_{kr})}{gpr_v}. \quad (3.32)$$

Im Grenzpreis, den der Verkäufer bekommt, sind Ertragsanteile in Höhe von $(gpr_v - e)$ enthalten, die dieser nach dem Halbeinkünfteverfahren zu versteuern hat⁹¹. Würden zum Rückkauf nur auf Unternehmensebene mit s_{kr} belastete Erträge bzw. Rücklagen verwendet werden und auf Anteilseignerebene nur der Veräußerungsgewinn der Be-

⁸⁹ Es soll nochmals an die Fiktion der Gruppierung der Anteilseigner erinnert werden. Aufgrund der Prämisse der Homogenität der Anteilseigner wären entweder alle Anteilseigner bereit zu veräußern, hätten alle Anteilseigner kein Interesse am Rückkaufprogramm teilzunehmen oder wären alle Anteilseigner indifferent zwischen Halten und Veräußern der Anteile. Die Differenzierung der Anteilseigner in eine Partei der Käufer und eine Partei der Verkäufer findet deshalb nur fiktiv statt.

⁹⁰ Sofern der Rückkaufpreis als $e + d(1 - s_{kr})$ festgelegt wird.

⁹¹ Vgl. hierzu Tabelle A.1 in Anhang A.1 auf Seite 51.

steuerung des Halbeinkünfteverfahrens unterliegen und das unbelastete Eigenkapital nicht reduziert werden, würde das bedeuten, dass durch den Rückkauf eigener Anteile die im Unternehmen generierten Erträge teilweise nicht der hälftigen Besteuerung auf Eignerebene unterliegen würden. Wenn der zum Rückkauf verwendete Betrag $D(1 - s_{kr})$ ausgeschüttet wird unterliegt dieser nur in Höhe des Veräußerungsgewinns der am Rückkauf teilnehmenden Anteilseigner der hälftigen Besteuerung auf Eignerebene. Der Veräußerungsgewinn beträgt insgesamt

$$\begin{aligned} V_g = N_{rueck}(gpr_v - e) &= \frac{D(1 - s_{kr})}{gpr_v} [gpr_v - e] & (3.33) \\ &= D(1 - s_{kr}) - e \frac{D(1 - s_{kr})}{gpr_v}, \end{aligned}$$

mit e als Anschaffungskosten. Das bedeutet, dass im Rahmen der Betrachtung des Rückkaufs eigener Anteile als Teilliquidation ein Betrag in Höhe von $e \cdot N_{rueck}$ im Zeitpunkt des Rückkaufs nicht der Besteuerung unterliegt und deshalb vom unbelasteten Eigenkapital abgezogen werden muss, um dessen Besteuerung auf Eignerebene im Zeitpunkt der Liquidation zu garantieren. Weiterhin werden die Gewinnrücklagen um die Differenz des Rückkaufvolumens abzüglich des darin enthaltenen Nennkapitals und deshalb gerade um V_g gemindert. Das unbelastete Eigenkapital beträgt nach dem Rückkauf dann insgesamt

$$E_{neu} = \left[N - \frac{D(1 - s_{kr})}{gpr_v} \right] e, \quad (3.34)$$

während die Gewinnrücklagen als belastetes Eigenkapital gerade

$$GRL = D(1 - s_{kr}) - V_g = e \frac{D(1 - s_{kr})}{gpr_v} \quad (3.35)$$

betragen. Dies würde im Zeitpunkt der Liquidation einem Liquidationserlös unter Verwendung von Gleichung (3.34) von

$$LE = E_{neu} + (1 - s_{bv}) \frac{D(1 - s_{kr})e}{gpr_v} = E - s_{bv} \frac{D(1 - s_{kr})e}{gpr_v} \quad (3.36)$$

entsprechen. Berücksichtigt man die Behandlung des Aktienrückkaufs im derzeitigen

Steuerrecht als Veräußerungsgeschäft, so ergibt sich eine Minderung des Nennkapitals um $e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$ und eine Minderung des steuerlichen Einlagekontos um V_g . Damit findet der Aktienrückkauf in einer Minderung des unbelasteten Eigenkapitals in voller Höhe des Rückkaufvolumens Berücksichtigung. Im Zeitpunkt der Liquidation wird dadurch unbelastetes Eigenkapital in Höhe von $E - D(1 - s_{kr})$ und der hälftigen Einkommensteuer zu unterwerfendes belastetes Eigenkapital in Höhe von $D(1 - s_{kr})$ ausgeschüttet. Berücksichtigt man die Anschaffungskosten der verbleibenden Anteilseigner in Höhe von $E - e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$ ergibt sich im Zeitpunkt der Liquidation ein Liquidationserlös in Höhe von⁹²

$$\begin{aligned} LE &= [E - D(1 - s_{kr})] + s_{bv} \left[E - e \frac{D(1 - s_{kr})}{gpr_v} - (E - D(1 - s_{kr})) \right] \\ &\quad + (1 - s_{bv})D(1 - s_{kr}) \\ &= E - s_{bv} \frac{D(1 - s_{kr})e}{gpr_v} \end{aligned} \quad (3.37)$$

und entspricht dabei dem Liquidationserlös bei Behandlung des Rückkaufs eigener Anteile als Teilliquidation. Die Gesamtvermögensposition der verbleibenden Anteilseigner nach Rückkauf eigener Anteile in $t=1$ ermittelt sich als

$$V_1 = \sum_{t=2}^T \frac{\overbrace{[N_{neu} \cdot e + N_{rueck} \cdot e]}^E}{q_s^{t-1}} r_s + \frac{E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v}}{q_s^{T-1}}. \quad (3.38)$$

Die Höhe des zu verzinsenden Eigenkapitals wird durch das Rückkaufprogramm nicht beeinflusst, setzt sich jedoch nach dem Rückkauf aus unbelasteten Einlagen in Höhe von $N_{neu} \cdot e$ und belasteten Rücklagen in Höhe von $N_{rueck} \cdot e$ zusammen⁹³. Dabei unterliegt der Betrag, der im Zeitpunkt des Rückkaufs eigener Anteile bei den Verkäufern Anschaffungskosten⁹⁴ darstellte im Zeitpunkt der Liquidation der Besteuerung auf Anteilseignerebene. In $t=1$ ergibt sich für die verbleibenden An-

⁹² Zur Behandlung des steuerlichen Einlagekontos vgl. auch POCHOP (2003), S. 104.

⁹³ N_{neu} ergibt sich als $N_{neu} = N - N_{rueck}$.

⁹⁴ Vgl. hierzu auch Gleichung (3.33).

teilsigner eine Gesamtvermögensposition von

$$V_1 = E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}. \quad (3.39)$$

Die Vermögensposition eines einzelnen verbleibenden Anteilseigners ergibt sich unter Verwendung von Gleichung (3.32) und (3.39) als

$$v_1 = \frac{V_1}{N_{neu}} = \frac{E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}. \quad (3.40)$$

Da die Vermögensposition eines veräußernden Anteilseigners genau der Vermögensposition eines verbleibenden Anteilseigners entsprechen muss, damit die veräußerungswilligen Anteilseigner auch wirklich bereit sind an dem Rückkauf teilzunehmen, muss folgende Bedingung gelten

$$v_1 \stackrel{!}{=} gpr_v - (gpr_v - e)s_{bv}. \quad (3.41)$$

Das bedeutet, dass die Vermögensposition eines einzelnen nicht am Rückkaufprogramm teilnehmenden Anteilseigners dem Grenzpreis eines am Rückkaufprogramm teilnehmenden Anteilseigners, abzüglich der Veräußerungsgewinnbesteuerung, entsprechen muss. Unter Verwendung von Gleichung (3.40) ergibt sich damit

$$\frac{E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} \stackrel{!}{=} gpr_v - (gpr_v - e)s_{bv}. \quad (3.42)$$

Löst man Gleichung (3.42) nach gpr_v auf erhält man für den Grenzpreis des veräußerungswilligen Anteilseigners⁹⁵

$$gpr_v = \frac{E + D(1-s_{kr})}{2N} + \sqrt{\frac{[(D(1-s_{kr}) + E)]^2}{4N^2} + \frac{s_{bv}D(1-s_{kr})e(1-q_s^{-T+1})}{N(1-s_{bv})}}. \quad (3.43)$$

⁹⁵ Vgl. Anhang A.4 auf Seite 54.

Die Gesamtvermögensposition aller Anteilseigner beträgt in $t=1$ deshalb unter Verwendung von Gleichung (3.40)

$$V_1 = N \cdot v_1 = \frac{E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} \cdot N \quad (3.44)$$

und muss kleiner sein als im Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation bei Thesaurierung, da ein Teil des für den Rückkauf verwendeten Betrags für die Veräußerer Veräußerungsgewinne darstellen, die dann schon in $t=1$ einkommensteuerlich belastet werden⁹⁶. Der Rückkauf eigener Anteile ist damit eine Mischung aus Dividendenausschüttung und Thesaurierung, da in $t=1$ Mittel ausgeschüttet werden und teilweise der Besteuerung unterliegen, aber für die verbleibenden Aktionäre diese Form der Ausschüttung einer Thesaurierung gleich kommt, da für sie die Besteuerung auf Anteilseignerebene erst im Zeitpunkt der Liquidation erfolgt.

Im Fall der Ertragswert GmbH ergibt sich, für den Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation, ein Gesamtvermögen aller Anteilseigner in Höhe von 52,292. Die Gesamtvermögensposition eines einzelnen Anteilseigner beträgt 1,0458. Die Bilanz der Ertragswert GmbH ergibt sich nach dem Rückkauf eigener Anteile in $t=1$ aus Tabelle 3.2. Der Anteil des Nennkapitals am ausgeschütteten Betrag bzw. der Anteil der dem Halbeinkünfteverfahren unterliegenden Erträge wurde von der jeweiligen Bilanzposition offen abgesetzt und dabei der Rückkauf bilanztechnisch als Teilliquidation erfasst.

Für den Fall des Haltens einer unwesentlichen Beteiligung im Privatvermögen ergibt sich unter der Bedingung, dass der Rückkauf in $t > 1$ stattfindet und bis dahin Vollausschüttung in Form von Dividendenzahlungen angenommen wird, ein weiterer zu untersuchender Fall⁹⁷. Unabhängig von der Besteuerung oder Nichtbesteuerung der Veräußerungsgewinne findet im Zeitpunkt der Liquidation ein etwaiger Liquida-

⁹⁶ Zur Differenz der Vermögenspositionen bei Thesaurierung und Rückkauf eigener Anteile vgl. Kapitel 3.3.

⁹⁷ Für $t > 1$ sind die Veräußerungsgewinne der am Rückkaufprogramm teilnehmenden Anteilseigner steuerfrei.

Aktiva		Passiva	
<i>Bank</i>	50	<i>GK</i>	50
			-2,8084
		<i>GRL</i>	3
			-0,1916
50		50	

Tabelle 3.2: Bilanz der Ertragswert GmbH nach Rückkauf eigener Anteile in $t=1$

tionsgewinn im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens Berücksichtigung. Deswegen unterscheidet sich die in Gleichung (3.39) ermittelte Vermögensposition im Fall der Zurechnung der Anteile zum Betriebsvermögen zum Fall des Haltens der Anteile im Privatvermögen ausschließlich hinsichtlich des zugrunde zu legenden individuellen Grenzeinkommensteuersatzes. Das Gesamtvermögen aller Anteilseigner in $t=2$ ergibt sich dann unter Modifikation der in Gleichung (3.41) dargestellten Bedingung als

$$gpr_v \stackrel{!}{=} v_2 = \frac{E - s_e \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+2}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}. \quad (3.45)$$

Auflösen von (3.45) nach gpr_v ergibt

$$gpr_v = v_2 = \frac{E + D(1 - s_{kr}) + \sqrt{[E + D(1 - s_{kr})]^2 - 4N \cdot \mathcal{C}}}{2N}, \quad (3.46)$$

mit $\mathcal{C} = e \cdot 0,5s_{ek}D(1 - s_{kr})q_s^{-T+2}$. Wobei gpr_v größer sein muss als $e + d(1 - s_{kr})(1 - 0,5s_{ek})$. Für $T \rightarrow \infty$ gilt $\mathcal{C} = 0$ und damit wäre der Grenzpreis der für beide Parteien dieselbe Vermögensposition generiert mit $e + d(1 - s_{kr})$ anzusetzen. Liegt der Liquidationszeitpunkt im Unendlichen ist schnell ersichtlich, dass sich die Vermögensposition der Thesaurierungsalternative und die des Rückkaufs eigener Anteile im Fall der Nichtexistenz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung entsprechen⁹⁸. Mit $N \cdot gpr_v$

⁹⁸ Für den Fall der Thesaurierung vgl. Seite 31f. Für den Rückkauf eigener Anteile gilt $gpr_v = \frac{E + D(1 - s_{kr}) + \sqrt{[E + D(1 - s_{kr})]^2}}{2N} = e + d(1 - s_{kr})$.

bzw. $N \cdot v_2$ ergibt sich die Gesamtvermögensposition in $t=2$ als⁹⁹

$$V_2 = \frac{E + D(1 - s_{kr}) + \sqrt{[(E + D(1 - s_{kr}))^2 - 4N \cdot \mathcal{C}]}}{2}, \quad (3.47)$$

mit $\mathcal{C} = e^{-0,5s_{ek}D(1-s_{kr})q_s^{-T+2}}$, bzw. als

$$V_2 = \frac{E - 0,5s_{ek} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+2}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} \cdot N. \quad (3.48)$$

3.2.5.2 Zwischenzeitliche Veräußerung der Anteile

Im Zeitpunkt der Veräußerung ermittelt der Verkäufer seine Vermögensposition V_z um dann seinen Grenzpreis GPR_v bestimmen zu können¹⁰⁰. Die Vermögensposition des Verkäufers ergibt sich aus dem Barwert der zukünftig zu erwartenden Dividenden zuzüglich der Zahlungen im Zeitpunkt der Liquidation. Bedingt durch den Rückkauf eigener Anteile unterlagen die Erträge in $t=1$ nur teilweise der Einkommensteuer. Der ausgeschüttete Betrag in Höhe von $D(1 - s_{kr})$ beinhaltet in Höhe von $e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$ Ausschüttungen in Form von Nennkapital, welches auf Anteilseignerebene nicht der hälftigen Einkommensteuer unterzogen wurde. Um jedoch die einkommensteuerliche Belastung der vollständigen Erträge aus $t=1$ zu gewährleisten, müssen die Anteilseigner, die nicht am Rückkaufprogramm teilgenommen haben, im Zeitpunkt der Liquidation Einkommensteuer in Höhe von $s_{bv}e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$ an den Fiskus entrichten. Das Eigenkapital nach dem Rückkauf bleibt in Höhe von E erhalten¹⁰¹, für die verbliebenen Aktionäre stellen die abzugsfähigen Anschaffungskosten in $t=T$ jedoch nur $E - e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$ dar. Der in Form von Gewinnrücklagen noch zu belastende Anteil des Eigenkapitals entspricht genau dem Betrag, der in $t=1$ als Nennkapital ausgeschüttet wurde, also $e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$. Damit ergibt sich für die verbliebenen Anteilseigner im Zeitpunkt der Liquidation ein Liquidationserlös in Höhe von

⁹⁹ Fiktiv, da eine 100%-Beteiligung unter der Prämisse steuerbefreiter Veräußerungsgewinne nicht möglich ist.

¹⁰⁰ Betrachtet unter der Fiktion der Veräußerung der ganzen Unternehmung.

¹⁰¹ Vgl. hierzu Gleichung (3.38) auf Seite 35.

$E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v}$ und damit eine Gesamtvermögensposition in $t=z$ in Höhe von

$$V_z = \sum_{t=z+1}^T \frac{E \cdot r_s}{q_s^{t-z}} + \frac{E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v}}{q_s^{T-z}} = E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+z}. \quad (3.49)$$

Da der Veräußerer wiederum nur dann bereit ist seine Anteile zu veräußern wenn er durch die vorzeitige Veräußerung keine Vermögenseinbuße erfährt, muss der Grenzpreis des Verkäufers, abzüglich der hälftigen Besteuerung des Veräußerungsgewinns, der sich als Differenz zwischen Grenzpreis und Anschaffungskosten, die sich als $E - e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$ beziffern, ergibt, gerade der Vermögensposition in $t=z$ und damit V_z entsprechen. Der Grenzpreis des Verkäufers ermittelt sich damit unter der genannten Bedingung als¹⁰²

$$GPR_v - s_{bv}(GPR_v - AK) \stackrel{!}{=} V_z = E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+z}$$

$$GPR_v = E + s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} \cdot \frac{(1 - q_s^{-T+z})}{(1 - s_{bv})}. \quad (3.50)$$

Die Besteuerung im Zeitpunkt der Liquidation im Fall der Bestimmung des Grenzpreises des Käufers ergibt sich ähnlich wie im Fall der Thesaurierung. Der Käufer erhält im Zeitpunkt der Liquidation zunächst das in $t=0$ eingezahlte Nennkapital in Höhe von E abzüglich des beim Rückkauf in $t=1$ anteilig ausgeschütteten Nennkapitals in Höhe von $e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$. Zusätzlich erhält der Käufer Kapitalerträge in Höhe von $e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$, die noch mit seinem hälftigen Einkommensteuersatz belegt werden müssen. Darüber hinaus muss der Käufer, sofern seine, dem Grenzpreis in $t=z$ entsprechenden, Anschaffungskosten vom Liquidationserlös abweichen, einen etwaigen Veräußerungsgewinn versteuern bzw. kann einen etwaigen Veräußerungsverlust geltend machen. Für den Grenzpreis des Käufers ergibt sich damit

¹⁰² Es gilt $GPR_v \neq N \cdot gpr_v$.

$$\begin{aligned}
GPR_k &= \sum_{t=z+1}^T \frac{r_s \cdot E}{q_s^{t-z}} + \frac{E - e^{\frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}}{q_s^{T-z-}} & (3.51) \\
&\quad \frac{\left[E - e^{\frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} - GPR_k \right] s_{bv}}{q_s^{T-z-}} \\
&\quad + \frac{e^{\frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} (1 - s_{bv})}{q_s^{T-z}} \\
&= E.
\end{aligned}$$

Da der Rückkauf eigener Anteile für die nach dem Rückkauf verbliebenen Anteilseigner nichts anderes als eine Thesaurierung darstellt, ist nicht verwunderlich, dass auch im Fall der zwischenzeitlichen Veräußerung der Grenzpreis des Verkäufers, zu dem dieser gerade bereit ist seinen Anteil zu verkaufen, größer ist, als der Preis den der potentielle Käufer im Rahmen der unterstellten Sicherheit maximal zu bieten bereit wäre. Im Fall der Unterlassung der Veräußerung hätten die einzelnen Anteilseigner in $t=1$ ein sich nach Gleichung (3.43) ergebendes Gesamtvermögen. Für den Fall der Ertragswert-GmbH ermittelt sich in $t=z$ der Grenzverkaufspreis einer 100%-Beteiligung als 50,181 während der Käufer maximal 50 zu zahlen bereit wäre.

Würden die verbleibenden Anteilseigner in $t=z$ zum Grenzpreis des Käufers ihre Anteile veräußern, würde sich für sie in $t=1$ eine Gesamtvermögensposition von $V_1 = E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-z+1}$ bzw. 49,2136 im Fall der Ertragswert GmbH ergeben. Im Vergleich zu einer Gesamtvermögensposition aller verbleibenden Anteilseigner von 49,3546 im Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation, ergibt sich eine Vermögenseinbuße von insgesamt 0,141. Formal ermittelt sich die Vermögenseinbuße als $s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} (q_s^{-z+1} - q_s^{-T+1})$ und entspricht damit dem „Stundungsverlust“ der durch die vorzeitige Besteuerung des dem Liquidationsgewinn in $t=T$ entsprechenden Veräußerungsgewinns entsteht.

Die einzige Ausnahme bei der eine Transaktion der Anteile zustande kommt würde wiederum der Fall der unwesentlichen Beteiligung darstellen, da sich dann aufgrund

der Nichtbesteuerung der Veräußerungsgewinne im Fall $z > 1$ der Grenzpreis des Verkäufers unter Modifikation der Bedingung unter Gleichung (3.51) und unter Verwendung von Gleichung (3.49) als¹⁰³

$$GPR_v \stackrel{!}{=} V_z = E - 0,5s_{ek} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+z} \quad (3.52)$$

ergibt. In diesem Fall unterliegen die Liquidationsgewinne nicht der Gewerbesteuer und werden daher mit $0,5s_{ek}$ belastet. Der Grenzpreis des Käufers mit $GPR_k = E$ ändert sich nicht, da unabhängig von der Veräußerungsgewinnbesteuerung im geltenden Steuerrecht Liquidationsgewinne ausnahmslos der Besteuerung unterliegen. Damit kommt die Transaktion zustande. Entspricht der Veräußerungspreis dabei gerade dem Grenzpreis des Käufers, ergibt sich die Gesamtvermögensposition eines verbleibenden Anteilseigners in $t=1$ als

$$v_1 = \frac{E}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}. \quad (3.53)$$

Entspricht der Veräußerungspreis in $t=z$ gerade dem Grenzpreis des Verkäufers, entspricht dessen Gesamtvermögensposition in $t=1$ der Gesamtvermögensposition im Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation und damit unter Verwendung von $0,5s_{ek}$ analog zu Gleichung (3.40) gerade

$$v_1 = \frac{E - 0,5s_{ek} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}. \quad (3.54)$$

Zusammenfassend gilt, dass im Fall des Rückkaufs eigener Anteile die Gesamtvermögensposition der Anteilseigner in $t=1$, für den Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation, durch den Thesaurierungseffekt des Betrags, der im Zeitpunkt des Rückkaufs anteilig am Gesamtvolumen Nennkapital darstellt, größer ist als im Fall der Dividendenzahlung, aber kleiner ist als im Fall der Thesaurierung. Eine Veräußerung der Anteile vor dem Zeitpunkt der Liquidation kommt im Fall des

¹⁰³ Die Bestimmung der Gesamtvermögensposition aller Anteilseigner erfolgt abermals nur um die Gesamtvermögensposition eines einzelnen Anteilseigners bestimmen zu können, denn bei einer 100%-Beteiligung würde man nicht in den Genuß des Privilegs nach § 23 EStG kommen.

Rückkaufs und Zurechnung der Anteile zum Betriebsvermögen nicht in Frage, da der Käufer nicht bereit ist, den vom Verkäufer geforderten Grenzpreis zu entrichten und die Vermögensposition des Verkäufers durch einen Verkauf zum Grenzpreis des Käufers beschnitten werden würde. Die einzige Ausnahme stellt abermals der Fall der unwesentlichen Beteiligung dar, da im Fall $z > 1$ Veräußerungsgewinne nicht steuerpflichtig sind.

Bisher wurden die Vermögenspositionen der Anteilseigner unter Berücksichtigung der Gewinnverwendungsalternativen untersucht. In Abschnitt 3.2.6 soll nun zusätzlich die Vermögensposition der Anteilseigner bei Anwendung des Dividenden-Stripping als Strategie der Umgehung der Besteuerung auf Eignerebene dargestellt werden.

3.2.6 Vermögensposition im Fall des Dividenden-Stripping

Im Fall, dass die Wesentlichkeitsgrenze nach § 17 Abs. 1 EStG unterschritten wird und die Kapitalgesellschaft nur jede zweite Periode eine Dividendenausschüttung vornehmen würde¹⁰⁴, wären die Voraussetzungen für das in Abschnitt 2.1 dargestellte Dividenden-Stripping erfüllt und eine einkommensteuerliche Belastung der Anteilseigner würde bei Anwendung des Stripping unterbleiben¹⁰⁵. Die Anteilseigner veräußern in diesem Fall ihre Anteile kurz vor der Ausschüttung für $W_2 = E + r[E + D(1 - s_{kr})](1 - s_{kr}) + D(1 - s_{kr})$ an eine andere Kapitalgesellschaft¹⁰⁶ und würden die Anteile kurz nach der Ausschüttung für einen Betrag in Höhe von E wieder zurückerwerben. Die Kapitalgesellschaft, an die die Anteile kurz vor der Ausschüttung veräußert werden, kann die Erträge steuerfrei vereinnahmen und die Anteilseigner entgehen der Veräußerungsgewinnbesteuerung, da die Spekulationsfrist nach § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG überschritten wurde¹⁰⁷. Durch die Steuerfreiheit

¹⁰⁴ Die erste Ausschüttung findet dann in $t=2$ statt.

¹⁰⁵ Transaktionskosten werden nicht berücksichtigt.

¹⁰⁶ Dabei wird angenommen, dass im Zeitpunkt der Ausschüttung die Erträge der Vorperiode zuzüglich der durch die Thesaurierung generierten Erträge ausgeschüttet werden.

¹⁰⁷ Zu beachten ist jedoch, dass sich die Veräußerungsgewinne im Rahmen der Freigrenze nach § 23 Abs. 3 Nr. 6 EStG bewegen müssen um die Veräußerungsgewinne steuerfrei vereinnahmen zu können.

ermittelt sich die Vermögensposition der Anteilseigner in $t=1$ formal als¹⁰⁸

$$\begin{aligned}
 W_1 &= \sum_{t=1}^{\beta} \frac{r[E + D(1 - s_{kr})](1 - s_{kr}) + D(1 - s_{kr})}{(1 + r(1 - s_{kr}))^{2t-1}} \\
 &\quad + \frac{E}{(1 + r(1 - s_{kr}))^{T-1}} \\
 &= E + D(1 - s_{kr}), \tag{3.55}
 \end{aligned}$$

mit $\beta = \frac{T}{2}$, und ist dabei um $0,5s_{ek}D(1 - s_{kr})$ größer als im Fall der periodischen Dividendenausschüttung¹⁰⁹. Beträgt der Turnus der Ausschüttungen immer 2 Perioden so beträgt der Ertragswert pro Anteil zu Beginn jedes Turnus, d.h. kurz nach der Ausschüttung immer e^{110} . Jeweils im ersten Jahr nach der Ausschüttung beträgt der Ertragswert pro Anteil $w_1 = e + d(1 - s_{kr})$ und am Endes des Turnus kurz vor der Ausschüttung $w_2 = e + r[e + d(1 - s_{kr})](1 - s_{kr}) + d(1 - s_{kr})$. Da die Belastung mit Einkommensteuer unterbleibt kann der Ertragswert für $t=1$ formal auch unter ausschließlicher Berücksichtigung der Unternehmensebene in $t=1$ als

$$\begin{aligned}
 W_1 &= \sum_{t=2}^T \frac{D(1 - s_{kr})}{(1 + r(1 - s_{kr}))^{t-1}} + \frac{E}{(1 + r(1 - s_{kr}))^{T-1}} \tag{3.56} \\
 &= E
 \end{aligned}$$

ermittelt werden¹¹¹. Berücksichtigt man die Erträge aus $t=1$ ergibt sich wieder eine Gesamtvermögensposition für einen einzelnen Anteilseigner von $e + d(1 - s_{kr})$. Das Dividenden-Stripping liefert dabei eine Gesamtvermögensposition im Rahmen eines endlichen Planungshorizonts die der Gesamtvermögensposition bei unendlichem

¹⁰⁸ Unter der Annahme, dass der Planungshorizont der Anteilseigner ein Vielfaches des jeweils zweiperiodigen Turnus der Dividendenausschüttung beträgt und die Liquidation kurz nach der letzten Ausschüttung vorgenommen wird.

¹⁰⁹ Dabei wird angenommen, dass auch die Alternativenanlage nur der Besteuerung auf Unternehmensebene unterliegt.

¹¹⁰ Deshalb auch kein Liquidationsgewinn.

¹¹¹ Wegen $D(1 - s_{kr}) = r_s E$, mit $r_s = r(1 - s_{kr})$.

Planungshorizont im Fall der Thesaurierung entspricht¹¹².

3.3 Vergleich der Vermögenspositionen

Entsprach die Vermögensposition der Anteilseigner im vollkommenen Kapitalmarkt in $t=1$ jeweils $E + D(1 - s_{kr})$, ermittelten sich die Vermögenspositionen in $t=1$ unter Berücksichtigung der Besteuerung für die drei untersuchten alternativen Gewinnverwendungen, im Fall der Zuordnung der Anteile zum Betriebsvermögen, wie in Tabelle 3.3 dargestellt, unterschiedlich.

	unendlicher Planungshorizont	endlicher Planungshorizont
Dividendenzahlung	$E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})$	$E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv})$
Thesaurierung	$E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-T+1})$	$E + D(1 - s_{kr})(1 - s_{bv}q_s^{-z+1})$
Rückkauf	$E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}$	$E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-z+1}$

Tabelle 3.3: Zusammenfassung der Ergebnisse

Während im Fall der Dividendenzahlung die Vermögensposition im Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation der Vermögensposition im Fall der zwischenzeitlichen Veräußerung entspricht, ergibt sich für den Fall der Thesaurierung und des Rückkaufs eigener Anteile, dass eine Veräußerung vor dem Zeitpunkt der Liquidation, aufgrund eines unter dem Grenzpreis des Verkäufers liegenden Grenzkaufpreises, nicht zustande kommt und somit der Fall der zwischenzeitlichen Veräußerung für beide Alternativen als nicht existent betrachtet werden kann. Da der Verkäufer nur dann bereit ist seine Anteile zu veräußern, wenn er dadurch keine Vermögenseinbußen erleidet, muss das Vermögen als Ertragswert der Zahlungen vom Zeitpunkt

¹¹² Allerdings ist der absolute Vorteil des Dividenden-Stripping pro Jahr durch die Freigrenze des § 23 Abs. 3 Satz 6 EStG beschränkt.

der Veräußerung bis zur Liquidation nach der Veräußerung im persönlichen Bereich als konsumfähiger Betrag verfügbar sein. Das bedeutet, dass der Grenzpreis des Verkäufers abzüglich der Veräußerungsgewinnbesteuerung dem Ertragswert der Unternehmung entsprechen muss. Benötigt der Veräußerer sein Vermögen als dem Ertragswert entsprechenden konsumfähigen Betrag, kann dieser alternativ auch einen Kredit aufnehmen, dessen Barwert gerade der Gesamtvermögensposition des Anteilseigner und damit dem Ertragswert der Anteile entspricht.

Betrachtet man die Vermögensposition im Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation bei Thesaurierung wird deutlich, dass der Unterschied zur Dividendenausschüttung ausschließlich auf die bis zum Zeitpunkt der Liquidation nachverlangerte Besteuerung der Erträge aus der ersten Periode zurückzuführen ist. Formal ermittelt sich diese als¹¹³

$$V_{diff} = V_{1:TH} - V_{1:DIV} = s_{bv}D(1 - s_{kr})(1 - q_s^{-T+1}). \quad (3.57)$$

und damit als $s_{bv}d(1 - s_{kr})(1 - q_s^{-T+1})$ für die einzelnen Anteilseigner. Im Fall der Ertragswert GmbH ergibt sich damit eine Differenz der Gesamtvermögenspositionen in Höhe von 0,29457.

Die Differenz der Vermögenspositionen im Fall des Rückkaufs eigener Anteile und der Dividendenzahlung muss kleiner sein als die Differenz zwischen den Vermögenspositionen bei Thesaurierung und Dividendenzahlung, da im Falle des Rückkaufs ein Teil des Ertrags der ersten Periode schon im Zeitpunkt der Durchführung des Rückkaufprogramms fällig wird. Formal ermittelt sich die Differenz der Gesamt-

¹¹³ $V_{1:DIV}$ = Vermögensposition bei Dividendenzahlung in $t=1$, $V_{1:TH}$ = Vermögensposition bei Thesaurierung in $t=1$, $V_{1:RK}$ = Vermögensposition bei Rückkauf eigener Anteile in $t=1$.

vermögensposition aller Anteilseigner als¹¹⁴

$$\begin{aligned}
 V_{diff} &= V_{1:RK} - V_{1:DIV} \\
 &= \left[\frac{E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} \right] N - [E + D(1-s_{kr})(1-s_{bv})] \\
 &= s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} (1 - q_s^{-T+1}). \tag{3.58}
 \end{aligned}$$

Im Zeitpunkt des Rückkaufs eigener Anteile fällt Einkommensteuer in Höhe von $s_{bv}(gpr_v - e) \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$ an¹¹⁵, während im Fall der Dividendenzahlung die volle Ausschüttung nach Körperschaft- und Gewerbesteuer der hälftigen Einkommensteuer unterliegt und damit Einkommensteuer in Höhe von $s_{bv}D(1-s_{kr})$ fällig wird. Im Zeitpunkt der Liquidation hingegen wird im Fall des Rückkaufs eigener Anteile aufgrund der Thesaurierungswirkung des Betrags, der für die ausgeschiedenen Anteilseigner im Zeitpunkt des Rückkaufs Nennkapital darstellte, Einkommensteuer auf den Liquidationsgewinn in Höhe von $s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v}$ fällig, während im Fall der Dividendenzahlung aufgrund der Vollausschüttungsprämisse kein der Einkommensteuer unterliegender Liquidationsgewinn entsteht. Im Zeitablauf zwischen den Zeitpunkten des Rückkaufs eigener Anteile und der Liquidation der Kapitalgesellschaft entspricht sich in beiden Fällen die Einkommensteuerbelastung, da die Höhe des Eigenkapitals mit E äquivalent ist. Allerdings mit dem Unterschied, dass das Eigenkapital im Fall der Dividendenzahlung aus dem in $t=0$ eingelegten Nennkapital besteht und im Fall des Rückkaufs eigener Anteile sowohl aus Nennkapital als auch aus Gewinnrücklagen besteht. Damit ergibt sich der Unterschied der Vermögenspositionen der beiden Alternativen aus der zeitlichen Verschiebung der Einkommensteuer auf den Betrag, den die veräußernden Anteilseigner im Fall des Rückkaufs eigener Anteile im Zeitpunkt des Rückkaufs vom erhaltenen Grenzpreis gpr_v abziehen können, also gerade

¹¹⁴ Der erste Summand entspricht dabei Gleichung (3.44) auf Seite 37.

¹¹⁵ Unter Verwendung von Gleichung (3.33) auf Seite 34.

$e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$ ¹¹⁶. Im Fall der Ertragswert GmbH ergibt die zeitliche Verlagerung der Besteuerung einen Vorteil von 0,27576.

Vergleicht man die Vermögenspositionen in $t=1$ im Fall der Thesaurierung und des Rückkaufs eigener Anteile erhält man als Differenz¹¹⁷

$$\begin{aligned}
 V_{diff} &= V_{1:RK} - V_{1:TH} \\
 &= \left[\frac{E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} \right] N - [E + D(1-s_{kr})(1-s_{bv}q_s^{-T+1})] \\
 &= s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v} (gpr_v - e)(1 - q_s^{-T+1}). \tag{3.59}
 \end{aligned}$$

Das bedeutet, dass sich die Vermögenspositionen in den beiden Fällen aufgrund der Barwertdifferenz der Einkommensteuer unterscheiden. Im Fall des Rückkaufs eigener Anteile ist in $t=1$ Einkommensteuer in Höhe von $s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v} [gpr_v - e]$ fällig¹¹⁸, während im Fall der Thesaurierung eine einkommensteuerliche Belastung unterbleibt. Im Zeitpunkt der Liquidation hingegen wird im Fall des Rückkaufs eigener Anteile Einkommensteuer in Höhe von $s_{bv} e \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}$ fällig, während im Fall der Thesaurierung Liquidationsgewinne in Höhe von $D(1-s_{kr})$ der Besteuerung unterliegen. Damit ergibt sich die Differenz als einkommensteuerliche Belastung bei Rückkauf eigener Anteile in $t=1$ zuzüglich des Barwerts der Liquidationsgewinnbesteuerung abzüglich des Barwerts der Einkommensteuerzahlung im Zeitpunkt der Liquidation bei Thesaurierung.

Im Fall der unwesentlichen Beteiligung und des Haltens der Anteile im Privatvermögen ergeben sich im Fall des Haltens der Anteile bis zur Liquidation die Vermögenspositionen der Anteilseigner, unter Verwendung der einkommensteuerlichen Belastung in Höhe von $0,5s_{ek}$, analog zu den in Tabelle 3.3 dargestellten

¹¹⁶ Der Beweis der Gültigkeit von Gleichung (3.58) auf Seite 47 erfolgt analog zum Beweis der Gültigkeit von Gleichung (3.59), dargestellt in Anhang A.6 auf Seite 57.

¹¹⁷ Vgl. dazu Anhang A.6 auf Seite 57.

¹¹⁸ Unter Verwendung von Gleichung (3.33) auf Seite 34.

Gleichungen. Für den Fall der Dividendenzahlung erhält man auch im Fall der zwischenzeitlichen Veräußerung ein zu Tabelle 3.3 analoges Ergebnis. Das liegt daran, dass in diesem Fall, aufgrund der Vollausschüttungsprämisse, keine Veräußerungsgewinne anfallen. Im Thesaurierungsfall und zwischenzeitlicher Veräußerung der Anteile ermittelt sich die Gesamtvermögensposition abhängig vom Veräußerungspreis in $t=z$ als

$$e + d(1 - s_{kr})(1 - q_s^{-T+1}) \leq v_1 \leq e + d(1 - s_{kr}). \quad (3.60)$$

Das bedeutet, dass sich die Vermögensposition eines Verkäufers in $t=1$ durch die zwischenzeitliche Veräußerung maximal um $d(1 - s_{kr})q_s^{-T+1}$ erhöht. Auch im Fall des Rückkaufs eigener Anteile kommt eine Transaktion zustande. Der Grenzpreis des Käufers liegt, äquivalent zum Fall der Zurechnung der Anteile zum Betriebsvermögen, bei E . Der Grenzpreis des Verkäufers beträgt V_z ¹¹⁹ unter Verwendung der einkommensteuerlichen Belastung in Höhe von $0,5s_{ek}$. Dabei ermittelt sich die Gesamtvermögensposition abhängig vom Veräußerungspreis in $t=z$ als

$$\frac{E - 0,5s_{ek} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} \leq v_1 \leq \frac{E}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}. \quad (3.61)$$

Letztlich generiert das Dividenden-Stripping als Verfahren zur Umgehung der einkommensteuerlichen Belastung der Ausschüttungen in $t=1$ ein Gesamtvermögen pro Anteilseigner in Höhe von $e + d(1 - s_{kr})$. Der absolute Vorteil wird jedoch durch die Freigrenze nach § 23 Abs. 3 Satz 6 EStG gedeckelt.

4 Zusammenfassung und Ausblick

In diesem Beitrag wurden die Auswirkungen alternativer Gewinnverwendung von Kapitalgesellschaften auf die Vermögenspositionen der Anteilseigner im Rahmen des derzeit herrschenden klassischen Körperschaftsteuersystems in Verbindung mit dem Halbeinkünfteverfahren dargestellt. Es wurde deutlich, dass die sich aus den

¹¹⁹ Vgl. Gleichung (3.54) auf Seite 42.

drei untersuchten Gewinnverwendungsalternativen ergebenden Vermögenspositionen ausschließlich aufgrund des zeitlich unterschiedlichen Anfalls der Einkommensteuer unterscheiden. Im Rahmen der Entscheidung unter Sicherheit ist daher diejenige Alternative zu wählen, bei der die einkommensteuerliche Belastung so weit wie möglich in die Zukunft verlagert werden kann. Dass dabei die Thesaurierung und Endausschüttung im Zeitpunkt der Liquidation, abgesehen von der Strategie des Dividenden-Stripping, bei der eine einkommensteuerliche Belastung vollständig umgangen wird, die größte Gesamtvermögensposition generiert, ist offensichtlich. Jedoch wurde gezeigt, dass durch eine Ausschüttung in Form des Rückkaufs eigener Anteile ähnlich hohe Gesamtvermögenspositionen generiert werden können. Natürlich muss dabei berücksichtigt werden, dass der Rückkauf eigener Anteile nur beschränkt durchgeführt werden kann.

Aufgrund der Veräußerungsgewinnbesteuerung kommt weiterhin eine zwischenzeitliche Veräußerung, bei Zurechnung der Anteile zum Betriebsvermögen, im Fall der Thesaurierung und im Fall des Rückkaufs eigener Anteile, nicht in Frage, da durch eine Veräußerung die Anteilseigner eine Vermögenseinbuße erleiden würden. Nur im Fall des Haltens einer unwesentlichen Beteiligung im Privatvermögen würde eine zwischenzeitliche Veräußerung im Fall $z > 1$ zustande kommen. Anteilseigner sind zwar aus Gründen der Befriedigung von Konsumbedürfnissen auf Ausschüttungen nicht angewiesen, jedoch führt die Alternative der Veräußerung der Anteile durch die Veräußerungsgewinnbesteuerung zu Vermögenseinbußen. Da eine Veräußerungsgewinnbesteuerung deshalb ökonomisch nicht haltbar ist, muss von dieser Abstand genommen werden.

Die Darstellung der Vermögenspositionen in diesem Beitrag erfolgt unter den Annahmen der Sicherheit, der Informationssymmetrie, des Einheitszinssatzes und der Homogenität der Anteilseigner. Weiterführend muß untersucht werden inwiefern Unsicherheit über zukünftige Zahlungen die Vorteilhaftigkeit der Gewinnverwendungsalternativen beeinflusst und ob im Rahmen der Unsicherheit erklärt werden kann warum Kapitalgesellschaften Dividendenstrategien verfolgen, die in der Theorie als suboptimal beschrieben werden.

A Anhang

A.1 Tabellarische Zusammenfassung der Veräußerungsgewinnbesteuerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften

	Anteile im Privatvermögen		Anteile im Betriebsvermögen	
	keine wesentliche Beteiligung	wesentliche Beteiligung	Personengesellschaft	Kapitalgesellschaft
Veräußerungsgewinn	hälftige Besteuerung nach § 3 Nr. 40 j) EStG i.V.m. § 3c Abs. 2 EStG	hälftige Besteuerung nach § 3 Nr. 40 c) EStG i.V.m. § 3c Abs. 2 EStG	hälftige Besteuerung nach § 3 Nr. 40 a) EStG i.V.m. § 3c Abs. 2 EStG	steuerfrei nach § 8b Abs. 2 KStG
Veräußerungsverlust	hälftiger Abzug nach § 3 Nr. 40 j) EStG i.V.m. § 3c Abs. 2 EStG	hälftiger Abzug nach § 3 Nr. 40 c) EStG i.V.m. § 3c Abs. 2 EStG	hälftiger Abzug nach § 3 Nr. 40 a) EStG i.V.m. § 3c Abs. 2 EStG	nicht steuerpflichtig nach § 8b Abs. 3 KStG

Tabelle A.1: Steuerliche Behandlung der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften

A.2 Tabellarische Zusammenfassung der steuerlichen Behandlung der Liquidation von Kapitalgesellschaften auf Eignerebene

In Anlehnung an MAITERTH/MÜLLER (2001), S. 208ff.

	Anteile im Privatvermögen		Anteile im Betriebsvermögen	
	keine wesentliche Beteiligung	wesentliche Beteiligung	Beteiligung unter 100%	Beteiligung = 100%
Kapitalerträge	§ 20 Abs. 1 Nr. 2 EStG i.V.m § 3 Nr. 40 e) EStG	§ 20 Abs. 1 Nr. 2 EStG i.V.m Abs. 3 und § 3 Nr. 40 e) EStG	§ 20 Abs. 1 Nr. 2 und Abs. 3 EStG i.V.m § 15 und § 3 Nr. 40 e) EStG	§ 20 Abs. 1 Nr. 2 und Abs. 3 EStG i.V.m § 15 und § 3 Nr. 40 e) EStG
Kapitalrückzahlung	nicht steuerpflichtig	§ 17 EStG i.V.m. § 3 Nr. 40 c) EStG	§ 15 EStG i.V.m. § 3 Nr. 40 a) EStG	§ 15 EStG i.V.m § 3 Nr. 40 b) EStG

Tabelle A.2: Steuerliche Behandlung der Liquidation auf Eignerebene

A.3 Herleitung des Ertragswerts im Gründungszeitpunkt

Beweis, dass gilt:

$$W_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D}{(1+r)^t} + \frac{LE}{(1+r)^T} = e \cdot N.$$

Mit $q = (1+r)$, $D = r \cdot e \cdot N$ und $LE = e \cdot N = E$ lässt sich W_0 schreiben als:

$$W_0 = r \cdot e \cdot N (q^{-1} + q^{-2} + q^{-3} + \dots + q^{-T}) + \frac{e \cdot N}{q^T}$$

$$qW_0 = r \cdot e \cdot N (1 + q^{-1} + q^{-2} + \dots + q^{-T+1}) + \frac{e \cdot N}{q^{T-1}}$$

$$qW_0 - W_0 = r \cdot e \cdot N (1 + q^{-1} + q^{-2} + \dots + q^{-T+1}) + \frac{e \cdot N}{q^{T-1}}$$

$$-r \cdot e \cdot N (q^{-1} + q^{-2} + q^{-3} + \dots + q^{-T}) - \frac{e \cdot N}{q^T}$$

$$(q-1)W_0 = r \cdot e \cdot N (1 - q^{-T+1}) + \frac{e \cdot N}{q^{T-1}}$$

$$W_0 = e \cdot N = E \quad \text{q.e.d.}$$

A.4 Herleitung des Rückkaufpreises im Fall des Rückkaufs eigener Anteile und Halten der Anteile bis zur Liquidation

Ausgangsbedingung stellt Gleichung (3.42) auf Seite 36 dar. Daraus folgt:

$$0 \stackrel{!}{=} gpr_v - (gpr_v - e)s_{bv} - \frac{E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})e}{gpr_v} q_s^{-T+1}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}$$

→ auflösen nach gpr_v ergibt:

$$gpr_{v:1,2} = \frac{E + D(1 - s_{kr})}{2N} \pm \frac{\sqrt{[(1 - s_{bv})(D(1 - s_{kr}) + E)]^2 + 4 \cdot N \cdot (1 - s_{bv}) \cdot C}}{2 \cdot N \cdot (1 - s_{bv})}$$

$$\text{mit } C = s_{bv} \cdot D(1 - s_{kr})(e - e \cdot q_s^{-T+1})$$

$$gpr_v = \frac{E + D(1 - s_{kr})}{2N} + \sqrt{\frac{[(D(1 - s_{kr}) + E)]^2}{4 \cdot N^2} + \frac{s_{bv} \cdot D(1 - s_{kr}) \cdot e \cdot (1 - q_s^{-T+1})}{N(1 - s_{bv})}}$$

Unter Verwendung von gpr_v und Gleichung (3.41) auf Seite 36 gilt dann für die

Gesamtvermögensposition aller Anteilseigner im Zeitpunkt $t=1$

$$\begin{aligned}
 V_1 &= N \cdot v_1 = N[gpr_v - (gpr_v - e)]s_{bv} \\
 &= \frac{(1 - s_{bv})[E + D(1 - s_{kr})]}{2} + s_{bv} \cdot E + \\
 &\quad + \sqrt{\frac{(1 - s_{bv})^2[(D(1 - s_{kr}) + E)]^2}{4} + \mathcal{A}}
 \end{aligned}$$

mit $\mathcal{A} = (1 - s_{bv})s_{bv}D(1 - s_{kr})e(1 - q_s^{-T+1})$.

oder unter Verwendung von Gleichung (3.40) auf Seite 36

$$V_1 = N \cdot v_1 = \frac{E - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr}) \cdot e}{gpr_v} \cdot q_s^{-T+1}}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} \cdot N.$$

A.5 Herleitung des Grenzpreises des Käufers im Fall des endlichen Planungshorizonts bei Rückkauf eigener Anteile

Ausgehend von Gleichung (3.51) auf Seite 41 ergibt sich als Grenzpreis des Käufers

$$\begin{aligned}
 GPR_k &= \sum_{t=z+1}^T \frac{r_s \cdot E}{q_s^{t-z}} + \frac{E - e^{\frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}}{q_s^{T-z}} \\
 &\quad - \frac{\left[E - e^{\frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} - GPR_k \right] s_{bv}}{q_s^{T-z}} \\
 &\quad + \frac{e^{\frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}} (1 - s_{bv})}{q_s^{T-z}}
 \end{aligned} \tag{A.1}$$

$$\begin{aligned}
 \text{mit } BW_E &= \sum_{t=z+1}^T \frac{r_s \cdot E}{q_s^{t-z}} = r_s E (q_s^{-1} + q_s^{-2} + q_s^{-3} + \dots + q_s^{-T+z-1} + q_s^{-T+z}) \\
 &= r_s E \cdot q_s^{-1} (1 + q_s^{-1} + q_s^{-2} + \dots + q_s^{-T+z-2} + q_s^{-T+z-1}) \\
 q_s BW_E - BW_E &= r_s E (1 - q_s^{-T+z}) \\
 \text{mit } (q_s - 1) &= r_s \\
 BW_E &= E (1 - q_s^{-T+z})
 \end{aligned} \tag{A.2}$$

Gleichung (A.2) in (A.1) ergibt

$$\begin{aligned}
 GPR_k &= E(1 - q_s^{-T+z}) + [E - (E - GPR_k)s_{bv}]q_s^{-T+z} \\
 GPR_k(1 - s_{bv}q_s^{-t+z}) &= E(1 - q_s^{-T+z}) + E(1 - s_{bv})q_s^{-T+z} \\
 &= E(1 - s_{bv}q_s^{-T+z}) \\
 GPR_k &= E.
 \end{aligned}$$

A.6 Beweis der Gültigkeit von Gleichung (3.59)

Besitzt Gleichung (3.59) Gültigkeit, dann muss für $T_{\rightarrow\infty}$ gelten:

$$V_{1:TH} = V_{1:RK} + s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v} (gpr_v - e)$$

mit

$$V_{1:TH} = E + D(1-s_{kr})$$

$$V_{1:RK} = \frac{E}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}$$

$$\text{und } gpr_v = \frac{E + D(1-s_{kr})}{2N}$$

$$+ \sqrt{\frac{[(D(1-s_{kr}) + E)]^2}{4N^2} + \frac{s_{bv}D(1-s_{kr})e}{N(1-s_{bv})}}$$

damit lässt sich die Ausgangsgleichung umformen zu

$$E + D(1-s_{kr}) - s_{bv} \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v} (gpr_v - e) = \frac{E}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}$$

$$E + D(1-s_{kr})(1 + s_{bv} \frac{1}{gpr_v} e - s_{bv}) = \frac{E}{N - \frac{D(1-s_{kr})}{gpr_v}}$$

$$-\frac{E \cdot D(1-s_{kr})}{gpr_v} + N \cdot D(1-s_{kr}) \cdot \mathcal{B} - \frac{D(1-s_{kr})^2}{gpr_v} \cdot \mathcal{B} = 0$$

mit $\mathcal{B} = (1 + s_{bv} \frac{1}{gpr_v} e - s_{bv})$. Multiplizieren mit gpr_v^2 und dividieren mit $D(1-s_{kr})$ ergibt

$$-Egpr_v + Ngpr_v^2 \cdot \mathcal{B} - D(1-s_{kr})gpr_v \cdot \mathcal{B} = 0.$$

Ausmultiplizieren ergibt

$$Ngpr_v^2 - gpr_v[E + D(1-s_{kr})] - s_{bv}D(1-s_{kr}) \cdot \frac{1}{(1-s_{bv})} = 0.$$

Damit die Gleichung gerade Null ergibt muss gelten

$$gpr_v = \frac{E + D(1 - s_{kr})}{2N} + \sqrt{\frac{[(D(1 - s_{kr}) + E)]^2}{4N^2} + \frac{s_{bv}D(1 - s_{kr})e}{N(1 - s_{bv})}}$$

Vergleicht man den hier ermittelten Grenzverkaufspreis, bei dem die Anteilseigner gerade indifferent zwischen Verkauf und Behalten der Anteile sind und der die hier aufgestellte Bedingung gerade erfüllt, mit dem in Anhang (A.4) ermittelten Grenzverkaufspreis in $t=1$ unter der Berücksichtigung von $T_{\rightarrow\infty}$, lässt sich deren Übereinstimmung erkennen, womit die mit Gleichung (3.59) aufgestellte Behauptung stimmt¹²⁰.

¹²⁰ Für $T_{\rightarrow\infty}$ ergibt $(1 - q_s^{-T+1})$ gerade 1.

Literatur

- BAGWELL, LAURIE SIMON UND JOHN B. SHOVEN (1989). *Cash Distributions to Shareholders*. In: Journal of Economic Perspectives, 3. Jg. (3), 129–140.
- BIERMAN, HAROLD UND RICHARD WEST (1966). *The acquisition of common stock by the corporate issuer*. In: The Journal of Finance, Vol. 21, 687–696.
- BMF, BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN (1998). *Steuerliche Behandlung des Erwerbs eigener Aktien*. Schreiben vom 02.12.1998, IV C 6 - S 2741 - 12/98. In: Bundessteuerblatt I 1998, 1509–1511.
- BREUNINGER, GOTTFRIED E. (1991). *Zur Rechtsnatur eigener Anteile und ihre ertragsteuerliche Bedeutung. Festbeitrag zum 70. Geburtstag von Georg Döllener*. Deutsche Steuerzeitung (DStZ), 79. Jg., 420–425.
- BUDDE, JÖRG (2000). *Effizienz betrieblicher Informationssysteme - Vergleich unter Anreizaspekten*. Wiesbaden.
- CASTAN, EDGAR (1997). *Rückkauf eigener Aktien*. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt), 26. Jg. (9), 465–467.
- COENENBERG, ADOLF G. (2003). *Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse. Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundlagen - HGB, IAS/IFRS, US-GAAP, DRS -*. Stuttgart, 19. Auflage.
- DIRRIGL, HANS UND FRANZ W. WAGNER (1993). *Ausschüttungspolitik unter Berücksichtigung der Besteuerung*. In: Handbuch des Finanzmanagements. Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung. Günther Gebhardt, Wolfgang Gerke und Manfred Steiner (Hrsg.), München, 261–286.
- DÖTSCH, EWALD UND ALEXANDRA PUNG (2000a). *Die geplante Reform der Unternehmensbesteuerung*. In: Der Betrieb (DB), 53. Jg. (11), Beilage 4.
- DÖTSCH, EWALD UND ALEXANDRA PUNG (2000b). *Steuersenkungsgesetz: Die Änderungen bei der Körperschaftsteuer und bei der Anteilseignerbesteuerung*. In: Der Betrieb (DB), 53. Jg. (34), Beilage 10.
- EISGRUBER, THOMAS (2000). *Unternehmenssteuerreform 2001: Das Halbeinkünfteverfahren auf der Ebene der Körperschaft*. In: Deutsches Steuerrecht (DStR),

38. Jg. (36), 1493–1498.
- ELSER, THOMAS (2001). *Warum die GmbH nur selten als Spardose taugt*. In: Betriebs-Berater (BB), 56. Jg. (16), 805–810.
- ELTON, EDWIN UND MARTIN GRUBER (1968). *The effect of share repurchase on the value of the firm*. In: Journal of Finance, Vol. 23, 135–149.
- ENGELS, WOLFRAM UND HORST MÜLLER (1970). *Substanzerhaltung: eine betriebswirtschaftliche Konsumtheorie*. In: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (ZfbF), 22. Jg., 349–358.
- GÜNTHER, THOMAS, THOMAS MUCHE UND MARK WHITE (1998). *Bilanzrechtliche und steuerrechtliche Behandlung des Rückkaufs eigener Anteile in den U.S.A. und in Deutschland*. In: Die Wirtschaftsprüfung (WPg), 51. Jg. (13), 574–585.
- GROTHERR, SIEGFRIED (2000). *Das neue Körperschaftsteuersystem mit Anteilseignerentlastung bei der Besteuerung von Einkünften aus Beteiligungen*. In: Betriebs-Berater (BB), 55. Jg. (17), 849–861.
- HERBST, CHRISTIAN (2003). *Ist die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen noch zeitgemäß?* In: Finanz-Rundschau (FR), 1006–1012.
- JAKOBS, NORBERT (1998). *Steuerliche Auswirkungen des Aktivierungsverbots für eigene Aktien nach § 272 Abs. 1 Satz 4 HGB*. In: Finanz-Rundschau (FR), 872–874.
- JENSEN, MICHAEL C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. In: American Economic Review, Vol. 76, 323–329.
- JÄGER, MANFRED UND SUSANN POCHOP (2000). *Ausschüttungen durch Dividendenzahlung oder Aktienrückkauf?* Diskussionsbeitrag Nr. 3 der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin.
- JÜNGER, PAUL (2001). *Liquidation und Halbeinkünfteverfahren*. In: Betriebs-Berater (BB), 56. Jg. (2), 69–77.
- JÜNGER, PAUL (2002). *Liquidation und Halbeinkünfteverfahren. Änderungen und Ergänzungen im Steuer-Euroglättungsgesetz vom 19.12.2000 und im Unterneh-*

- menssteuerfortentwicklungsgesetz vom 20.12.2001*. In: Betriebs-Berater (BB), 57. Jg. (23), 1178–1185.
- KIESO, DONALD, E. JERRY J. WEYGANDT UND TERRY D. WARFIELD (2001). *Intermediate Accounting*. New York 2001, 10. Aufl., 781-794.
- KLINGBERG, DIETGARD (1998). *Der Aktienrückkauf nach dem KonTraG aus bilanzieller und steuerlicher Sicht*. In: Betriebs-Berater (BB), 53. Jg. (31), 1575–1581.
- KÖNIG, ROLF UND MICHAEL WOSNITZA (2000). *Zur Problematik der Besteuerung privater Aktienkursgewinne - Eine ökonomische Analyse*. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), 70. Jg. (7/8), 781–800.
- KRAFT, GERHARD UND CHRISTIAN ALTVATER (1998). *Die zivilrechtliche, bilanzielle und steuerliche Behandlung des Rückkaufs eigener Aktien*. In: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (ZGR), 1. Jg. (12), 448–452.
- KRAWITZ, NORBERT (2000). *Betriebswirtschaftliche Anmerkungen zum Halbeinkünfteverfahren*. In: Der Betrieb (DB), 53. Jg. (35), 1721–1727.
- KÜTING, KARLHEINZ UND CLAUS-PETER WEBER (1995). *Handbuch der Rechnungslegung. Kommentar zur Bilanzierung und Prüfung*. Stuttgart 1995, 4. Aufl.
- LEHMANN, MATTHIAS (2003). *Finanzwirtschaft. Eine marktorientierte Einführung für Ökonomen und Juristen*. Berlin 2003.
- MAITERH, RALF UND BIRK SEMMLER (2000). *Kritische Anmerkungen zur geplanten Substitution des körperschaftsteuerlichen Anrechnungssystems durch das sogenannte „Halbeinkünfteverfahren“ im Zuge des Steuersenkungsgesetzes*. In: Betriebs-Berater (BB), 55. Jg. (27), 1377–1387.
- MAITERH, RALF UND HEIKO MÜLLER (2001). *Gründung, Umwandlung und Liquidation von Unternehmen im Steuerrecht*. München 2001, 208-220.
- MILLER, MERTON H. UND FRANCO MODIGLIANI (1961). *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. In: The Journal of Business, Vol. 34 (4), 411–433.

- MOXTER, ADOLF (1976). *Selbstfinanzierung, optimale*. In: Handbuch der Finanzwirtschaft, Stuttgart 1976, Sp. 1603-1619.
- PELLENS, BERNHARD, JOACHIM GASSEN UND MARC RICHARD (2003). *Ausschüttungspolitik börsennotierter Unternehmen in Deutschland*. In: die Betriebswirtschaft, 63. Jg. (3), 309–332.
- PELLENS, BERNHARD UND RALF SCHREMPER (2000). *Theorie und Praxis des Aktienrückkaufs in den USA und in Deutschland*. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP), 52. Jg. (2), 132–156.
- POCHOP, SUSANN (2003). *Der Erwerb eigener Aktien als Alternative zur Dividendenzahlung. Eine Analyse des Einflusses der Besteuerung auf die Vermögensposition der Aktionäre*, Dissertation, eingereichte Fassung vom 7. Juli 2003.
- ROGALL, MATTHIAS (2001). *Das Ausmaß der steuerlichen Attraktivität beim Rückkauf eigener Aktien im Rahmen der Eigenfinanzierung*. In: Die Wirtschaftsprüfung (WPg), 54. Jg. (17), 867–878.
- SCHEFFLER, WOLFRAM (2003). *Besteuerung von Unternehmen I: Ertrag-, Substanz- und Verkehrsteuern*. Heidelberg, 6. Aufl.
- SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT, ARBEITSKREIS EXTERNE UNTERNEHMENSRECHNUNG (1998). *Behandlung eigener Aktien nach deutschem Recht und US-GAAP unter besonderer Berücksichtigung der Änderung des KonTraG*. In: Der Betrieb (DB), 51. Jg. (34), 1673–1677.
- SCHMID, HUBERT (1998). *Eigene Aktien nach der Neuregelung durch das KonTraG - Erwiderung zu dem Beitrag von Thiel, DB 1998 S. 1583 - 1586*. In: Der Betrieb (DB), 51. Jg. (36), 1785–1787.
- SCHREIBER, ULRICH UND MATTHIAS ROGALL (2003). *Die Besteuerung der Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften*. In: Betriebs-Berater (BB), 58. Jg. (10), 497–503.
- SCHULT, EBERHARD (2002). *Betriebswirtschaftliche Steuerlehre*. München, 4. Aufl.

- SEIBT, CHRISTOPH H. (2000). *Unternehmenskauf und -verkauf nach dem Steuer senkungsgesetz*. In: Deutsches Steuerrecht (DStR), 38. Jg. (49), 2061–2076.
- THIEL, JOCHEN (1993). *Wirtschaftsgüter ohne Wert: Die eigenen Anteile der Kapitalgesellschaft*. In: Ertragsbesteuerung. Festschrift für Ludwig Schmidt zum 65. Geburtstag. Arndt Raupach und Adalbert Uelner (Hrsg.), München, 569–588.
- THIEL, JOCHEN (1998). *Bilanzielle und steuerrechtliche Behandlung eigener Aktien nach der Neuregelung des Aktienerwerbs durch das KonTraG*. In: Der Betrieb (DB), 51. Jg. (32), 1583–1586.
- WAGNER, FRANZ W. UND EKKEHARD WENGER (2001). *Dividenden-Stripping im Halbeinkünfteverfahren: Vom Missbrauchstatbestand zum Systembestandteil*. In: Betriebs-Berater (BB), 56. Jg. (8), 386–389.
- WAGNER, FRANZ W. UND HANS DIRRIGL (1980). *Die Steuerplanung der Unternehmung*. Stuttgart und New York 1980, 114–151.
- WASSERMEYER, FRANZ (1993). *Der Erwerb eigener Anteile durch eine Kapitalgesellschaft - Überlegungen zur Rechtsprechung des I. Senats des BFH*. In: Ertragsbesteuerung. Festschrift für Ludwig Schmidt zum 65. Geburtstag. Arndt Raupach und Adalbert Uelner (Hrsg.), München, 621–638.
- WENGER, EKKEHARD (2001). *Teilhabersteuer, Halbeinkünfteverfahren und zinsbereinigte Gewinnbesteuerung*. In: Wolfgang Stützel - Moderne Konzepte für Finanzmärkte, Beschäftigung und Wirtschaftsverfassung. Hartmut Schmidt, Eberhard Ketzler und Stefan Prigge (Hrsg.), Tübingen, 525–545.
- WESSELBAUM-NEUGEBAUER, CLAUDIA (2001). *Unternehmenssteuerreform 2001: Die optimale Ausschüttungsstrategie..* In: Betriebs-Berater (BB), 56. Jg. (27), 1381–1388.
- WIESE, GÖTZ TOBIAS (1999). *Die steuerliche Behandlung des Aktienrückkaufs im Lichte des BMF-Schreibens vom 2.12.1998*. In: Deutsches Steuerrecht (DStR), 37. Jg. (5), 187–189.

Die Liste der hier aufgeführten Diskussionsbeiträge beginnt mit der Nummer 203 im Jahr 2001. Die Texte können direkt aus dem Internet bezogen werden. Sollte ein Interesse an früher erschienenen Diskussionsbeiträgen bestehen, kann die vollständige Liste im Internet eingesehen werden. Die Volltexte der dort bis Nummer 144 aufgeführten Diskussionsbeiträge können nur direkt über die Autoren angefordert werden.

203. **Eisele, Florian, Werner Neus und Andreas Walter:** Zinsswaps – Funktionsweise, Bewertung und Diskussion, Januar 2001.
204. **Jung, Robert und Andrew R. Tremayne:** Testing Serial Dependence in Time Series Models of Counts Against Some INARMA Alternatives, Januar 2001.
205. **Heilig, Stephan und Rainer Schöbel:** Controlling Chaos in a Model with Heterogeneous Beliefs, Januar 2001.
206. **Wapler, Rüdiger:** Unions, Growth and Unemployment, Februar 2001.
207. **Woeckener, Bernd:** Compatibility decisions, horizontal product differentiation, and standards wars, Mai 2001.
208. **Kellerhals, B. Philipp und Rainer Schöbel:** Risk Attitudes of Bond Investors, Mai 2001.
209. **Kellerhals, B. Philipp:** Pricing Electricity Forwards under Stochastic Volatility, Mai 2001.
210. **Wapler, Rüdiger:** Unions, Efficiency Wages and Unemployment, August 2001.
211. **Starbatty, Joachim:** Globalisierung und die EU als „sicherer Hafen“ – einige ordnungspolitische Anmerkungen, Juli 2001.
212. **Kiesewetter, Dirk und Rainer Niemann:** Beiträge und Rentenzahlungen in einer entscheidungsneutralen Einkommensteuer, August 2001.
213. **Schnabl, Gunther und Dirk Baur:** Purchasing Power Parity: Granger Causality Tests for the Yen-Dollar Exchange Rate, August 2001.
214. **Baten, Jörg:** Neue Quellen für die unternehmenshistorische Analyse, August 2001.
215. **Baten, Jörg:** Expansion und Überleben von Unternehmen in der „Ersten Phase der Globalisierung“, August 2001.
216. **Baten, Jörg:** Große und kleine Unternehmen in der Krise von 1900-1902, August 2001.
217. **Baten Jörg:** Produktivitätsvorteil in kleinen und mittelgroßen Industrieunternehmen, Sicherheit in Großunternehmen? Die Gesamtfaktorproduktivität um 1900, August 2001.
218. **Schnabl, Gunther:** Weak Economy and Strong Currency – the Origins of the Strong Yen in the 1990's, August 2001.
219. **Ronning, Gerd:** Estimation of Discrete Choice Models with Minimal Variation of Alternative-Specific Variables, September 2001.
220. **Stadler, Manfred und Rüdiger Wapler:** Endogenous Skilled-Biased Technological Change and Matching Unemployment, September 2001.
221. **Preusse, Heinz G.:** How Do Latin Americans Think About the Economic Reforms of the 1990s?, September 2001.
222. **Hanke, Ingo:** Multiple Equilibria Currency Crises with Uncertainty about Fundamental Data, November 2000.
223. **Starbatty, Joachim:** Zivilcourage als Voraussetzung der Freiheit – Beispiele aus der Wirtschaftspolitik - , Oktober 2001.
224. **Kiesewetter, Dirk:** Zur steuerlichen Vorteilhaftigkeit der Riester-Rente, Dezember 2001.
225. **Neubecker, Leslie:** Aktienkursorientierte Management-Entlohnung: Ein Wettbewerbs-hemmnis im Boom?, Dezember 2001.
226. **Gampfer, Ralf:** Internetauktionen als Beschaffungsinstrument: Eigenständige oder Integrierte Lösung?, Dezember 2001.

227. **Buchmüller, Patrik:** Die Berücksichtigung des operationellen Risikos in der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung, Dezember 2001.
228. **Starbatty, Joachim:** Röpkes Beitrag zur Sozialen Marktwirtschaft, Januar 2002.
229. **Nufer, Gerd:** Bestimmung und Analyse der Erfolgsfaktoren von Marketing-Events anhand des Beispiels DFB-adidas-Cup, März 2002.
230. **Schnabl, Gunther:** Asymmetry in US-Japanese Foreign Exchange Policy: Shifting the Adjustment Burden to Japan, März 2002.
231. **Gampfer, Ralf:** Fallende Preise in Sequentiellen Auktionen: Das Beispiel des Gebrauchtwagenhandels, März 2002.
232. **Baur, Dirk:** The Persistence and Asymmetry of Time-Varying Correlations, März 2002.
233. **Bachmann, Mark:** Ermittlung und Relevanz effektiver Steuersätze. Teil 1: Anwendungsbereich und Modellerweiterungen, März 2002.
234. **Knirsch, Deborah:** Ermittlung und Relevanz effektiver Steuersätze. Teil 2: Der Einfluss der Komplexitätsreduktion von Steuerbemessungsgrundlagen, März 2002.
235. **Neubecker, Leslie:** Aktienkursorientierte Managemententlohnung bei korrelierter Entwicklung der Marktnachfrage, März 2002.
236. **Kukuk, Martin und Manfred Stadler:** Rivalry and Innovation Races, März 2002.
237. **Stadler, Manfred:** Leistungsorientierte Besoldung von Hochschullehrern auf der Grundlage objektiv meßbarer Kriterien?, März 2002.
238. **Eisele, Florian, Habermann, Markus und Ralf Oesterle:** Die Beteiligungskriterien für eine Venture Capital Finanzierung – Eine empirische Analyse der phasenbezogenen Bedeutung, März 2002.
239. **Niemann, Rainer und Dirk Kiesewetter:** Zur steuerlichen Vorteilhaftigkeit von Kapitallebensversicherungen, März 2002.
240. **Hornig, Stephan:** Information Exchange with Cost Uncertainty: An Alternative Approach with New Results, Februar 2004.
241. **Niemann, Rainer, Bachmann, Mark und Deborah Knirsch:** Was leisten die Effektivsteuersätze des European Tax Analyzer?, Juni 2002.
242. **Kiesewetter, Dirk:** Tax Neutrality and Business Taxation in Russia: A Proposal for a Consumption-Based Reform of the Russian Income and Profit Tax, Juni 2002.
243. **McKinnon, Ronald und Gunther Schnabl:** Synchronized Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate, Juli 2002.
244. **Neus, Werner:** Fusionsanreize, strategische Managerentlohnung und die Frage des geeigneten Unternehmensziels, Juli 2002.
245. **Blüml, Björn und Werner Neus:** Grenzüberschreitende Schuldverträge und Souveränitätsrisiken, Juli 2002.
246. **Starbatty, Joachim:** Die Abschaffung der DM ist noch keine Bereitschaft zur politischen Union, Juli 2002.
247. **Schnabl, Gunther:** Fear of Floating in Japan? A Bank of Japan Monetary Policy Reaction Function, September 2002.
248. **Brassat, Marcel und Dirk Kiesewetter:** Steuervorteile durch Versorgungszusagen in Arbeitsverträgen, September 2002.
249. **Knirsch, Deborah:** Neutrality-Based Effective Tax Rates, September 2002.
250. **Neubecker, Leslie:** The Strategic Effect of Debt in Dynamic Price Competition with Fluctuating Demand, November 2002.
251. **Baur, Dirk und Robert Jung:** Return and Volatility Linkages Between the US and the German Stock Market, Dezember 2002.
252. **McKinnon, Ronald und Gunther Schnabl:** The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin, Januar 2003.

253. **Schulze, Niels und Dirk Baur:** Coexceedances in Financial Markets – A Quantile Regression Analysis of Contagion, Februar 2003.
254. **Bayer, Stefan:** Possibilities and Limitations of Economically Valuating Ecological Damages, Februar 2003.
255. **Stadler, Manfred:** Innovation and Growth: The Role of Labor-Force Qualification, März 2003.
256. **Licht, Georg und Manfred Stadler:** Auswirkungen öffentlicher Forschungsförderung auf die private F&E-Tätigkeit: Eine mikroökonomische Evaluation, März 2003.
257. **Neubecker, Leslie und Manfred Stadler:** Endogenous Merger Formation in Asymmetric Markets: A Reformulation, März 2003.
258. **Neubecker, Leslie und Manfred Stadler:** In Hunt for Size: Merger Formation in the Oil Industry, März 2003.
259. **Niemann, Rainer:** Wie schädlich ist die Mindestbesteuerung? Steuerparadoxa in der Verlustverrechnung, April 2003.
- 260.
261. **Neubecker, Leslie:** Does Cooperation in Manufacturing Foster Tacit Collusion?, Juni 2003.
262. **Buchmüller, Patrik und Christian Macht:** Wahlrechte von Banken und Aufsicht bei der Umsetzung von Basel II, Juni 2003.
263. **McKinnon, Ronald und Gunther Schnabl:** China: A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia? The Problem of Conflicted Virtue, Juni 2003.
264. **Thaut, Michael:** Die individuelle Vorteilhaftigkeit der privaten Rentenversicherung – Steuervorteile, Lebenserwartung und Stornorisiken, Juli 2003.
265. **Köpke, Nikola und Jörg Baten:** The Biological Standard of Living in Europe During the Last Two Millennia, September 2003.
266. **Baur, Dirk, Saisana, Michaela und Niels Schulze:** Modelling the Effects of Meteorological Variables on Ozone Concentration – A Quantile Regression Approach, September 2003.
267. **Buchmüller, Patrik und Andreas Marte:** Paradigmenwechsel der EU-Finanzpolitik? Der Stabilitätspakt auf dem Prüfstand, September 2003.
268. **Baten, Jörg und Jacek Wallusch:** Market Integration and Disintegration of Poland and Germany in the 18th Century, September 2003.
269. **Schnabl, Gunther:** De jure versus de facto Exchange Rate Stabilization in Central and Eastern Europe, Oktober 2003.
270. **Bayer, Stefan:** Ökosteuern: Versöhnung von Ökonomie und Ökologie?, Oktober 2003.
271. **Köhler, Horst:** Orientierungen für eine bessere Globalisierung, November 2003.
272. **Lengsfeld, Stephan und Ulf Schiller:** Transfer Pricing Based on Actual versus Standard Costs, November 2003.
273. **Lengsfeld, Stephan und Thomas Vogt:** Anreizwirkungen kostenbasierter Verrechnungspreise bei externen Effekten –Istkosten– versus standardkostenbasierte Verrechnungspreise bei Kreuzinvestitionen -, November 2003.
274. **Eisele, Florian und Andreas Walter:** Kurswertreaktionen auf die Ankündigung von Going Private-Transaktionen am deutschen Kapitalmarkt, Dezember 2003.
275. **Rall, Wilhelm:** Unternehmensstrategie für den globalen Wettbewerb, Februar 2004.
276. **Niemann, Rainer:** Entscheidungswirkungen von Verlustverrechnungsbeschränkungen bei der Steuerplanung grenzüberschreitender Investitionen, Februar 2004.
277. **Kirchner, Armin:** Verringerung von Arbeitslosigkeit durch Lockerung des Kündigungsschutzes – Die entscheidende Einflussgröße, März 2004.
278. **Kiesewetter, Dirk und Andreas Lachmund:** Wirkungen einer Abgeltungssteuer auf Investitionsentscheidungen und Kapitalstruktur von Unternehmen, April 2004

279. **Schanz, Sebastian:** Die Auswirkungen alternativer Gewinnverwendung von Kapitalgesellschaften - im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens - auf die Vermögenspositionen Residualanspruchsberechtigter, Mai 2004.