Vollausschüttung und Halbeinkünfteverfahren

Von Dr. Jörg Laitenberger und Andreas Tschöpel, beide Universität Hannover

I. Einleitung

Der Fokus der modernen entscheidungsorientierten Investitions- und Finanzierungstheorie liegt nicht auf dem „Unternehmen an sich" als organisatorischem bzw. vertraglichem Konstrukt, sondern auf dem Anteilseigner als Zielträger von Entscheidungen[1]. Ziel des Anteilseigners ist die individuelle Nutzenmaximierung durch Realisierung seines von individuellen Präferenzen determinierten intertemporalen Konsumpfades. Dieser wird u. a. aus ihm zufließenden Zahlungsströmen von Unternehmen alimentiert[2]. Zahlungsströme[3] können grundsätzlich durch ihre Breite, ihre zeitliche Struktur und ihre Unsicherheitsdimension beschrieben werden[4]. Die Breite eines Zahlungsstromes wird hierbei u. a. durch seine Besteuerung, die zeitliche Struktur wesentlich durch die Ausschüttungspolitik des Unternehmens determiniert. Aus dem Ziel der Maximierung individuellen Nutzens ist die Maximierung des Unternehmenswertes als Primärziel unternehmerischer Entscheidungen isolierbar[5]. Diesem Primärziel muss sich folglich auch die Ausschüttungspolitik eines Unternehmens unter Berücksichtigung möglicher Besteuerungseinflüsse unterordnen.

Für die Bestimmung objektivierter Unternehmenswerte durch neutrale Gutachter im Rahmen der Kommunikationsfunktion des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer[6] werden heute i. d. R. kapitalwertorientierte Bewertungsverfahren verwendet[7]. Hierbei ermittelt sich der Unternehmenswert als Barwert der den Anteilseignern zukünftig zufließenden Zahlungsströme (Ausschüttungen) nach Berücksichtigung seiner persönlichen Ertragsteuerbelastung[8]. Unterliegen ausgeschüttete und thesaurierte Zahlungsströme unterschiedlichen Besteuerungsfolgen, ergeben sich unterschiedliche Wertbeiträge dieser Zahlungsströme zum Unternehmenswert, da die in der Praxis existierenden Steuersysteme keine Entscheidungs-, Investitions- und Finanzierungsneutralität garantieren[9]. Die Ausschüttungspolitik determiniert hierdurch den Unternehmenswert[10]. Das *IDW* geht hierbei grundsätzlich im Rahmen der bereits in der Vergangenheit kritisch diskutierten „Vollausschüttungshypothese"[11] von der vollen Ausschüttung der zukünftigen Zahlungsüberschüsse aus. Bei der Prognose der zukünftigen Ausschüttungen ist hierbei „grundsätzlich […] von der Vollausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des unveränderten Unternehmenskonzeptes (Substanzerhaltung, Finanzierungsstruktur) und rechtlicher Restriktionen (z. B. Bilanzgewinn, ausschüttbarer handelsrechtlicher Jahresüberschuss) zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Darüber hinaus kann es im Einzelfall aus Sicht der Unternehmenseigner auch sachgerecht sein, weitere Überschüsse zu thesaurieren, weil sie z. B. allein bei Thesaurierung nicht zu versteuern sind, jedoch im Fall einer Ausschüttung von den Unternehmenseignern zu versteuern wären. Voraussetzung für die Berücksichtigung einer derartigen Thesaurierung ist, dass konkrete Anhaltspunkte für eine Thesaurierung vorliegen."[12] Die Vollausschüttungshypothese umfasste als „Einzelfälle" in der Vergangenheit das Bestehen steuerlicher Verlustvorträge sowie ausländischer Erträge[13] sowie nach In-Kraft-Treten des

1 Vgl. *Swoboda,* Betriebliche Finanzierung, 3. Aufl., Heidelberg 1994, S. 6.

2 Vgl. *Moxter,* Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1983, S. 79.

3 Hierzu zählen neben den Dividenden auch Zahlungen aus Kapitalherabsetzungen und dem Rückkauf eigener Aktien.

4 Vgl. *Schmidt/Terberger,* Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., Wiesbaden 1999, S. 50.

5 Vgl. *Brealey/Myers,* Principles of Corporate Finance, 6. Aufl., New York 2000, S. 24 f.

6 Vgl. *IDW* (Hrsg.), Wirtschaftsprüfer-Handbuch 2002, Bd. II, 12. Aufl., Düsseldorf 2002, S. 10 ff., Tz. 33 ff. Neben der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte kommen zudem die Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte im Rahmen der Beratungsfunktion bzw. die Ermittlung von Schiedswerten im Rahmen der Vermittlungsfunktion des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer in Betracht. Die nachfolgend diskutierte Typisierung durch die Vollausschüttungshypothese gilt in diesem Zusammenhang ausschließlich für die Bestimmung objektivierter Unternehmenswerte.

7 Hierzu zählen die Ertragwertmethode und die Discounted-Cash-Flow-Methoden; vgl. *IDW* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 2 f., Tz. 6.

8 Vgl. *IDW* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 32 ff., Tz. 104 und 105.

9 Zum Begriff der Entscheidungs-, Investitions- und Finanzierungsneutralität vgl. *Schreiber,* Die betriebswirtschaftliche Steuerlehre als Lehre von den ökonomischen Wirkungen des Steuerrechts, Diskussionspapier Nr. 183, FB Wirtschaftswissenschaften der Universität Hannover, Hannover 1993, S. 3 f.; *Schneider,* Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7. Aufl., Wiesbaden 1992, S. 203 ff.

10 In einer Welt vollkommener Kapitalmärkte ohne Steuern bzw. mit einem Steuersystem, welches keinen Einfluss auf die Investitionsentscheidungen von Investoren besitzt, ist die Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik eines Unternehmens für den Unternehmenswert irrelevant; vgl. *Modigliani/Miller,* The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American Economic Review 1961, S. 261–297.

11 Vgl. *Hax,* Der Einfluss der Investitions- und Ausschüttungspolitik auf den Zukunftserfolgswert der Unternehmung, in: Busse von Colbe/Sieben (Hrsg.), FS Münstermann, Wiesbaden 1969, S. 366; *Matschke,* Funktionale Unternehmensbewertung, Bd. II: Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden 1979, S. 195; *Löhr,* Unternehmensbewertung – Ausschüttungspolitik und Vollausschüttungshypothese, WPg 1992, S. 526; *Schwetzler,* Gespaltene Besteuerung, Ausschüttungssperrvorschriften und bewertungsrelevante Überschüsse bei der Unternehmensbewertung, WPg 1998, S. 695.

12 Vgl. *IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1),* WPg 2000, S. 830, Tz. 44 und 45.

13 Vgl. *IDW* (Hrsg.), Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1998, Bd. II, 11. Aufl., Düsseldorf 1998, S. 32, Tz. 104. Die angenommene Thesaurierung in diesen Fällen führt zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes und impliziert hierdurch die Orientierung an einer unternehmenswertmaximierenden Ausschüttungspolitik im Rahmen der steuerlichen Vorschriften vor dem 1. 1. 2001.

StSenkG[14] auch Gewinnthesaurierungen aufgrund von Besteuerungsnachteilen bei Ausschüttungen. Sie lässt jedoch lediglich Raum für konkret geplante Thesaurierungen und kann somit von der tatsächlichen zukünftigen Ausschüttungspolitik des Unternehmens abstrahieren, soweit keine explizite Ausschüttungsplanung vorliegt[15]. Insbesondere fehlt ein Vorschlag für ein Vorgehen bei der Ableitung der ewigen Rente, für welche grundsätzlich keine konkrete Planung vorliegt. Die Orientierung an der Vollausschüttung der zukünftigen Zahlungsströme dient grundsätzlich der Vermeidung von Willkür und der intersubjektiven Nachprüfbarkeit der Bewertung. Jedoch auch vor diesem Hintergrund gebotener Typisierung ist kritisch zu hinterfragen, inwieweit diese Typisierung mit anderen Grundsätzen der Unternehmensbewertung harmoniert bzw. inwieweit ein modifiziertes Vorgehen zu einer realistischeren Abbildung des unternehmerischen Geschehens führt, ohne die intersubjektive Nachvollziehbarkeit der Bewertung und die notwendige Einschränkung von Willkür zu gefährden.

Auf der Basis der vom *IDW* zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unterstellten steuerlichen Prämissen des bis zum 31. 12. 2000 geltenden einkommensteuerlichen Anrechnungsverfahrens in Verbindung mit den relevanten Vorschriften des Körperschaftsteuerrechts führte die Vollausschüttungshypothese für Kapitalgesellschaften unter Berücksichtigung o.g. Einzelfälle grundsätzlich zu einer Maximierung des Unternehmenswertes. Dieses Ergebnis kann aufgrund des Übergangs zum einkommensteuerlichen Halbeinkünfteverfahren in Verbindung mit den nunmehr geltenden körperschaftsteuerlichen Regelungen nicht mehr aufrecht erhalten werden. Die pragmatische Anwendung der Vollausschüttungshypothese unterstellt somit implizit ein Ausschüttungsverhalten, welches sich diametral zum bisher unterstellten Ausschüttungsverhalten nach altem Steuerrecht darstellt, da sie nicht mehr die optimale Ausschüttungspolitik für den Anteilseigner im Sinne der Maximierung des Unternehmenswertes verfolgt.

Als ein neues Konzept im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung schlagen wir daher eine vom neutralen Gutachter zu bestimmende Ausschüttungsquote vor, die insbesondere für den Zeitraum der ewigen Rente Investitionen in vorteilhafte, jedoch zum Zeitpunkt der Bewertung noch nicht konkretisierte Projekte impliziert. Jede positive Ausschüttungsquote ist im Rahmen des nachfolgenden Bewertungskalküls zwar suboptimal, da der Unternehmenswert weiter erhöht werden kann, indem diese Quote gesenkt wird. In der Praxis sind jedoch trotz dieser Einschränkung Dividendenzahlungen von Unternehmen zu beobachten, insbesondere auch in Ländern mit Steuersystemen, die schon immer Ausschüttungen gegenüber Thesaurierungen penalisiert haben. Da die wissenschaftliche Literatur zur Höhe der Ausschüttungen von Unternehmen sich nahezu ausschließlich auf börsennotierte Aktiengesellschaften konzentriert, werden auch wir einen Vorschlag zur Herleitung einer geeigneten Dividendenquote nur für diese Unternehmen vorstellen. Inwiefern dieser Vorschlag für nicht börsennotierte Gesellschaften Gültigkeit besitzt, soll nicht beurteilt werden.

II. Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2000/2001

Das bis zum 31. 12. 2000 geltende Körperschaftsteuersystem sah für Gewinne[16] von Kapitalgesellschaften (nach Belastung mit Gewerbesteuersatz s_{gew}) G_{gew} eine gespaltene Besteuerung von thesaurierten bzw. ausgeschütteten Gewinnen vor. So wurden thesaurierte Gewinne mit einem Körperschaftsteuersatz s_{kst}^{th} von 40 %, ausgeschüttete Gewinne hingegen mit einem Körperschaftsteuersatz s_{kst}^{a} von 30 % belastet. Wurden thesaurierte Gewinne zu einem späteren Zeitpunkt ausgeschüttet, erfolgte eine Körperschaftsteuer-Gutschrift zur Erreichung der 30 %-igen Ausschüttungsbelastung. Die Besteuerung auf Ebene des Anteilseigners erfolgte mit Zufluss der Dividende. Im Rahmen des einkommensteuerlichen Anrechnungsverfahrens wurde die Dividende zuzüglich der körperschaftsteuerlichen Ausschüttungsbelastung dem individuellen Einkommensteuersatz s_{est} des Anteilseigners unterworfen[17], wobei die körperschaftsteuerliche Ausschüttungsbelastung auf die so ermittelte Einkommensteuer anrechenbar war. Der Gewinn der Körperschaft wurde folglich effektiv mit dem Grenz-Einkommensteuersatz des Anteilseigners belastet. Die Körperschaftsteuer trug somit als Interimssteuer den Charakter einer Vorauszahlung auf die Einkommensteuer.

Mit der Unternehmenssteuerreform 2000/2001 werden seit dem 1. 1. 2001 Gewinne von Kapitalgesellschaften (nach Belastung mit Gewerbesteuersatz s_{gew}) G_{gew} mit einem einheitlichen Körperschaftsteuersatz s_{kst} von 25 % definitiv belastet[18], und zwar unabhängig davon, ob sie als Gewinnvortrag bzw. Gewinnrücklagen im Unternehmen thesauriert oder als Dividenden ausgeschüttet werden. Die Dividenden werden zusätzlich auf der Ebene des Anteilseigners gemäß dem einkommensteuerlichen Halbeinkünfte-

14 Vgl. Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (Steuersenkungsgesetz – StSenkG) vom 23. 10. 2000, BGBl. I 2000, S. 1433–1466.

15 Vgl. *IDW* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 39, Tz. 119 und 120.

16 Gewinne und ausschüttbare Zahlungsströme werden aus Vereinfachungsgründen gleichgesetzt.

17 Solidaritätszuschlag sowie Kirchensteuer werden aus Vereinfachungsgründen vernachlässigt.

18 § 23 Abs. 1 KStG 2001.

verfahren[19] hälftig mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Anteilseigners belastet. Thesaurierte Gewinne hingegen werden auf der Ebene der Kapitalgesellschaft nicht weiter besteuert. Aus der Betrachtungsweise eines einkommensteuerpflichtigen Anteilseigners ergibt sich daher eine Asymmetrie zwischen ausgeschütteten und einbehaltenen Gewinnen. Im Vergleich zum bisher geltenden Anrechnungsverfahren besteht wegen des Definitivcharakters der Körperschaftsteuer in Verbindung mit dem Halbeinkünfteverfahren nunmehr ein eindeutiger Nachteil bei der Ausschüttung von Gewinnen, was im Anschluss gezeigt werden soll. Während zur Finanzierung von Investitionen im Anrechnungsverfahren aufgrund der steuerlichen Rahmenbedingungen bei niedrigeren einkommensteuerlichen Grenzsteuersätzen als dem körperschaftsteuerlichen Thesaurierungssatz grundsätzlich eine Schütt-aus-Hol-zurück-Politik empfohlen wurde[20], sollten nach dem Systemwechsel im Interesse eines hohen Unternehmenswertes Dividenden möglichst vermieden werden[21].

Man vergleiche zur Illustration die folgende Investitionsentscheidung einer Kapitalgesellschaft im Alleinbesitz eines steuerpflichtigen Inländers im Anrechungsverfahren bzw. im Halbeinkünfteverfahren. Der Unternehmer erzielte die Ausschüttungen des Unternehmens in seinem Privatvermögen und unterliege einer Einkommensteuer von 35 %[22]. Das Unternehmen erwirtschafte zum heutigen Zeitpunkt einen Gewinn vor Steuern von 120 Geldeinheiten (GE). Nach Abzug der Gewerbeertragsteuer in Höhe von 16,67 % des Gewinns verbleiben dem Unternehmen zunächst 100 GE.

Dem Unternehmen steht eine Investitionsmöglichkeit zur Verfügung, die mit einem Mitteleinsatz von 60 GE zu zukünftigen Gewinnen in Höhe von

Zeitpunkt	0	1	2	3
Gewinne	– 60	30	40	50

führt. Am Kapitalmarkt wird für vergleichbare Investitionsprojekte eine Rendite vor Einkommensteuer von 10 % verlangt. Die Nachsteuerrendite ergibt sich also zu[23] $k_{nSt} = 10\,\% \cdot (1 - 35\,\%) = 6{,}5\,\%$. Es wird sich herausstellen, dass nach Abzug aller Steuern dieses Projekt in beiden betrachteten Steuersystemen einen negativen Kapitalwert besitzt. Dennoch wird sich zeigen, dass eine Durchführung des Projektes im Halbeinkünfteverfahren wünschenswert ist, da die Steuervorteile einer Reinvestition gegenüber einer Ausschüttung den negativen Kapitalwerteffekt der Durchführung des Projektes überwiegen.

Zunächst soll die Investitionsentscheidung im Rahmen des Anrechnungsverfahrens bewertet werden. Um nach Abzug der Körperschaftsteuer die Investition finanzieren zu können, muss das Unternehmen den kompletten Gewinn des Geschäftsjahres thesaurieren. Es verbleiben also keine Mittel zur Bedienung des Eigentümers. In den folgenden Jahren werden die erwirtschafteten Gewinne ausgeschüttet. Auf Ebene des Eigentümers fallen Einkommensteuerzahlungen an. Der Ertragswert der Zahlungen der Zusatzinvestition an den Eigentümer ergibt sich also wie folgt:

	Periode		
	1	2	3
Gewinn GewSt	30,00 – 5,00	40,00 – 6,67	50,00 – 8,33
Ausschüttung ESt	25,00 – 8,75	33,33 – 11,67	41,67 – 14,58
Nettoausschüttung	16,25	21,67	27,08
Diskontierungsfaktor	0,93896714	0,88165928	0,82784909
Barwerte	15,26	19,10	22,42
Ertragswert	**56,78**		

Bei einem Verzicht auf die Investition und einer vollständigen Ausschüttung der Mittel fallen Einkommensteuerzahlungen in Höhe von 35 % der Ausschüttung an. Dem Unternehmer verbleiben bei einer Ausschüttung von 100 GE also 65 GE. Er wird in diesem Fall also eindeutig eine Ausschüttung bevorzugen. Auch eine Wiederzuführung der ausgeschütteten Mittel an das Unternehmen im Rahmen einer Schütt-aus-Hol-zurück-Politik zur Finanzierung der Investition kommt nicht in Frage, da einer Auszahlung in Höhe von 60 GE nur ein Ertragswert in Höhe von 56,78 GE gegenübersteht[24].

Im Halbeinkünfteverfahren werden die Gewinne mit einer definitiven Körperschaftsteuer belastet, unabhängig davon, ob diese ausgeschüttet werden

19 § 3 Nr. 40 EStG 2001.

20 Vgl. *Wagner/Dirrigl,* Die Steuerplanung der Unternehmung, Stuttgart 1980, S. 130 ff.; *Günkel/Fenzl/Hagen,* Diskussionsforum Unternehmenssteuerreform – Steuerliche Überlegungen zum Übergang auf ein neues Körperschaftsteuersystem, insbesondere zum Ausschüttungsverhalten bei Kapitalgesellschaften, DStR 2000, S. 452; *Schüler,* Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren, DStR 2000, S. 1536.

21 Dies wird in anderen Ländern mit Definitivsteuern bereits seit langem diskutiert. So wird in den USA die Frage, weshalb überhaupt Dividenden gezahlt werden, seit Jahrzehnten als sog. „dividend puzzle“ kontrovers thematisiert; vgl. *Black,* The dividend puzzle, Journal of Portfolio Management 1976, S. 5–8, bzw. nochmals *Black,* The dividend puzzle, Journal of Portfolio Management, Special Issue 1996, S. 8–12.

22 Wir orientieren uns dabei an dem vom *IDW* empfohlenen typisierten Investor. Die Ausführungen gelten natürlich ebenso für jeden anderen Einkommensteuersatz, der kleiner als der Körperschaftsteuersatz auf einbehaltene Gewinne ist.

23 Hierbei wird implizit eine Alternativanlage in risikofreie Zinspapiere unterstellt, wobei der risikolose Kalkulationszinsfuß um einen adäquaten Risikozuschlag erhöht wurde. Wäre stattdessen eine Anlage in Dividendenpapiere herangezogen worden, so würde sich im Halbeinkünfteverfahren eine Nachsteuerrendite in Höhe von $k_{nSt} = 10{,}0\,\% \cdot (1 - 25{,}0\,\%) \cdot (1 - 17{,}5\,\%) = 6{,}1875\,\%$ ergeben. Unsere Ergebnisse bleiben auch unter dieser Prämisse erhalten.

24 Wir abstrahieren hierbei von der Möglichkeit des Unternehmens, die Ausschüttungen als steuerfreie Kapitalherabsetzungen aus den Einlagen zu tätigen; vgl. *Schwetzler,* Gespaltene Besteuerung, Ausschüttungssperrvorschriften und bewertungsrelevante Überschüsse bei der Unternehmensbewertung, WPg 1998, S. 695–705; *Laitenberger,* Tilgungseffekt und Kapitalherabsetzung, DBW 2002, S. 555–559.

oder im Unternehmen verbleiben. Nach Abzug der Körperschaftsteuer in Höhe von 25 % verbleiben 75 GE, die entweder ausgeschüttet oder reinvestiert werden können. Im Falle einer Investition verbleiben 15 GE zur sofortigen Bedienung des Anteilseigners, die zur Hälfte mit Einkommensteuer, also vereinfacht mit einem Steuersatz von 17,5 %, belastet werden. In den folgenden Perioden fallen Gewerbe- und Körperschaftsteuerzahlungen auf die Gewinne der Investition und die Einkommensteuer auf die Hälfte der ausgeschütteten Überschüsse an. Es ergibt sich ein Ertragswert in Höhe von 54,05 GE:

	Periode		
	1	2	3
Gewinn GewSt KSt	30,00 – 5,00 – 6,25	40,00 – 6,67 – 8,33	50,00 – 8,33 – 10,42
Ausschüttung ESt	18,75 – 3,28	25,00 – 4,38	31,25 – 5,47
Nettoausschüttung	15,47	20,63	25,78
Diskontierungsfaktor	0,93896714	0,88165928	0,82784909
Barwerte	14,52	18,18	21,34
Ertragswert	**54,05**		

Der Kapitalwert nach Abzug der Investitionsauszahlung in Höhe von 60 GE ist damit sogar noch niedriger als im Anrechnungsverfahren. Allerdings ist er immer noch hoch genug, um die wertvernichtende Wirkung einer Ausschüttung zu übersteigen. Zusammen mit den überschüssigen Mitteln der aktuellen Periode beurteilt der Anteilseigner nämlich die Investition mit einem Nachsteuerwert von $15 \cdot (1 - 17{,}5\,\%) + 54{,}05 = 66{,}43$ GE. Bei einem Verzicht auf das Investitionsprojekt und einer sofortigen Ausschüttung der Mittel erhält der Anteilseigner nach Abzug aller Steuern 61,88 GE. In diesem Fall erscheint also eine Thesaurierung der Mittel vorteilhafter.

Man erkennt an diesem Beispiel, dass die Steuerreform nicht nur die Barwerte von Investitionen verändert hat, sondern im Rahmen einer auf Wertsteigerungen ausgerichteten Unternehmenspolitik auch die Wahl der Investitionsprojekte beeinflusst. Insbesondere erkennt man, dass das Halbeinkünfteverfahren thesaurierte Mittel relativ besser stellt als das bisherige Anrechnungsverfahren. Dies bedeutet aber auch, dass die Annahme der Vollausschüttungshypothese für das Ausschüttungsverhalten von Unternehmen in Perioden, für die keine detaillierten Ausschüttungs- und Investitionsplanungen vorliegen, nicht angemessen sein kann. Unter dem Anrechnungsverfahren stellte die unterstellte Vollausschüttungsannahme aufgrund der typisierten Einkommensteuerbelastung in Höhe von 35 %, welche unterhalb der Thesaurierungsbelastung mit Körperschaftsteuer in Höhe von 40 % lag, die für die Anteilseigner vorteilhafteste Alternative dar. Mit dem gleichen Argument müsste also entsprechend im Halbeinkünfteverfahren ein Ausschüttungsverhalten mit möglichst niedrigen Ausschüttungen unterstellt werden, da die Körperschaftsteuerbelastung in Höhe von 25 % nunmehr unterhalb der typisierten Einkommensteuerbelastung liegt. Gerade aus dem Prinzip der Optimalität der Investitionsentscheidungen heraus muss die Vollausschüttungshypothese abgelehnt werden.

Ein Problem ergibt sich allerdings tatsächlich dadurch, dass die Ablehnung der Vollausschüttungshypothese natürlich nicht nur für die aktuelle Periode gelten kann, sondern auch in den folgenden Perioden gilt[25]. Stehen im oben angedeuteten Beispiel dem Unternehmen auch in den Folgeperioden lohnende Investitionen zur Verfügung, so werden demnach also die Erträge aus der ersten Investition nicht ausgeschüttet, sondern weiterhin thesauriert und weiteren Zusatzinvestitionen zugeführt. Dies würde in letzter Konsequenz allerdings dazu führen, dass in keiner Periode mehr Mittel an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Ein Unternehmen, das annahmegemäß niemals etwas auszahlt, ist aber, wie bereits *Kruschwitz/Löffler*[26] festgestellt haben, nichts wert.

Wir möchten in diesem Beitrag einen Vorschlag zur Lösung dieses Dilemmas machen, der dem Prinzip einer optimalen Ausschüttungspolitik gerecht wird und sich zudem an empirisch messbarem Verhalten von Unternehmen orientieren kann.

III. Die Ausschüttungsquote

In der nachfolgenden Untersuchung werden wir zunächst allgemein Bewertungskalküle für die Ermittlung von Unternehmenswerten bei Vollausschüttung UW_{VA} und bei teilweiser Thesaurierung UW_{TH} herleiten. Im Anschluss daran erfolgt für uniforme Zahlungsströme auf der Basis der Formeln für die ewige Rente ein Vergleich der Unternehmenswerte. Hierbei wird zunächst die Ausschüttungsquote q isoliert und einer gesonderten Untersuchung unterzogen. Weiterhin wird die konsistente Abbildung einer Teilthesaurierung mittels eines Wachstumsfaktors, der durch die Ausschüttungsquote q und durch die definitive Körperschaftsteuer- und Einkommensteuerbelastung determiniert wird, in der Formel der ewigen Rente herausgestellt.

Zur Ermittlung des Unternehmenswertes bei Vollausschüttung UW_{VA} sind die dem Anteilseigner

25 Vgl. *Schmidbauer,* Die Berücksichtigung der Steuern in der Unternehmensbewertung – Analyse der Auswirkungen des StSenkG, FB 2002, S. 214 ff.; *Löhr,* Bewertung von Kapitalgesellschaften mit dem Zukunftserfolgswert – Auswirkungen des Steuersenkungsgesetzes, BB 2001, S. 355; *Hötzel/Beckmann,* Einfluss der Unternehmenssteuerreform 2001 auf die Unternehmensbewertung, WPg 2001, S. 699.

26 Vgl. *Kruschwitz/Löffler,* Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, DB 1998, S. 1041–1043.

zufließenden Zahlungsströme nach Abzug von definitiven Unternehmenssteuern s_{ust} und persönlicher Einkommensteuer s_{est} mit dem Kalkulationszins k, welcher die nächstbeste verdrängte Alternative repräsentiert, zu diskontieren. Der Kalkulationszins k ist aufgrund gebotener Zahlungsstromäquivalenz ebenfalls der Besteuerung zu unterwerfen[27].

$$UW_{VA} = \sum_{t=1}^{T} \frac{G^t (1 - s_{ust})(1 - s_{est})}{(1 + k(1 - s_{est}))^t}$$

Unter Verwendung eines unendlichen Zeithorizontes sowie eines uniformen Gewinnstromes $G^t = G$ ergibt sich die bekannte Formel für die ewige Rente:

$$UW_{VA} = \frac{G(1 - s_{ust})(1 - s_{est})}{k(1 - s_{est})} = \frac{G(1 - s_{ust})}{k}$$

Wird von der Vollausschüttungsannahme abgewichen, ist der o.g. Bewertungskalkül zu modifizieren. Wir unterstellen die Ausschüttung mit einer festen Ausschüttungsquote $0 < q < 1$ in Höhe von $qG^t\ (1 - s_{ust})$ und die Anlage des thesaurierten Betrages $(1 - q)G^t\ (1 - s_{ust})$ zur internen Unternehmensrendite nach Unternehmenssteuern $r_{ust} = r(1 - s_{ust})$. Hierdurch werden folglich für jeden auf diese Art thesaurierten Geldbetrag $(1 - q)G^t\ (1 - s_{ust})$ konstante ewige Rückflüsse in Höhe von $(1 - q)G^t\ (1 - s_{ust})r_{ust}$ generiert. Die durch den thesaurierten Betrag erzielten Erträge werden in den Folgeperioden analog den operativen Erträgen mit der Quote q ausgeschüttet und mit $(1 - q)$ thesauriert. Es wird also nicht von einem bestimmten Auszahlungszeitpunkt ausgegangen. Jede Investition führt folglich zu gleichmäßigen ewigen Ausschüttungen in Höhe von $q(1 - q)G^t\ (1 - s_{ust})r_{ust}$. Dem Anteilseigner fließen somit zu jedem Zeitpunkt $t > 1$ sowohl anteilige operative Gewinne der jeweiligen Periode in Höhe von $qG^t\ (1 - s_{ust})$ sowie anteilige Erträge aus der Verzinsung des kontinuierlich wachsenden Thesaurierungsbetrages zu, die sich wie folgt entwickeln:

$$t = 2: \quad qG^1(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q)$$

$$t = 3: \quad \begin{pmatrix} qG^1(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q)(1 + r_{ust}(1 - q)) \\ +qG^2(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q) \end{pmatrix}$$

$$t = 4: \quad \begin{pmatrix} qG^1(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q)(1 + r_{ust}(1 - q))^2 \\ +qG^2(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q)(1 + r_{ust}(1 - q)) \\ +qG^3(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q) \end{pmatrix}$$

...

$$t = n: \quad \begin{pmatrix} qG^1(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q)(1 + r_{ust}(1 - q))^{t-2} \\ +qG^2(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q)(1 + r_{ust}(1 - q))^{t-3} \\ \ldots \\ +qG^{t-1}(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q)(1 + r_{ust}(1 - q))^{t-n} \end{pmatrix}$$

Die Ausschüttungen der Erträge aus der Verzinsung jedes thesaurierten Gewinnanteils $(1 - q)G^t\ (1 - s_{ust})$ wachsen hierbei jährlich mit der Rate $r_{ust}\ (1 - q)$ und können für einen unendlichen Zeithorizont mittels der Formel für die ewige Rente zu ihrem Ertragswert $EW_{(1-q)G^t}$ zusammengefasst werden:

$$EW_{(1-q)G^t} = \frac{qG^t(1 - s_{ust})r_{ust}(1 - q)}{k(1 - s_{est}) - r_{ust}(1 - q)}$$

Der Bewertungskalkül zur Ermittlung des Unternehmenswertes für einen unendlichen Zeithorizont bei nicht-uniformen Gewinnströmen und bei teilweiser Thesaurierung UW_{TH} setzt sich zusammen aus der Summe der anteilig ausgeschütteten Gewinne der jeweiligen Perioden zuzüglich den Ertragswerten der Erträge aus der Verzinsung der thesaurierten Beträge, diskontiert mit dem Kalkulationszins k nach Einkommensteuer:

$$UW_{TH} = \frac{\sum_{t=1}^{T} qG^t(1 - s_{ust})\left[1 + \frac{r_{ust}(1 - q)}{k(1 - s_{est}) - r_{ust}(1 - q)}\right](1 - s_{est})}{(1 + k(1 - s_{est}))^t}$$

Unter Verwendung eines uniformen Gewinnstromes $G^t = G$ fließen dem Anteilseigner in jedem Zeitpunkt vor Belastung mit seinem individuellen Einkommensteuersatz zunächst operative Erträge in Höhe von $qG(1 - s_{ust})$ zu. Der Term für die Erfassung der Erträge aus der Verzinsung der Thesaurierungsbeträge vereinfacht sich zu $qG(1 - s_{ust}) \cdot [(1 + (1 - q)r_{ust}))^{t-1} - 1]$.

Unter Berücksichtigung der individuellen Einkommensteuer ergibt sich nunmehr folgender Bewertungskalkül

$$UW_{TH} = \sum_{t=1}^{T} \frac{qG(1 - s_{ust})(1 + r_{ust}(1 - q))^{t-1}(1 - s_{est})}{(1 + k(1 - s_{est}))^t} \text{ bzw.}$$

$$UW_{TH} = \frac{qG(1 - s_{ust})(1 - s_{est})}{k(1 - s_{est}) - r_{ust}(1 - q)}$$

unter Verwendung eines unendlichen Zeithorizontes. Eine Ausschüttungspolitik mit der Quote q führt zu einer Unternehmenswerterhöhung, wenn $UW_{TH}/UW_{VA} > 1$ gilt.

27 Vgl. *Moxter,* a.a.O. (Fn. 2), S. 177 ff.

Die Struktur der Formel für die ewige Rente entspricht der bekannten *Gordon-Shapiro*-Formel[28] im Rahmen eines Bewertungskalküls bei Wachstum. Die Annahme einer bestimmten Ausschüttungsquote unterstellt insoweit ein konstant wachsendes Unternehmen. Der Term $r_{ust}(1 - q)$ determiniert hierbei das aufgrund der Teilthesaurierung resultierende Wachstum der zukünftigen Ausschüttungen. Er berücksichtigt die Ausschüttungsquote q sowie die relevanten Besteuerungsfolgen.

(1) Thesaurierungswirkungen im Anrechnungsverfahren

Der Unternehmenswert bei Vollausschüttung UW_{VA} nach altem Steuerrecht betrug:

$$UW_{VA} = \sum_{t=1}^{T} \frac{G_{gew}^{t}(1 - s_{est})}{(1 + k(1 - s_{est}))^{t}}$$

Beispiel: $k = 10{,}0\,\%$; $s_{est} = 35{,}0\,\%$; $s_{gew} = 16{,}67\,\%$

Periode	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Operativer Gewinn	10,00	12,00	9,00	13,00	11,00	10,00
Zufluss aus Thesaurierung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ergebnis vor Steuern	10,00	12,00	9,00	13,00	11,00	10,00
Gewerbesteuer	– 1,67	– 2,00	– 1,50	– 2,17	– 1,83	– 1,67
Ausschüttbares Ergebnis	8,33	10,00	7,50	10,83	9,17	8,33
Thesaurierung laufendes Jahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
KSt aus Thesaurierung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Thesaurierung kumuliert	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ausschüttung laufendes Jahr	8,33	10,00	7,50	10,83	9,17	8,33
Zufluss Anteilseigner	8,33	10,00	7,50	10,83	9,17	8,33
Einkommensteuer	– 2,92	– 3,50	– 2,62	– 3,79	– 3,21	– 2,92
Nettozufluss	5,42	6,50	4,87	7,04	5,96	5,42
Ertragswert in t	**85,50**	**85,64**	**84,70**	**85,33**	**83,84**	**83,33**

Bei der Verwendung eines unendlichen Zeithorizontes und uniformer Gewinnreihe G_{gew} (nach Belastung mit Gewerbesteuer) gilt:

$$UW_{VA} = \frac{G_{gew}(1 - s_{est})}{k(1 - s_{est})} = \frac{G_{gew}}{k}$$

Beispiel: $G = 10$; $k = 10{,}0\,\%$; $s_{est} = 35{,}0\,\%$; $s_{gew} = 16{,}67\,\%$

$$UW_{VA} = \frac{10 \cdot (1 - 16{,}67\%)(1 - 35{,}0\%)}{10{,}0\% \cdot (1 - 35{,}0\%)} = 83{,}33$$

Bei unendlichem Zeithorizont und Teilausschüttung und nicht-uniformer Gewinnreihe ergibt sich zunächst der folgende Bewertungskalkül:

$$UW_{TH} = \sum_{t=1}^{T} \frac{qG_{gew}^{t}\left[1 + \frac{r_{gew}(1 - s_{kst}^{th})(1 - q)}{(k(1 - s_{est}) - r_{gew}(1 - s_{kst}^{th})(1 - q))}\right](1 - s_{est})}{(1 + k(1 - s_{est}))^{t}}$$

Hierbei erfolgt die Anlage des thesaurierten Betrages $(1 - q)\,G_{gew}^{t}$[29] zur internen Unternehmensrendite nach Steuern $r_{ust} = r(1 - s_{gew})\,(1 - s_{kst}^{th}) = r_{gew}\,(1 - s_{kst}^{th})$[30].

Beispiel: $k = 10{,}0\,\%$; $s_{est} = 35{,}0\,\%$; $s_{gew} = 16{,}67\,\%$; $s_{kst}^{th} = 40\,\%$; $q = 75{,}0\,\%$; $r = 12{,}0\,\%$

Periode	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Operativer Gewinn	10,00	12,00	9,00	13,00	11,00	10,00
Zufluss aus Thesaurierung	0,00	0,15	0,33	0,47	0,67	0,85
Ergebnis vor Steuern	10,00	12,15	9,33	13,47	11,67	10,85
Gewerbesteuer	– 1,67	– 2,03	– 1,56	– 2,25	– 1,95	– 1,81
Ausschüttbares Ergebnis	8,33	10,12	7,78	11,23	9,73	9,04
Thesaurierung laufendes Jahr	2,08	2,53	1,94	2,81	2,43	2,26
KSt aus Thesaurierung	– 0,83	– 1,01	– 0,78	– 1,12	– 0,97	– 0,90
Thesaurierung kumuliert	1,25	2,77	3,94	5,62	7,08	8,43
Ausschüttung laufendes Jahr	6,25	7,59	5,83	8,42	7,30	6,78
Zufluss Anteilseigner	6,25	7,59	5,83	8,42	7,30	6,78
Einkommensteuer	– 2,19	– 2,66	– 2,04	– 2,95	– 2,55	– 2,37
Nettozufluss	4,06	4,94	3,79	5,47	4,74	4,41
Ertragswert in t	**83,36**	**84,71**	**85,28**	**87,04**	**87,22**	**88,15**

Gemäß der obigen Formel ergeben sich die folgenden Einzelsummanden, die das gleiche Ergebnis liefern:

Periode	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Barwerte für t	4,96	5,59	3,93	5,34	4,24	59,30
Ertragswert	**83,36**					

Für eine uniforme Gewinnreihe $G_{gew}^{t} = G_{gew}$ fließen dem Anteilseigner zu einem beliebigen Zeitpunkt vor Belastung mit seinem individuellen Einkommensteuersatz operative Erträge in Höhe von qG_{gew} sowie Erträge aus den Thesaurierungsbeträgen in Höhe von $qG_{gew} \cdot [(1 + (1 - q)r_{gew}\,(1 - s_{kst}^{th}))^{t-1} - 1]$ zu. Unter Berücksichtigung der individuellen Einkommensteuer ergibt sich nunmehr der Unternehmenswert bei teilweiser Thesaurierung mit:

28 Vgl. *Gordon/Shapiro,* Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit, Management Science 1956, S. 102–110.

29 Die Belastung des thesaurierten Betrages mit dem Thesaurierungssatz der Körperschaftsteuer wird bei der internen Unternehmensrendite berücksichtigt.

30 Im Sinne einer Maximierung des Unternehmenswertes halten wir es für wenig realistisch, dass Unternehmen den Jahresüberschuss in risikolose Wertpapiere anlegen. Dies würde eine Veränderung der Risikostruktur des Unternehmens bedeuten. Hat das Unternehmen keine Investitionsprojekte zur Erzielung der internen Unternehmensrendite zur Verfügung, kann es die thesaurierten Beträge ebenso gut in andere Dividendenpapiere mit einer äquivalenten Rendite investieren. Eine Doppelbesteuerung der hierbei erzielten Dividenden ist durch das körperschaftsteuerliche Schachtelprivileg des § 8b Abs. 1 KStG 2001 ausgeschlossen.

$$UW_{TH} = \sum_{t=1}^{T} \frac{qG_{gew}\left(1+(1-q)r_{gew}(1-s_{kst}^{th})\right)^{-1}(1-s_{est})}{(1+k(1-s_{est}))^{t}} \text{ bzw.}$$

$$UW_{TH} = \frac{qG_{gew}(1-s_{est})}{k(1-s_{est})-(1-q)r_{gew}(1-s_{kst}^{th})}$$

Beispiel: $G = 10$; $k = 10{,}0\,\%$; $s_{est} = 35{,}0\,\%$; $s_{gew} = 16{,}67\,\%$; $s_{kst}^{th} = 40{,}0\,\%$; $q = 75{,}0\,\%$; $r = 12{,}0\,\%$

Periode	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Operativer Gewinn	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Zufluss aus Thesaurierung	0,00	0,15	0,30	0,46	0,61	0,77
Ergebnis vor Steuern	10,00	10,15	10,30	10,46	10,61	10,77
Gewerbesteuer	– 1,67	– 1,69	– 1,72	– 1,74	– 1,77	– 1,80
Ausschüttbares Ergebnis	8,33	8,46	8,58	8,71	8,84	8,98
Thesaurierung laufendes Jahr	2,08	2,11	2,15	2,18	2,21	2,24
KSt aus Thesaurierung	– 0,83	– 0,85	– 0,86	– 0,87	– 0,88	– 0,90
Thesaurierung kumuliert	1,25	2,52	3,81	5,11	6,44	7,79
Ausschüttung laufendes Jahr	6,25	6,34	6,44	6,54	6,63	6,73
Zufluss Anteilseigner	6,25	6,34	6,44	6,54	6,63	6,73
Einkommensteuer	– 2,19	– 2,22	– 2,25	– 2,29	– 2,32	– 2,36
Nettozufluss	4,06	4,12	4,19	4,25	4,31	4,38
Wachstum		*1,50 %*	*1,50 %*	*1,50 %*	*1,50 %*	*1,50 %*
Ertragswert in t	**81,25**	**82,47**	**83,70**	**84,96**	**86,23**	**87,53**

bzw. gemäß obiger Formel:

$$UW_{TH} = \frac{qG_{gew}(1-s_{est})}{k(1-s_{est})-(1-q)r_{gew}(1-s_{kst}^{th})} = \frac{0{,}75\cdot 10\cdot(1-16{,}67\%)(1-35{,}0\%)}{10{,}0\%\cdot(1-35{,}0\%)-(1-0{,}75)\cdot 12{,}0\%\cdot(1-16{,}67\%)(1-40{,}0\%)} = 81{,}25$$

Für den Vorteilhaftigkeitsvergleich zwischen Vollausschüttung und Thesaurierung legen wir die Unternehmenswerte bei Vorliegen einer uniformen Zahlungsreihe und eines unendlichen Zeithorizontes zugrunde. Es ergibt sich der folgende Quotient:

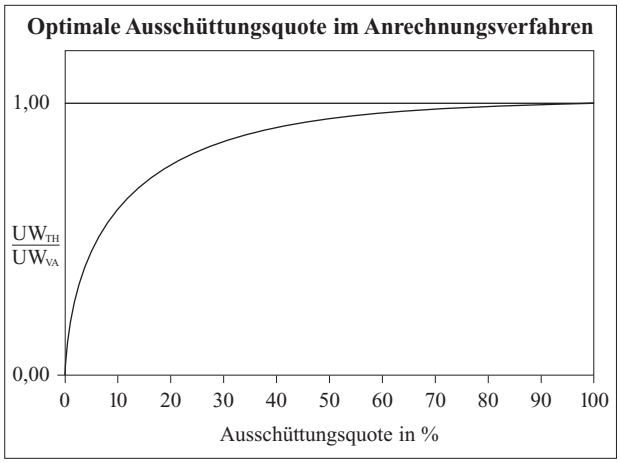
$$\frac{UW_{TH}}{UW_{VA}} = \frac{qk(1-s_{est})}{k(1-s_{est})-(1-q)r_{gew}(1-s_{kst}^{th})}$$

Der obige Quotient wird durch die Ausschüttungsquote q, den Einkommensteuersatz s_{est} sowie die interne Unternehmensrendite r_{gew} und den Kalkulationszinssatz k determiniert.

Wird unterstellt, dass der Anteilseigner unter Berücksichtigung der Besteuerung genau dann indifferent zwischen einer Investition in das Unternehmen und der Alternativanlage ist, wenn $k = r(1 - s_{gew})$ gilt[31], vereinfacht sich der zu untersuchende Quotient hierdurch zu:

$$\frac{UW_{TH}}{UW_{VA}} = \frac{q(1-s_{est})}{q(1-s_{kst}^{th})+(s_{kst}^{th}-s_{est})}$$

Für $s_{est} < s_{kst}^{th}$ folgt für jede Teilthesaurierung mit $q < 1$ $UW_{TH}/UW_{VA} < 1$ und somit ein geringerer Unternehmenswert als bei Vollausschüttung[32].



Da im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte gem. *Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*[33] von einem typisierten Einkommensteuersatz s_{est} von 35 % ausgegangen wurde, welcher die auf praktischen und statistischen Erfahrungen beruhende persönliche Steuerbelastung eines typisierten Anteilseigners repräsentierte[34] und der unterhalb der geltenden Thesaurierungsbelastung s_{kst}^{th} von 40 % lag, führte die angenommene Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse aufgrund der Vollausschüttungshypothese grundsätzlich zu einer Maximierung des Unternehmenswertes und implizierte somit die optimale Ausschüttungsstrategie[35].

(2) Thesaurierungswirkungen im Halbeinkünfteverfahren

Analog zum oben eingeführten Modell sollen nunmehr die Auswirkungen des neuen Steuerrechts auf die Ausschüttungspolitik und den Unternehmenswert untersucht werden. Die Bewertungsformel bei Vollausschüttung nach neuem Steuerrecht lautet[36]:

$$UW_{VA} = \sum_{t=1}^{T} \frac{G_{gew}^{t}(1-s_{kst})(1-\frac{s_{est}}{2})}{(1+k(1-s_{est}))^{t}}$$

31 Vgl. *Schreiber/Künne,* Die Steuerbelastung von Investitionen in Deutschland, Frankreich und Großbritannien, StuW 1996, S. 47; *Schreiber/Rogall,* Der Einfluss der Reform der Körperschaftsteuer auf Investitionsentscheidungen und den Wert der Gewinnrücklagen von Kapitalgesellschaften, DBW 2000, S. 723.

32 Vgl. *Wagner/Dirrigl,* Die Steuerplanung der Unternehmung, Stuttgart/New York 1980, S. 133 ff.

33 Vgl. *Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen,* WPg 1983, S. 468–480. Die o.g. Stellungnahme ist der Vorgänger des *IDW S 1* und war während des alten Steuersystems gültig.

34 Vgl. *IDW* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 13), S. 92, Tz. 266.

35 Körperschaftsteuerliche Verlustvorträge und ausländische Erträge sowie rechtliche Restriktionen sind natürlich entsprechend einer Orientierung an der Unternehmenswertmaximierung gesondert zu berücksichtigen.

36 Als Alternativanlage wird hier entsprechend den Standards des *IDW* zur Unternehmensbewertung eine risikofreie Anlage am Kapitalmarkt angenommen, deren Rendite um einen Risikozuschlag zu modifizieren ist; vgl. *IDW* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 78 f., Tz. 224 und 225.

Beispiel: k = 10,0 %; s_{est} = 35,0 %; s_{gew} = 16,67 %; s_{kst} = 25,0 %

Periode	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Operativer Gewinn	10,00	12,00	9,00	13,00	11,00	10,00
Zufluss aus Thesaurierung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ergebnis vor Steuern	10,00	12,00	9,00	13,00	11,00	10,00
Gewerbesteuer	– 1,67	– 2,00	– 1,50	– 2,17	– 1,83	– 1,67
Körperschaftsteuer	– 2,08	– 2,50	– 1,87	– 2,71	– 2,29	– 2,08
Ausschüttbares Ergebnis	6,25	7,50	5,62	8,12	6,87	6,25
Thesaurierung laufendes Jahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Thesaurierung kumuliert	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ausschüttung laufendes Jahr	6,25	7,50	5,62	8,12	6,87	6,25
Zufluss Anteilseigner	6,25	7,50	5,62	8,12	6,87	6,25
Einkommensteuer	– 1,09	– 1,31	– 0,98	– 1,42	– 1,20	– 1,09
Nettozufluss	5,16	6,19	4,64	6,70	5,67	5,16
Ertragswert in t	**81,38**	**81,52**	**80,63**	**81,23**	**79,81**	**79,32**

Bei der Verwendung eines unendlichen Zeithorizontes und uniformer Gewinnreihe $G^t_{gew} = G_{gew}$ (nach Belastung mit Gewerbesteuer) gilt:

$$UW_{VA} = \frac{G_{gew}(1-s_{kst})(1-\frac{s_{est}}{2})}{k(1-s_{est})}$$

Beispiel: G = 10; k = 10,0 %; s_{est} = 35,0 %; s_{gew} = 16,67 %; s_{kst} = 25,0 %

$$UW_{VA} = \frac{10\cdot(1-16{,}67\%)(1-25{,}0\%)(1-\frac{35{,}0\%}{2})}{10{,}0\%\cdot(1-35{,}0\%)} = 79{,}32$$

Für eine nicht uniforme Gewinnreihe ergibt sich bei teilweiser Thesaurierung und unendlichem Zeithorizont zunächst der folgende Bewertungskalkül:

$$\sum_{t=1}^{T} \frac{qG^t_{gew}(1-s_{kst})\left[1+\frac{r_{gew}(1-s_{kst})(1-q)}{(k(1-s_{est})-r_{gew}(1-s_{kst})(1-q))}\right]\left(1-\frac{s_{est}}{2}\right)}{(1+k(1-s_{est}))^t}$$

Die Anlage des thesaurierten Betrages $(1-q)\,G^t_{gew}(1-s_{kst})$ erfolgt wieder zur internen Unternehmensrendite nach Steuern $r_{ust} = r(1-s_{gew})(1-s_{kst}) = r_{gew}\,(1-s_{kst})$[37].

Beispiel: k = 10,0 %; s_{est} = 35,0 %; s_{gew} = 16,67 %; s_{kst} = 25,0 %; q = 75,0 %; r = 12,0 %

Periode	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Operativer Gewinn	10,00	12,00	9,00	13,00	11,00	10,00
Zufluss aus Thesaurierung	0,00	0,19	0,42	0,59	0,85	1,07
Ergebnis vor Steuern	10,00	12,19	9,42	13,59	11,85	11,07
Gewerbesteuer	– 1,67	– 2,03	– 1,57	– 2,27	– 1,97	– 1,85
Körperschaftsteuer	– 2,08	– 2,54	– 1,96	– 2,83	– 2,47	– 2,31
Ausschüttbares Ergebnis	6,25	7,62	5,88	8,50	7,40	6,92
Thesaurierung laufendes Jahr	1,56	1,90	1,47	2,12	1,85	1,73
Thesaurierung kumuliert	1,56	3,47	4,94	7,06	8,91	10,64
Ausschüttung laufendes Jahr	4,69	5,71	4,41	6,37	5,55	5,19
Zufluss Anteilseigner	4,69	5,71	4,41	6,37	5,55	5,19
Einkommensteuer	– 0,82	– 1,00	– 0,77	– 1,11	– 0,97	– 0,91
Nettozufluss	3,87	4,71	3,64	5,26	4,58	4,28
Ertragswert in t	**85,78**	**87,49**	**88,47**	**90,58**	**91,21**	**92,55**

Gemäß der obigen Formel ergeben sich die folgenden Einzelsummanden, die das gleiche Ergebnis liefern:

Periode	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Barwerte für t	5,10	5,75	4,05	5,49	4,36	61,03
Ertragswert	**85,78**					

Wird erneut ein uniformer Gewinnstrom $G^t_{gew} = G$ unterstellt, vereinfacht sich der Term für die Erfassung der Erträge aus der Verzinsung der thesaurierten Erträge zu $qG_{gew}(1-s_{kst})[(1+(1-q)r_{gew}(1-s_{kst}))^{t-1}-1]$, der zusammen mit dem anteiligen Gewinn der Periode $qG_{gew}(1-s_{kst})$ dem Anteilseigner zufließt. Unter Einbezug der individuellen Einkommensteuerbelastung ergibt sich folgender Bewertungskalkül:

$$UW_{TH} = \sum_{t=1}^{T} \frac{qG_{gew}(1-s_{kst})\left(1+(1-q)r_{gew}(1-s_{kst})\right)^{-1}(1-\frac{s_{est}}{2})}{(1+k(1-s_{est}))^t} \text{ bzw.}$$

$$UW_{TH} = \frac{qG_{gew}(1-s_{kst})(1-\frac{s_{est}}{2})}{k(1-s_{est})-(1-q)r_{gew}(1-s_{kst})}$$

Beispiel: G = 10; k = 10,0 %; s_{est} = 35,0 %; s_{gew} = 16,67 %; s_{kst} = 25,0 %; q = 75,0 %; r = 12,0 %

Periode	1	2	3	4	5	Ewige Rente
Operativer Gewinn	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Zufluss aus Thesaurierung	0,00	0,19	0,38	0,57	0,77	0,97
Ergebnis vor Steuern	10,00	10,19	10,38	10,57	10,77	10,97
Gewerbesteuer	– 1,67	– 1,70	– 1,73	– 1,76	– 1,80	– 1,83
Körperschaftsteuer	– 2,08	– 2,12	– 2,16	– 2,20	– 2,24	– 2,29
Ausschüttbares Ergebnis	6,25	6,37	6,49	6,61	6,73	6,86
Thesaurierung laufendes Jahr	1,56	1,59	1,62	1,65	1,68	1,71
Thesaurierung kumuliert	1,56	3,15	4,78	6,43	8,11	9,83
Ausschüttung laufendes Jahr	4,69	4,78	4,86	4,96	5,05	5,14
Zufluss Anteilseigner	4,69	4,78	4,86	4,96	5,05	5,14
Einkommensteuer	– 0,82	– 0,84	– 0,85	– 0,87	– 0,88	– 0,90
Nettozufluss	3,87	3,94	4,01	4,09	4,17	4,24
Wachstum		*1,875%*	*1,875%*	*1,875%*	*1,875%*	*1,875%*
Ertragswert in t	**83,61**	**85,18**	**86,78**	**88,40**	**90,06**	**91,75**

bzw. gemäß der obigen Formel:

$$UW_{TH} = \frac{qG_{gew}(1-s_{kst})(1-\frac{s_{est}}{2})}{k(1-s_{est})-(1-q)r_{gew}(1-s_{kst})}$$

$$= \frac{0{,}75\cdot 10\cdot(1-16{,}67\%)(1-25{,}0\%)(1-\frac{35{,}0\%}{2})}{10{,}0\%\cdot(1-35{,}0\%)-(1-0{,}75)\cdot 12{,}0\%\cdot(1-16{,}67\%)(1-25{,}0\%)} = 83{,}61$$

Für die Untersuchung der Wirkung der Ausschüttungspolitik auf den Unternehmenswert (unter Zugrundelegung der Unternehmenswerte mit uniformen Zahlungsreihen und einem unendlichen Zeithorizont) ist wiederum der Quotient

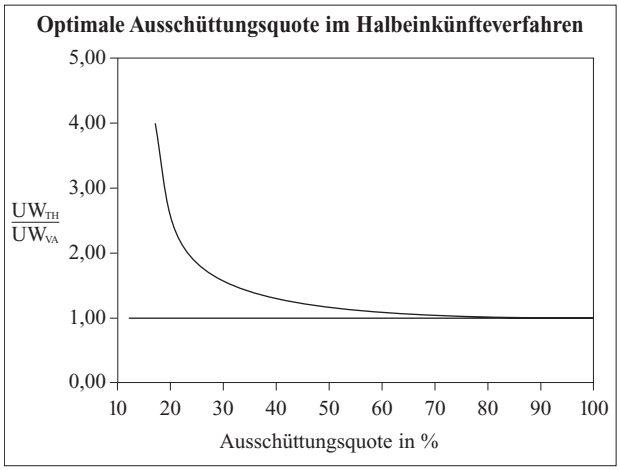
37 Vgl. Fn. 30.

$$\frac{UW_{TH}}{UW_{VA}} = \frac{qk(1-s_{est})}{k(1-s_{est})-(1-q)r_{gew}(1-s_{kst})}$$

zu untersuchen, welcher sich unter der o. g. Indifferenzannahme $k = r(1 - s_{gew})$[38] vereinfacht zu

$$\frac{UW_{TH}}{UW_{VA}} = \frac{q(1-s_{est})}{q(1-s_{kst})+(s_{kst}-s_{est})}$$

Es ergibt sich nach neuem Recht eine analoge Formelstruktur, wie für das alte Recht gezeigt. Für $s_{est} > s_{kst}$ folgt für jede Teilthesaurierung mit $q < 1$ diesmal jedoch $UW_{TH}/UW_{VA} > 1$ und somit ein höherer Unternehmenswert als bei Vollausschüttung.



Da im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte entsprechend den Standards des *IDW* zur Unternehmensbewertung weiterhin ein typisierter Einkommensteuersatz s_{est} von 35 % angenommen wird[39], der über der nunmehr definitiven Körperschaftsteuerbelastung s_{kst} von 25 % liegt, führt jetzt jede von der Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse abweichende Ausschüttungspolitik zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes. Ein Festhalten an der Vollausschüttungshypothese erscheint daher nicht mehr sachgerecht[40], da sie in jedem Fall eine nicht unternehmenswertmaximierende und somit konträre Ausschüttungspolitik im Vergleich zum Vorgehen nach altem Steuerrecht unterstellt.

Der nunmehr resultierende Wachstumsfaktor für die ewige Rente wird von der internen Unternehmensrendite r, der Gewerbe- und Körperschaftsteuerbelastung s_{gew} bzw. s_{kst} sowie der Ausschüttungsquote q determiniert[41]. Bei Unterstellung des o. g. Indifferenzkalküls zwischen k und r[42] sowie vorgegebenen Steuersätzen wird die durch den Wachstumsfaktor resultierende Wertsteigerung ausschließlich durch die Ausschüttungsquote q bestimmt.

IV. Bestimmung einer geeigneten Ausschüttungsquote

Es würde zu weit führen, hier die Frage zu erörtern, wie Unternehmen die Höhe ihrer Dividenden bestimmen. Dieses Thema beschäftigt seit mehreren Jahrzehnten die Fachwelt und etliche Bücher sind darüber publiziert worden. Im Folgenden soll nur ein kurzer Abriss der bisherigen Ergebnisse gegeben werden[43]. Da die wissenschaftliche Literatur sich dabei so gut wie vollständig auf börsennotierte Aktiengesellschaften konzentriert, stellen wir mit den folgenden Ausführungen in erster Linie auf diese ab. Im Rahmen von Unternehmensbewertungen von nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften können die folgenden Ausführungen nur als Anhaltspunkte für ein vergleichbares Verhalten herangezogen werden.

Modigliani und *Miller* haben gezeigt, dass auf vollkommenen Kapitalmärkten die Höhe der Dividende keinen Einfluss auf den Unternehmenswert hat[44]. Dividendenpolitik kann also nur dann den Unternehmenswert beeinflussen, wenn (mindestens) eine der Annahmen von vollkommenen Märkten nicht zutrifft. Vollkommene Kapitalmärkte sind u. a. durch die folgenden Eigenschaften gekennzeichnet[45]:

- keine Steuern,
- symmetrische Informationsverteilung zwischen Investoren und Managern,
- keine Transaktionskosten,
- vollständige Märkte.

Die Annahme symmetrischer Informationsverteilung stellt sicher, dass die Manager keine Möglichkeit haben, durch ihr Investitionsverhalten sowie ihren eigenen Arbeitseinsatz die Unternehmenspolitik zu ihrem eigenen Vorteil und zum Schaden der Anteilseigner zu beeinflussen. Diese Annahme dürfte mit Sicherheit in den seltensten Fällen erfüllt sein, da die Manager in der Regel besser über den aktuellen Zustand und die zukünftigen Aussichten des Unternehmens informiert sind als außenstehende Investoren. In einem solchen Fall können Dividenden als ein Signal an die Kapitalmärkte genutzt werden.

Wenn das Management die Höhe der Dividenden nur dann anpasst, wenn die zukünftigen Geschäftsaussichten des Unternehmens sicherstellen, dass die Dividenden in dieser Höhe auch zukünftig gezahlt werden können, dann kann aus der Höhe der Divi-

38 Vgl. Fn. 31.

39 Vgl. *IDW S 1*, WPg 2000, S. 830, Tz. 51.

40 Anderer Ansicht *Löhr,* BB 2001, S. 355.

41 Der Wachstumsabschlag darf natürlich k (1 – s_{est}) nicht übersteigen, da hierdurch ein negativer Kalkulationszinsfuß resultiert.

42 Vgl. Fn. 31.

43 Man vergleiche neben vielen anderen die Lehrbücher von *Brealey/Myers,* a.a.O. (Fn. 5), Kap. 16; *Grinblatt/Titman,* Financial Markets and Corporate Strategy, Chicago 1998, Kap. 18.4, bzw. im deutschen Sprachraum *Franke/Hax,* Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. Aufl., Berlin u. a. 1999, S. 544 ff., oder *Perridon/Steiner,* Finanzwirtschaft der Unternehmung, 10. Aufl., München 1999, S. 515 f.

44 Vgl. *Modigliani/Miller,* American Economic Review 1961, S. 261–297.

45 Vgl. *Allen/Michaely,* Dividend Policy, in: Jarrow u. a. (Hrsg.), Handbooks in Operations Research and Management Science, Bd. 9 (Finance), Amsterdam u. a. 1994, S. 793–837.

dendenzahlung auf die zukünftigen Gewinnaussichten geschlossen werden. Dieses Verhalten wurde erstmals für den amerikanischen Kapitalmarkt von *Lintner* festgestellt[46]. *Lintner* führte eine Reihe von Interviews mit Unternehmensleitern durch und stellte fest, dass ein hoher Anteil der Manager bemüht ist, eine Reduzierung der Dividenden zu vermeiden. Deshalb werden Dividendenerhöhungen nur vorgenommen, wenn das Management sehr zuversichtlich ist, die erhöhte Dividende dauerhaft auszahlen zu können. Die Ergebnisse dieser Interviews können in vier „stylized facts" zusammengefasst werden[47]:

- Unternehmen haben langfristige Zielausschüttungsquoten,
- das Management achtet vor allem auf Veränderungen der Ausschüttungen,
- die Höhe der Dividende wird nur nach dauerhaften und nachhaltigen Änderungen der Gewinnaussichten angepasst,
- das Management versucht, eine Kürzung der Dividende nach Möglichkeit zu vermeiden.

Diese Ergebnisse konnten empirisch bestätigt werden. *Lintner* fand in Zeitreihenanalysen Beziehungen zwischen Dividenden und Gewinnen, die diese Thesen unterstützen. Weitere empirische Evidenz wurde für den amerikanischen Kapitalmarkt u. a. von *Fama* und *Babiak*[48] und für den deutschen Kapitalmarkt von *Bay*[49] und *König*[50] vorgelegt.

Die institutionenökonomische Wirkung von Dividendenzahlungen kann wie folgt erklärt werden. Wenn das Management ein Interesse an einem hohen Aktienkurs hat und wenn die marginalen Kosten einer Dividendenzahlung (in Form von Steuern oder Transaktionskosten) für unterbewertete Firmen niedriger sind, dann können Unternehmen mit vorteilhaften Investitionsmöglichkeiten dies dem Kapitalmarkt durch die Wahl der Höhe der Dividenden glaubwürdig signalisieren, während das gleiche Dividendensignal für andere Unternehmen ohne vorteilhafte Investitionsmöglichkeiten zu kostspielig ist. Signalkosten können in Form von Einkommensteuerzahlungen[51], suboptimalen Investitionen[52] oder Verwässerungseffekten[53] auftreten.

Neben der Signalwirkung von Dividendenzahlungen stellt die Dividendenpolitik ein Instrument zur Disziplinierung des Managements dar, indem sie sicherstellt, dass nur diejenigen finanziellen Reserven im Unternehmen verbleiben, die für eine optimale Investitionstätigkeit notwendig sind, und darüber hinausgehende Mittel an die Anteilseigner ausgeschüttet werden[54].

Als Fazit der obigen Überlegungen ergibt sich, dass in Unternehmen, in denen die Führung des Unternehmens nicht identisch mit den Eignern ist, offensichtlich viele Gründe dafür sprechen, dass Dividenden gezahlt werden. Aus steuerlicher Sicht sollte im Interesse eines hohen Unternehmenswertes die Höhe der Dividenden zwar so niedrig wie möglich sein, doch belegen informationstheoretische Überlegungen, dass in Abhängigkeit der zukünftigen Investitionsmöglichkeiten und der Informationsverteilung zwischen Management und Anteilseignern eine gewisse Dividendenhöhe notwendig sein kann. Da die Faktoren, die die optimale Ausschüttungsquote bestimmen, komplex sind und bisher noch nicht eindeutig bestimmt wurden, existiert keine analytische Formel zur Bestimmung der optimalen Dividendenquote. Angesichts des erheblichen Einflusses, den die Höhe der Ausschüttungen auf den Unternehmenswert hat, kann das aber nicht bedeuten, dass man einfach auf eine Bestimmung verzichtet und weiterhin pragmatisch von einer Anwendung der Vollausschüttungshypothese ausgehen kann. Dies würde zu einer erheblichen Unterbewertung führen.

Angesichts der Bedeutung der Ausschüttungsquote für den zu bestimmenden Unternehmenswert muss hier vom neutralen Gutachter ein Erfahrungswert herangezogen werden, der die tatsächlich zu erwartende Dividendenpolitik plausibel wiedergibt. Als Grundlage für die Wahl einer bestimmten Dividendenpolitik können die bisherige Ausschüttungspolitik und die in der Planung angesetzten Plandividenden des Unternehmens herangezogen werden[55]. Darüber hinaus sollte sich der Gutachter an den Bedürfnissen der Eigentümer und der Eignerstruktur sowie den relevanten Marktbedingungen orientieren. Bei stark verstreutem Anteilsbesitz können branchenübliche Kennzahlen herangezogen werden. Empirische Untersuchungen belegen, dass es branchen- und größentypische Regelmäßigkeiten bei der Wahl der Dividendenhöhe gibt. Wachstumsunternehmen weisen in der Regel niedrige Quoten auf, während zum Beispiel Versorger und andere Unternehmen mit relativ stabilen Ertragserwartungen hohe Quoten aufweisen[56]. In begründeten Fällen kann der neutrale Gutachter von

46 Vgl. *Lintner,* Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes, American Economic Review Papers and Proceedings 1956, S. 97–113.
47 Vgl. *Brealey/Myers,* a.a.O. (Fn. 5), S. 443.
48 Vgl. *Fama/Babiak,* Dividend Policy – an Empirical Analysis, Journal of the American Statistical Association 1968, S. 1132–1161.
49 Vgl. *Bay,* Dividenden, Steuern und Steuerreformen – Ein internationaler Vergleich, Wiesbaden 1990.
50 Vgl. *König,* Dividende und Jahresüberschuss, ZfB 1991, S. 1149–1155.
51 Vgl. *Bhattacharya,* Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy, Bell Journal of Economics 1979, S. 850–855.
52 Vgl. *Miller/Rock,* Dividend Policy under Asymmetric Information, Journal of Finance 1985, S. 1031–1051.
53 Vgl. *John/Williams,* Dividends, Dilution and Taxes – A Signalling Equilibrium, Journal of Finance 1985, S. 1053–1070.
54 Vgl. *Jensen,* Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review 1986, S. 323–329.
55 Anderer Ansicht *Löhr,* BB 2001, S. 353; *Hötzel/Beckmann,* WPg 2001, S. 698 f.; hingegen zeigen Untersuchungen auf dem amerikanischen Kapitalmarkt keine signifikanten Änderungen in der Ausschüttungspolitik; vgl. *Michaely,* Ex-dividend Day Stock Price Behavior – The Case of the 1986 Tax Reform Act, Journal of Finance 1991, S. 845–860.
56 Vgl. *Grinblatt/Titman,* a.a.O. (Fn. 43), S. 520.

diesen branchenüblichen Quoten abweichen. Die Analyse und die Bestimmung einer geeigneten Ausschüttungspolitik erfordern vom Gutachter keine größeren Aufgaben, als er ohnehin im Rahmen seiner gutachtlichen Tätigkeit zu bewältigen hat: eine detaillierte Untersuchung des zu bewertenden Unternehmens, der Marktbedingungen, in denen das zu bewertende Unternehmen agiert, sowie die entsprechende Dokumentation seines Vorgehens. Wir meinen, dass die Bestimmung einer sinnvollen organischen Wachstumsrate im nachhaltigen Ergebnis ungleich mehr Markt- und Unternehmenskenntnisse erfordert als die Ableitung einer Wachstumsrate, die auf der Basis einer Ausschüttungsquote abgeleitet wird, welche erfahrungsgemäß zeitlich wesentlich stabiler ausfällt als periodische organische Wachstumsraten.

V. Thesenförmige Zusammenfassung

(1) Durch In-Kraft-Treten des Steuersenkungsgesetzes 2000/2001 und insbesondere durch den Ersatz des einkommensteuerlichen Anrechnungs- durch das Halbeinkünfteverfahren in Verbindung mit den Regelungen zur Unternehmensbesteuerung wurden die Rahmenbedingungen zur Bewertung von Unternehmen grundlegend verändert. Die für das Halbeinkünfteverfahren im Schrifttum und in der Praxis weitgehend akzeptierten Methoden zur Berücksichtigung sowohl der Unternehmens- als auch der persönlichen Steuern müssen den geänderten Rahmenbedingungen angepasst werden.

(2) Die im System des Anrechnungsverfahrens betriebswirtschaftlich notwendige und hierzu parallel zur Abbildung des Ausschüttungsverhaltens im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unterstellte Vollausschüttungshypothese zur Prognose der zukünftigen Nettozuflüsse auf persönlicher Ebene führt im System des Halbeinkünfteverfahrens regelmäßig zu suboptimalen Unternehmenswerten. Grundsätzlich dient die Annahme der Vollausschüttung im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte der gebotenen intersubjektiven Nachprüfbarkeit und der Begrenzung von Willkür. Vor diesem Hintergrund ist ein Ansatz zu suchen, der eine ökonomisch determinierte realistischere Abbildung des Ausschüttungsverhaltens berücksichtigt, ohne die notwendigen Prinzipien der Willkürfreiheit und intersubjektiven Nachprüfbarkeit einzuschränken.

(3) Die Penalisierung von Dividendenzahlungen im Halbeinkünftesystem würde in letzter Konsequenz allerdings bedeuten, dass überhaupt keine Dividenden gezahlt werden sollten. Ein Unternehmen, dass keinerlei Zahlungen an die Anteilseigner leistet, ist aber wertlos. In der Literatur wurde aus diesem Dilemma bisher der Schluss gezogen, trotz ihres suboptimalen Charakters an der Vollausschüttungshypothese festzuhalten. In diesem Beitrag haben wir einen alternativen Vorschlag gemacht, der aus unserer Sicht sowohl den betriebswirtschaftlichen Notwendigkeiten bei der Unternehmenswertfindung gerecht wird als auch im Rahmen objektivierter Wertfindung praktikabel umsetzbar ist.

(4) Unser Vorschlag sieht die Bestimmung einer unternehmenstypischen Ausschüttungsquote vor, die die institutionenökonomische und strategische Bedeutung von Dividenden erfasst. Durch Einbehaltung von Mitteln und Reinvestition in Projekte mit positivem Kapitalwert werden Einkommensteuerzahlungen auf Anteilseignerebene zunächst vermieden. Eine investitionstheoretisch gebotene vollständige Thesaurierung ist allerdings nicht sinnvoll, da institutionenökonomische Überlegungen und empirische Untersuchungen die Existenz einer positiven Quote belegen.

(5) Diese Quote sollte im Bewertungsverfahren vom neutralen Gutachter berücksichtigt werden. Die Bestimmung einer geeigneten Ausschüttungsquote erfordert vom Gutachter allerdings eine detaillierte Unternehmens-, Branchen- und Marktanalyse, die jedoch Grundlage jeglicher Unternehmensbewertung ist. Ein durch die Ausschüttungsquote determinierter Wachstumsabschlag ist geeignet, die Wirkungen einer teilweisen Thesaurierung in der ewigen Rente zu berücksichtigen.

Aus der Rechtsprechung

Entscheidungen des EuGH

Steuerabzug an der Quelle auf die von einer Tochtergesellschaft an ihre Muttergesellschaft ausgeschütteten Gewinne

(EuGH-Urteil vom 25. 9. 2003 – Rs. C–58/01, Océ van der Gruiten NV)

Richtlinie 90/435/EWG des Rates vom 23. 7. 1990 über das gemeinsame Steuersystem der Mutter- und Tochtergesellschaften verschiedener Mitgliedstaaten (Abl. 225, S. 6), Art. 5 Abs. 1, Art. 7 Abs. 2

1. Eine Besteuerung wie durch die Abgabe von 5 %, die in dem Ausgangsverfahren in Rede stehenden Doppelbesteuerungsabkommen vorgesehen ist, stellt einen Steuerabzug an der Quelle auf die von einer Tochtergesellschaft an ihre Muttergesellschaft ausgeschütteten Gewinne i. S. von Art. 5 Abs. 1 der Richtlinie 90/435/EWG des Rates vom 23. 7. 1990 über das gemeinsame Steuersystem der Mutter- und Tochtergesellschaften verschiedener Mitgliedstaaten dar, soweit sie die Dividenden erfasst, die die im Vereingten Königreich ansässige Tochtergesellschaft ihrer in einem anderen Mitgliedstaat ansässigen Muttergesellschaft zahlt.