

**Der Einfluss der Ertragsbesteuerung
auf Unternehmensakquisitionen**

**Eine Untersuchung von Steuerwirkungen anhand von
Transaktions- und Finanzdaten deutscher
Kapitalgesellschaften zwischen 1997 und 2008**

Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades
der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Georg-August-Universität Göttingen

vorgelegt von
Siebelt Christian Habben
geboren in Kiel

Göttingen, 2016

Betreuungsausschuss

Erstbetreuer: Prof. Dr. Andreas Oestreicher

Weitere Betreuer: Prof. Dr. Stefan Dierkes

Prof. Dr. Robert Schwager

Tag der mündlichen Prüfung: 8. März 2017

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung.....	1
1.1	Überblick.....	1
1.2	Stand der Forschung.....	3
1.2.1	Übersicht.....	3
1.2.2	Preiseffekte von Ertragsteuern auf Unternehmenspreise.....	3
1.2.3	Ausgewählte Literaturbeiträge zu Preiseffekten von Ertragsteuern.....	7
1.3	Zielsetzung und Methodik dieser Untersuchung.....	17
2	Motive und Gestaltung von Unternehmensakquisitionen.....	21
2.1	Überblick.....	21
2.2	Ökonomische Motive für den Verkauf von Unternehmen.....	22
2.3	Ökonomische Motive für die Akquisition von Unternehmen.....	23
2.3.1	Überblick.....	23
2.3.2	Preis- und Mengenanpassungen nach Akquisitionen.....	24
2.3.3	Skalen- und Verbundeffekte.....	26
2.3.4	Risikokostenreduktion.....	27
2.3.5	Grenzen durch Verwaltungs- und Bürokratiekosten.....	27
2.3.6	Spekulative und personenbezogene Motive.....	27
2.3.7	Ertragsteuern als ökonomisches Motiv.....	29
2.4	Rechtliche Gestaltung einer Unternehmensakquisition.....	30
2.4.1	Überblick.....	30
2.4.2	Asset Deal.....	30
2.4.3	Share Deal.....	31
2.5	Planung und Ablauf einer Unternehmensakquisition.....	32
2.5.1	Überblick.....	32
2.5.2	Planungsphase.....	32
2.5.3	Durchführungsphase.....	33
2.5.4	Integrationsphase.....	38
3	Unternehmensakquisitionen im deutschen Ertragsteuerrecht.....	39
3.1	Gesetzliche Grundlagen.....	39
3.2	Grundzüge laufender Ertragsbesteuerung von Unternehmen.....	40

3.2.1	Natürliche Personen	40
3.2.2	Personengesellschaften.....	41
3.2.3	Kapitalgesellschaften.....	42
3.2.4	Die Folgen des Trennungsprinzips – Besteuerung von Gesellschaft und Gesellschaftern	44
3.2.5	Gewerbsteuer.....	47
3.2.6	Gewinnermittlungsverfahren.....	49
3.3	Besteuerung der Übertragung von Einzelunternehmen und Personengesellschaftsanteilen (Asset Deal)	53
3.3.1	Überblick	53
3.3.2	Einkommensbesteuerung des Veräußerers.....	53
3.3.3	Gewerbsteuer.....	54
3.3.4	Besteuerung beim Käufer.....	56
3.3.5	Gestaltungsmöglichkeiten für den Asset Deal	57
3.4	Besteuerung der Übertragung von Anteilen an Kapitalgesellschaften (Share Deal)	58
3.4.1	Überblick.....	58
3.4.2	Besteuerung des Veräußerers.....	59
3.4.3	Besteuerung des Käufers.....	64
3.4.4	Besteuerung auf Ebene der erworbenen Kapitalgesellschaft.....	69
3.4.5	Gestaltungsmöglichkeiten für den Share Deal	78
3.5	Haftung im Rahmen von Unternehmensakquisitionen.....	84
4	Unternehmensbewertung unter dem Einfluss von Ertragsteuern.....	85
4.1	Überblick	85
4.2	Ertragsteuern im Ertragswertverfahren.....	87
4.2.1	Grundlagen	87
4.2.2	Kapitalisierungsgröße.....	88
4.2.3	Kapitalisierungszins.....	89
4.3	Ertragsteuern in den DCF-Verfahren.....	90
4.3.1	Grundlagen	90
4.3.2	Kapitalisierungsgröße.....	91
4.3.3	Kapitalisierungszins.....	93
4.4	Zwischenergebnis.....	94

5	Preisbildung unter dem Einfluss von Ertragsteuern.....	96
5.1	Überblick	96
5.2	Bewertungskalküle und Grenzpreise.....	97
5.2.1	Grenzpreis des Verkäufers.....	97
5.2.2	Grenzpreis des Käufers.....	99
5.2.3	Interdependenzen zwischen Grenzpreisen von Käufer und Verkäufer	104
5.3	Verhandlungssituation zwischen Käufer und Verkäufer	105
5.3.1	Grenzpreise und Einigungsbereich.....	105
5.3.2	Bedingung für die Transaktion	106
5.4	Verhandlungstheorie und Preisbildungsmodelle	108
5.4.1	Allgemeine Herleitung eines Verhandlungsergebnisses	108
5.4.2	Verhandlungstheorie und Preisbildungsmodelle	110
5.5	Zwischenergebnis.....	115
6	Auswirkungen der Ertragsbesteuerung auf das Verhalten nach Unternehmensakquisitionen	116
6.1	Methodischer Ansatz	116
6.2	Datenerhebung	116
6.3	Fallstudien zu Steuerwirkungen nach Akquisitionen	118
6.3.1	Fallstudie zur Kaufpreisaktivierung.....	118
6.3.2	Fallstudie zur Fremdfinanzierung.....	122
6.3.3	Fallstudie zur Verlustnutzung.....	125
6.4	Zwischenergebnis.....	127
7	Auswirkungen der Ertragsbesteuerung auf Kaufpreise deutscher Kapitalgesellschaften zwischen 1997 und 2008	129
7.1	Überblick	129
7.2	Hypothesen.....	129
7.3	Methodischer Ansatz und Datenerhebung.....	130
7.4	Repräsentanz der Datenbasis.....	131
7.5	Untersuchungsansatz	132
7.6	Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse.....	133
8	Zusammenfassung und Ergebnis der Untersuchung	134

Anlage 1	138
The Effects of Income Taxation on M&A Transaction Prices – Empirical Evidence from Investments in German Corporations between 1997-2008	
138	
1 Research question	139
2 Prior Research.....	140
3 Income Taxation of Acquisitions in Germany from 1997 to 2008.....	143
3.1 Overview of the German income tax system.....	143
3.2 Taxation of Capital Gains	144
3.3 Tax management techniques for the acquirer of shares	145
4 Tax relevance of capital gains, depreciation and amortization.....	148
4.1 Significance of income tax effects for transaction prices	148
4.2 Pricing effects from income taxation	149
4.3 Multiple bidders.....	150
4.4 Capitalization effect.....	152
5 Empirical Analysis.....	153
5.1 Database.....	153
5.2 Regression and descriptive statistics.....	155
5.3 Results.....	159
5.3.1 Testing Hypothesis 1A	159
5.3.2 Testing Hypothesis 1B	162
5.3.3 Testing Hypothesis 2	164
5.3.4 Testing Hypothesis 3	168
6 Conclusions.....	170
Literaturverzeichnis.....	176

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Preis- und Mengenwirkung durch den Kapitalisierungseffekt	4
Abbildung 2: Preis- und Mengenwirkung durch den Lock-in Effekt.....	5
Abbildung 3: Kombinierte Preis- und Mengenwirkung des Lock-in Effekts und des Kapitalisierungseffekts.....	6
Abbildung 4: Beteiligungsverkauf durch natürliche Person.....	59
Abbildung 5: Bewertungsverfahren im Überblick.....	86
Abbildung 6: Grenzpreise und Einigungsbereich Quelle: Eigene Darstellung.	105

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Ökonomische Motive für Unternehmensakquisitionen.....	23
Tabelle 2:	Übersicht über Erwerbs- und Unternehmensprüfungen.....	34
Tabelle 3:	Spitzenbelastung mit Einkommensteuer und Solidaritätszuschlag	41
Tabelle 4:	Steuerbelastung mit Körperschaftsteuer, Solidaritätszuschlag und Gewerbsteuer.....	43
Tabelle 5:	Ermittlung des Gewinns aus dem Verkauf eines Einzelunternehmens	54
Tabelle 6:	Ableitung des Cashflows	92
Tabelle 7:	Ermittlung des Gewinns aus dem Verkauf eines Einzelunternehmens	97
Tabelle 8:	Ableitung der Kapitalmarktrendite nach Steuern	98
Tabelle 9:	Verlauf der degressiven Abschreibung für $t = 1, \dots, n$	100
Tabelle 10:	Ableitung des Nettozuflusses des Käufers.....	100
Tabelle 11:	Verlauf der degressiven Abschreibung bei $\delta = 0$ für $t = 1, \dots, n$	101
Tabelle 12:	Verlauf der degressiven Abschreibung bei $\delta = 1$ für $t = 1, \dots, n$	102
Tabelle 13:	Auszahlungsmatrix im „Take-it-or-leave-it“-Modell	113
Tabelle 14:	Übersicht über M&A-Datenbanken.....	117
Tabelle 15:	Transaktionsdaten zur Fallstudie zur Kaufpreisaktivierung	119
Tabelle 16:	Entwicklung der Bilanz in der Fallstudie zur Kaufpreisaktivierung	120
Tabelle 17:	Entwicklung der Gewinn-und-Verlust-Rechnung in der Fallstudie zur Kaufpreisaktivierung.....	121
Tabelle 18:	Transaktionsdaten zur Fallstudie zur Fremdfinanzierung	122
Tabelle 19:	Entwicklung der Bilanz in der Fallstudie zur Fremdfinanzierung	123
Tabelle 20:	Entwicklung der Gewinn-und-Verlust-Rechnung in der Fallstudie zur Fremdfinanzierung.....	124
Tabelle 21:	Transaktionsdaten zur Fallstudie zur Verlustnutzung	125
Tabelle 22:	Entwicklung der Bilanz in der Fallstudie zur Verlustnutzung.....	126
Tabelle 23:	Entwicklung der Gewinn-und-Verlust-Rechnung in der Fallstudie zur Verlustnutzung.....	127

Abkürzungsverzeichnis

a. a. O.	am angegebenen Ort
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
AStG	Außensteuergesetz
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BStBl.	Bundessteuerblatt
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
EStG	Einkommensteuergesetz
EStH	Einkommensteuer-Hinweise

EStR	Einkommensteuer-Richtlinien
EU	Europäische Union
f.	folgende
FDI	Foreign Direct Investment (Ausländische Direktinvestitionen)
ff.	fortfolgende
FG	Finanzgericht
GewStG	Gewerbsteuergesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die GmbH
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
h.M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IAS	International Accounting Standards
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KStH	Körperschaftsteuer-Hinweise
KStR	Körperschaftsteuer-Richtlinien
n.F.	neue Fassung

Nr.	Nummer
Rn.	Randnummer
SolZ	Solidaritätszuschlag
SolZG	Solidaritätszuschlaggesetz
Tz.	Textziffer
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
vgl.	vergleiche
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
Ziff.	Ziffer

1 Einführung

1.1 Überblick

Für Unternehmen und Konzerne haben Akquisitionen anderer Unternehmen eine strategische Bedeutung. Sie stellen eine bedeutende Investitionsform dar, um Ziele wie die Erschließung von weiteren Märkten, die Erweiterung des Produktportfolios oder die Vertiefung der Fertigung sowie Wissenstransfers und Synergieeffekte zu realisieren¹. Durch die verbesserte Informationstechnologie und Logistik sowie die Globalisierung von Absatz- und Beschaffungsmärkten können Unternehmen zunehmend international tätig werden. So haben nicht nur deutsche Konzerne in den vergangenen Jahren große Unternehmenskäufe im Ausland angekündigt oder durchgeführt, auch deutsche Unternehmen wurden durch ausländische Konzerne im Rahmen einer internationalen Expansion erworben.

Neben den strategischen Investoren treten seit den 60er Jahren private oder institutionelle Finanzinvestoren wie z.B. Banken, Versicherungen, Investment- und Pensionsfonds sowie Private-Equity-Fonds als Unternehmenskäufer auf². Diese Investoren haben kein strategisches Interesse an dem erworbenen Unternehmen. Vielmehr stehen finanzielle Interessen durch die Erzielung von Dividendenrenditen sowie die Realisierung einer Wertsteigerung durch einen späteren Verkauf des erworbenen Unternehmens oder der Unternehmensbeteiligung im Vordergrund³.

Für den Erfolg einer Unternehmensakquisition ist die Auswahl des geeigneten Akquisitionsobjekts eine wesentliche Erfolgsgrundlage. Um die Ziele der Akquisition zu erreichen, ist es zudem oft erforderlich, das erworbene Unternehmen umzustrukturieren oder mit anderen bestehenden Unternehmen zur Nutzung von Synergien zu verbinden⁴. Damit können weitreichende Reorganisationsmaßnahmen verbunden sein, die bis zum Verlust der Identität des erworbenen Unternehmens führen können.

Ertragsteuern wirken sich auf verschiedenen Ebenen auf Unternehmensakquisitionen aus. So sind zunächst die unmittelbaren steuerlichen Folgen beim Verkäufer des Unternehmens

¹ Vgl. Küting/Grau/Seel (2010), S. 35.

² Vgl. Rödding in: Lüdicke/Sistermann (2008), § 13 Tz. 1.

³ Vgl. Jansen (2008), S. 17 ff.

⁴ Vgl. Picot (2012), S. 663 ff.

zu berücksichtigen. Dort wird der Veräußerungsgewinn in Abhängigkeit von der zivilrechtlichen Gestaltung und der Rechtsform des Verkäufers sowie des verkauften Unternehmens in die ertragsteuerliche Bemessungsgrundlage einfließen und eine entsprechende Ertragsteuerbelastung auslösen. Die Steuerbelastung mindert den Veräußerungserlös, die dem Verkäufer zur Investition in eine Alternativenanlage zur Verfügung steht. Dieser „Lock-in Effekt“ kann aus Sicht des Verkäufers zu Allokationsverzerrungen führen.

Bei dem verkauften Unternehmen, das einer laufenden Ertragsbesteuerung unterliegt, kann sich der Verkauf mittelbar auf die Höhe der ertragsteuerlichen Bemessungsgrundlage in den nachfolgenden Perioden auswirken. So können z.B. bestehende Verlustvorträge durch den Verkaufsvorgang wegfallen, so dass spätere Unternehmensgewinne nicht mehr steuermindernd verrechnet werden können. Auf der anderen Seite können jedoch möglicherweise im Rahmen einer Kaufpreisallokation zusätzliche Abschreibungen steuermindernd abgesetzt werden.

Den Unternehmenskäufer treffen zunächst keine unmittelbaren ertragsteuerlichen Auswirkungen aus dem für ihn erfolgsneutralen Anschaffungsvorgang. Er wird jedoch eine ertragsteuerlich relevante Interaktion mit dem erworbenen Unternehmen nach der Akquisition in seine Planung einbeziehen. Aus der betriebswirtschaftlichen Überlegung der Gewinnmaximierung heraus wird der Käufer versuchen, die zukünftige kumulierte Steuerbelastung der neuen Struktur durch Gestaltungsmaßnahmen zu minimieren. Solche Maßnahmen des Steuermanagements können bereits die zivilrechtliche Gestaltung des Kaufvertrags beeinflussen oder in nachfolgende, steuerlich motivierte Umstrukturierungen des erworbenen Unternehmens resultieren.

Eine Unternehmensakquisition mündet daher in komplexe ertragsteuerliche Planungssituationen. Wenn aber Ertragsteuern in der Planung und Durchführung von Akquisitionen berücksichtigt werden, ist zu erwarten, dass sie das Verhalten von Unternehmen beeinflussen. Die Ertragsteuerbelastung fließt über die Unternehmensbewertungskalküle in die Grenzpreisbildung von Käufer und Verkäufer ein. Unter dem Einfluss von Ertragsteuern ermittelte Grenzpreise werden sich daher zum einen auf die Kaufpreisfindung zwischen Käufer und Verkäufer auswirken, zum anderen das Verhalten bei der Akquisition sowie die nachfolgende Restrukturierung des akquirierten Unternehmens beeinflussen.

1.2 Stand der Forschung

1.2.1 Übersicht

Der Einfluss der Ertragsbesteuerung auf Unternehmensakquisitionen wird in vielen Bereichen der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur betrachtet. Dabei können im Wesentlichen die theoretische Literatur zur Steuerwirkung und -planung sowie die empirischen Untersuchungen zu Steuerwirkungen unterschieden werden.

Die Bandbreite der vor allem im Geltungsbereich des deutschen Steuerrechts veröffentlichten Literatur zur Steuerplanung von Unternehmensakquisitionen reicht von anwendungsorientierten Beiträgen bis hin zu theoretischen Planungsmodellen. Dabei werden regelmäßig für gegebene Ausgangsfälle verschiedene Handlungsmöglichkeiten des Verkäufers und des Käufers analysiert, der Einfluss von einzelnen nationalen und internationalen Besteuerungsregeln untersucht und Gestaltungsmöglichkeiten diskutiert.

Während die Literatur zu Steuerwirkung und -planung von Unternehmensakquisitionen überwiegend qualitativ angelegt ist, wird von der finanzwissenschaftlichen Seite die Wirkung von Steuern auf das Verhalten von Unternehmen sowie Unternehmenspreise im Zusammenhang mit Unternehmensakquisitionen empirisch untersucht.

1.2.2 Preiseffekte von Ertragsteuern auf Unternehmenspreise

1.2.2.1 Kapitalisierungseffekt

Als Preiseffekte von Ertragsteuern auf Veräußerungsgewinne werden im Wesentlichen zwei verschiedene Effekte diskutiert. Der erste Effekt, als Kapitalisierungseffekt bezeichnet, beschreibt das Nachfrageverhalten von Investoren aufgrund einer Veräußerungsgewinnbesteuerung.

Zurückgehend auf Brennan (1970) wird angenommen, dass Investoren auf die Nettorendite nach Ertragsteuern abstellen. Eine Erhöhung des Steuersatzes auf Veräußerungsgewinne führt dazu, dass diese Nettorendite sinkt. Dadurch reduziert sich die Nachfrage nach entsprechenden Unternehmensbeteiligungen, was zu einem Preisrückgang führt. Der Nachfrageeffekt wird regelmäßig schon bei verbindlicher Ankündigung einer Besteuerung eintreten.

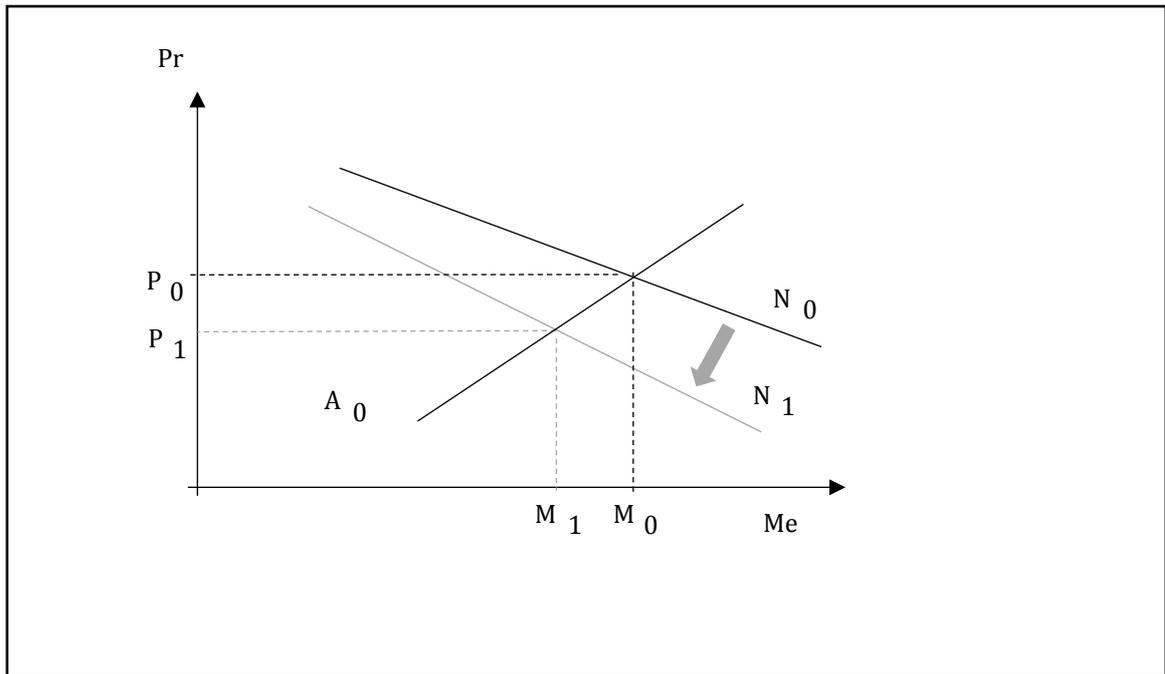


Abbildung 1: Preis- und Mengenwirkung durch den Kapitalisierungseffekt

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Dai/Maydew/Shackelford/Zang (2008), S. 716.

1.2.2.2 Lock-in Effekt

Der zweite, als Lock-in Effekt bezeichnete Effekt basiert auf dem Angebotsverhalten von Investoren. Deren Veräußerungsgewinne aus den von ihnen angebotenen Unternehmensbeteiligungen können einer Ertragsbesteuerung unterliegen. In diesem Fall werden sie versuchen, die Steuerlast auf den Käufer zu überwälzen, so dass der angebotene Bruttopreis der Unternehmensbeteiligung steigt. Wenn der Steuersatz auf Veräußerungsgewinne erhöht wird, würde sich zunächst bei gleichbleibendem Bruttopreis der Veräußerungsgewinn nach Steuern. In dieser Situation kommt es zur Reduktion des Angebots an Unternehmensanteilen. Mit sinkendem Angebot steigt der Brutto-Gleichgewichtspreis entsprechend.

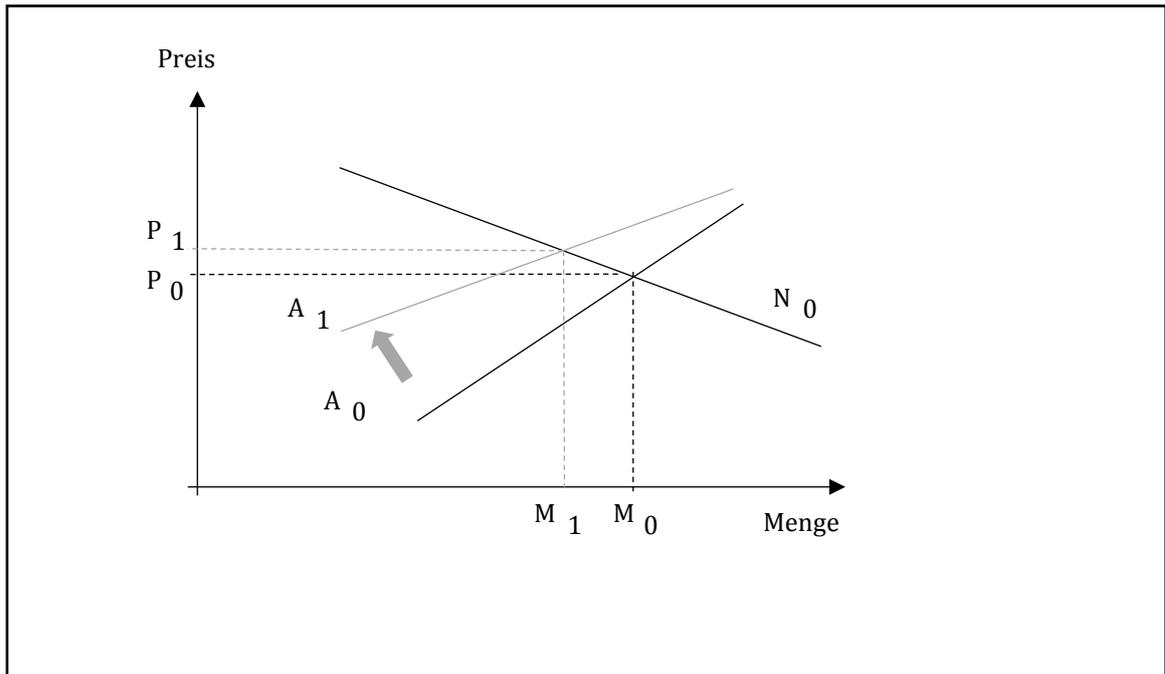


Abbildung 2: Preis- und Mengenwirkung durch den Lock-in Effekt

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Dai/Maydew/Shackelford/Zang (2008), S. 716.

Damit es zu einer Preiswirkung durch den Lock-in Effekt kommt, bedarf es zumindest bei einer Einführung einer Steuer nicht nur der Ankündigung, sondern auch der Umsetzung der Steuerreform. Erst nach Eintritt der Erhöhung des Steuersatzes kann der Verkäufer einen Zuschlag einfordern, der zur Überwälzung der Steuereffekte führt.

1.2.2.3 Preis- und Mengeneffekte

Es ist aus der theoretischen Ableitung des Kapitalisierungs- und Lock-in Effekts nicht klar, welcher der beiden Effekte überwiegt. Die Auswirkungen können aufgrund der Ausprägung der jeweils anwendbaren Steuersysteme unterschiedlich sein.

So kann z.B. eine Besteuerung von Veräußerungsgewinnen nur auf einzelne Gruppen von Anteilseignern wirken. Private Anleger auf der einen Seite werden regelmäßig anders besteuert als institutionelle Anleger auf der anderen Seite. Dieses führt nach der Theorie des Kapitalisierungs- und Lock-in Effekts zu unterschiedlichen Nachfrage- und Angebotswirkungen sowie entsprechenden Preiseffekten.

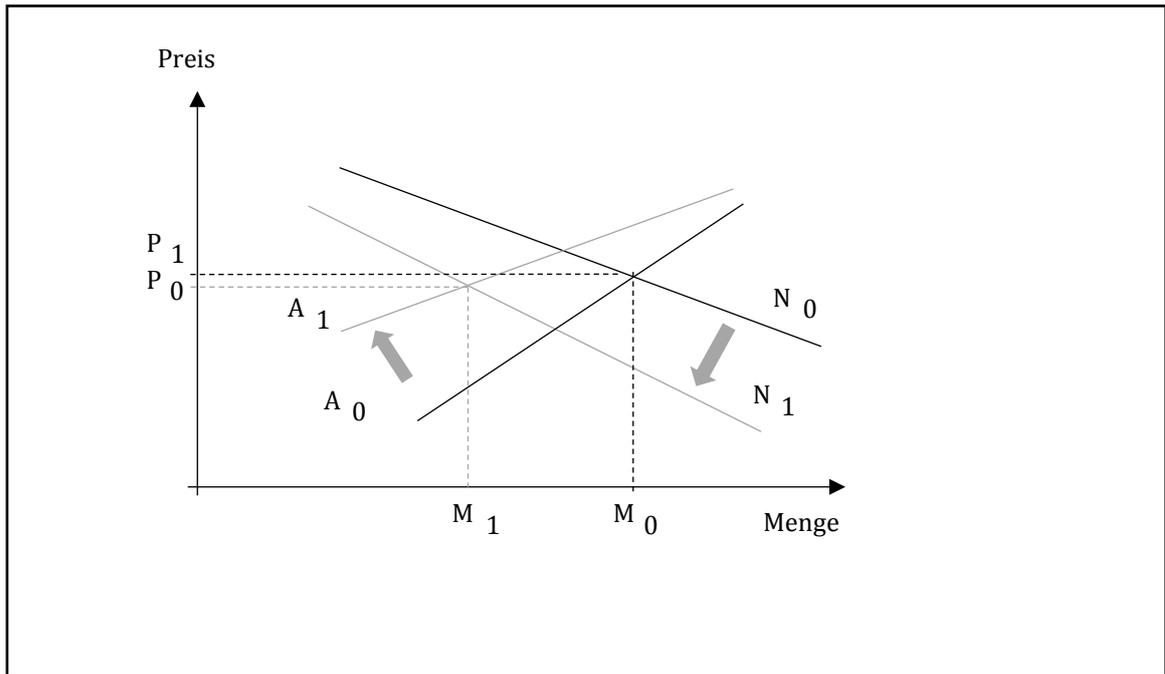


Abbildung 3: Kombinierte Preis- und Mengenwirkung des Lock-in Effekts und des Kapitalisierungseffekts

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Dai/Maydew/Shackelford/Zang (2008), S. 716.

Weiterhin spielt das Marktumfeld, in dem eine Veräußerungsgewinnbesteuerung greift, eine Rolle. So wird der Lock-in Effekt umso stärker ausgeprägt sein, je besser die Kursentwicklung in dem jeweiligen Markt für Unternehmensbeteiligungen war. Je mehr die Kurse für Unternehmensbeteiligungen in der Vergangenheit gestiegen sind, umso größer sind die Veräußerungsgewinne, die beim Verkäufer einer Besteuerung unterliegen. Änderungen des Steuersatzes wirken sich für den Anleger mit einer durchschnittlichen Haltedauer dann stärker aus als in Märkten, in denen die Kurse während dieser Haltedauer stagnieren.

Beim Kapitalisierungseffekt ist weiterhin zu berücksichtigen, ob Dividenden des Unternehmens einer Ausschüttungsbesteuerung unterliegen. Ist die Dividendenbesteuerung höher als die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen, so steigt der Anreiz für Unternehmen, Gewinne zu thesaurieren. Sie sparen damit die Dividendenbesteuerung ein. Mit den thesaurierten Gewinnen wird eine Wertsteigerung des Unternehmens angestrebt, und diese Wertsteigerung würde bei Realisation im Verkaufsfall einer niedrigeren Besteuerung unterliegen.

1.2.3 Ausgewählte Literaturbeiträge zu Preiseffekten von Ertragsteuern

1.2.3.1 Lock-in Effekt bei börsennotierten Unternehmen

In einer der ersten empirischen Studien weisen Feldstein/Yitzhaki (1978) sowie Feldstein/Slemrod/Yitzhaki (1980) den Lock-in Effekt anhand von US-amerikanischen Kapitalmarktdaten und Steuererklärungsdaten empirisch nach. Je höher die Veräußerungsgewinnbesteuerung ausfällt, desto geringer ist die Verkaufsaktivität, die zur Realisation von Veräußerungsgewinnen führt. Die Verkaufsaktivität reduziert sich insbesondere dann, wenn die Reinvestition in andere Aktien erfolgt.

Amoako-Adu/Rashid/Stebbins (1992) untersuchen den Lock-in Effekt eines Steuerfreibetrags auf Kapitalerträge. Sie stellen die Hypothese auf, dass durch die Freibeträge der Nettoertrag eines Investors erhöht wird und damit im Gleichgewicht der Bruttoertrag sinkt. Dazu untersuchen sie die Dividendenrendite börsengehandelter Unternehmen in Kanada. Entsprechend ihrer Hypothese steigt die Dividendenrendite und der Börsenkurs der Unternehmen sinkt nach Einführung des Steuerfreibetrags. Dabei können sie keine Unterschiede zwischen Unternehmen mit hoher und niedriger Dividendenrendite identifizieren. Bei der Reduktion dieses Freibetrages zwei Jahre später steigt der Aktienkurs der Unternehmen, wie von Amoako-Adu, Rashid und Stebbins erwartet. Allerdings sind hier Unterschiede zwischen Unternehmen mit hoher Dividendenrendite und niedriger Dividendenrendite auszumachen. Unternehmen mit einer hohen Dividendenrendite haben einen niedrigeren Kursanstieg zu verzeichnen als Unternehmen mit einer niedrigen Dividendenrendite. Daraus leiten die Autoren den Nachweis des Lock-in Effekts ab.

Landsman/Shackelford (1995) untersuchen den Lock-in Effekt anhand von individuellen Anlegerdaten einer fremdkapitalfinanzierten Übernahme einer US-Amerikanischen Aktiengesellschaft. Sie zeigen, dass während der 76 Tage, in der die Aktien durch einen Investor über die Börse aufgekauft wurden, die Kaufpreise umso höher ausfallen, je kleiner die individuellen Anschaffungskosten der jeweiligen Anleger und damit der steuerpflichtige Veräußerungsgewinn ist. Landsman und Shackelford sehen damit ihre Hypothese als bestätigt an, dass Verkäufer von Aktien ihre Veräußerungsgewinnbesteuerung auf den Käufer überwälzen.

1.2.3.2 Kapitalisierungseffekt bei börsennotierten Unternehmen

Lang/Shackelford (2000) untersuchten die Auswirkungen der Reduktion des Steuersatzes auf Kapitalerträge im Rahmen des im März 1997 bekannt gegebenen US-amerikanischen Budgets 1998 anhand der Dividendenrendite börsennotierter Unternehmen im Zeitraum von 1995 bis 1997, in dem der Steuersatz auf Kapitalerträge von 28 % auf 20 % gesenkt wurde. Lang und Shackelford stellen zwei Hypothesen auf. Zum einen nehmen sie an, dass Firmen einen Teil ihrer Unternehmensgewinne (Cashflow) thesaurieren und damit eine Wertsteigerung des Unternehmens begründen. Kommt es bei einem Verkauf zur Besteuerung der Kapitalerträge, senkt eine solche Besteuerung den Nettozufluss der Anleger. Eine Senkung der Steuern auf Kapitalerträge führt damit insbesondere bei thesaurierenden Firmen aufgrund des Kapitalisierungseffekts zu einer Wertsteigerung und damit zu einer Senkung der Dividendenrendite. Auf der anderen Seite erläutern sie den Lock-in Effekt, nach dem Investoren einen Nettogrenzpreis fordern, zu dem sie ihre im Bestand gehaltenen Aktien verkaufen. Sinkt die Besteuerung auf Kapitalerträge, so steigt für diese Investoren der Nettozufluss durch eine Veräußerung. Die Bereitschaft zum Verkauf steigt, so dass durch den steigenden Verkaufsdruck die Aktienkurse sinken und die Dividendenrendite steigt. Anders ausgedrückt, durch die sinkende Besteuerung von Kapitalerträgen reduziert sich der Überwälzungseffekt des Verkäufers auf den Käufer.

Lang und Shackelford zeigen in ihrer empirischen Analyse, dass die Dividendenrendite nach Ankündigung der Steuerreform abnimmt und damit die Kurse der Unternehmen steigen. Je höher die Thesaurierung eines Unternehmens war, desto größer war dieser Effekt. Damit bestätigen Lang und Shackelford den Kapitalisierungseffekt, während sie keine Hinweise auf einen Lock-in Effekt ausmachen. Einen Grund für die ausbleibende Kurssenkung sehen sie darin, dass Investoren nicht gezwungen sind, sofort ihre Aktien zu verkaufen, um die gestiegene Nettorendite zu realisieren.

1.2.3.3 Zusammenhang zwischen Lock-in Effekt und Kapitalisierungseffekt bei börsennotierten Unternehmen

Eine der Ersten, die den Zusammenhang von Lock-in Effekt und Realisierungseffekt untersuchen, sind Dai/Maydew/Shackelford/Zang (2008). Sie gehen davon aus, dass sich in einem Gleichgewicht der Nettoeffekt auf Unternehmenspreise aus beiden Effekten zusammensetzt. Die Frage ist, welcher Effekt überwiegt. Sie stellen die Hypothese auf, dass bereits die Ankündigung einer Steuerreform, die zu einer Senkung von Steuern auf Kapitalerträge

führt, aufgrund des Kapitalisierungseffekts zu einer Steigerung der Nachfrage und damit zu einem Kursanstieg führt. Dagegen werden solche Anleger, deren Nettoertrag aus dem Verkauf von Aktien durch die Steuersenkung ansteigt, erst nach der Umsetzung der Steuerreform eine Vermögensumschichtung durchführen, damit das Angebot der Aktien erhöhen und so mittelfristig zu einer Senkung der Kurse beitragen.

In der empirischen Untersuchung zeigen sie anhand der wöchentlichen Aktienrendite, dass diese Effekte entsprechend eintreten. Während in der Woche vor der Umsetzung der Steuerreform der Kapitalisierungseffekt dominiert, gehen die Aktienkurse nach der Steuerreform zurück, was auf einen mittelfristig überwiegenden Lock-in Effekt hinweist. Dai, Maydew, Shackelford und Zang zeigen ferner, dass solche Unternehmen, die einen höheren Anteil an thesaurierten Gewinnen haben, nach Umsetzung der Steuerreform einen höheren Rückgang des Unternehmenswertes verzeichnen.

Auch Ayers/Li/Robinson (2008) untersuchen anhand von Kauf- und Verkaufsaufträgen rund um das Datum der US-amerikanischen Steuerreform 1997, in welche Richtung der Handel von Unternehmensaktien geht. Sie versuchen, die Auswirkungen des Kapitalisierungseffekts sowie des Lock-in Effekts zu identifizieren. Sie unterscheiden dabei zwischen institutionellen und nichtinstitutionellen Anlegern. Da die Besteuerung von Kapitalerträgen ausschließlich auf nichtinstitutionelle Anleger wirkt, stellen sie die Hypothese auf, dass die Ankündigung der Absenkung des Steuersatzes aufgrund des Kapitalisierungseffekts zu einem Anstieg der Nachfrage von nichtinstitutionellen Anlegern führt. Entsprechend gehen Sie beim Lock-in Effekt davon aus, dass die Senkung des Steuersatzes einen Anstieg des Angebots von Aktien durch nichtinstitutionelle Anleger bewirkt. Mit ihrer empirischen Untersuchung weisen Ayers, Li und Robinson sowohl den Kapitalisierungs- als auch den Lock-in Effekt nach. Sie zeigen dabei, dass diese Effekte insbesondere bei nichtinstitutionellen Anlegern, auf die eine Veräußerungsgewinnbesteuerung anzuwenden ist, auftreten.

1.2.3.4 Klientel-Effekte der Ertragsbesteuerung bei börsennotierten Unternehmen

Bell/Jenkinson (2002) untersuchen die Auswirkung der Dividendenbesteuerung auf die Aktienkurse von Unternehmen anhand der britischen Steuerreform 1997, welche den Wegfall der Steueranrechnungsmöglichkeit für UK-Pensionsfonds regelte. Die Hypothese ist, dass dieses die Steuerkosten auf die laufenden Dividendenerträge dieser Anlegergruppe erhöht, so dass diese den Anteil von Investitionen in die Anlageklasse des Firmeneigenkapitals innerhalb ihrer Gesamtinvestitionen vermindern. Die Steuerreform 1997 betrifft die

„Advance Corporation Tax“ (ACT), die vor der Steuerreform als Teilanrechnungsverfahren geregelt war. Die Körperschaft, welche die Dividende ausbezahlt hat, hat eine Abzugsteuer in Höhe von 25 % auf die Nettodividende einbehalten. Sofern die Dividende durch eine andere Körperschaft bezogen wurde, konnte sie diese Abzugsteuer auf ihre reguläre Körperschaftsteuerschuld anrechnen. Auch natürliche Personen als Gesellschafter konnten eine Steueranrechnung auf ihre Einkommensteuer vornehmen, sofern sie einen höheren Steuersatz als den Standard-Steuersatz von 20 % hatten. Dabei konnten steuerbefreite UK-Anteilseigner eine Steuergutschrift in Höhe der ACT beantragen. Mit der Steuerreform von 1997 wurde diese Anrechnungsmöglichkeit für UK-Pensionsfonds und pensionsbezogene Sondervermögen von Versicherungsgesellschaften abgeschafft.

Die Hypothese wird von Bell und Jenkinson anhand der abhängigen Variablen des „Drop-off ratio“ getestet⁵. Damit wird das Verhältnis vom Dividendenabschlag (Kursverlust am Tag der Ausschüttung) zur Dividende gemessen. Dieses wird vom Verhältnis der Einkommenssteuer auf Kursgewinnen zur Einkommensteuer auf Dividenden beeinflusst. Bei einer Versagung der Steueranrechnung auf Dividenden durch die Steuerreform wird das „Drop-off ratio“ aus Sicht des jeweiligen von der Steuerreform betroffenen Gesellschafters um 20 % sinken, da der Wertverlust der Aktie durch die Dividende einschließlich des Steuervorteils vor der Reform von 125 auf die reine Nettodividende von 100 nach der Reform sinkt.

Anhand von Anlegerdaten stellen Bell und Jenkinson die Aussage auf, dass UK-Pensionsfonds die marginale Investorengruppe bilden und es daher aufgrund der Steuerreform 1997 zu einem Abfall des „Drop-off ratio“ kommt. Aufgrund von Klientel-Effekten vor der Steuerreform werden Pensionsfonds vor der Reform eher in Aktien mit hoher Ausschüttungsquote investieren, anstelle von Aktien mit niedrigen Ausschüttungen. Daher wirkt sich die Steuerreform eher auf Kurse von dividendenstarken Aktien aus. Nach der Steuerreform sind diese Klientel-Effekte letztendlich aufgehoben, so dass es zu einem Wegfall von steuerindizierten Handelsspannen zwischen Aktien mit hoher und niedriger Ausschüttungsquote kommen soll.

Als Replik zu Bell/Jenkins (2002) untersuchen Bond/Devereux/Klemm (2007) ebenfalls anhand der britischen Steuerreform 1997, welchen Effekt persönliche Einkommensteuern auf die Eigenkapitalpreise haben. Im Gegensatz zu Bell und Jenkins gehen sie jedoch eher davon aus, dass die Anlegergruppe der UK-Pensionsfonds, die vom Wegfall der Steueran-

⁵ Vgl. dazu den Verweis auf Elton/Gruber (1970).

rechnungsmöglichkeit betroffen wurden, relativ klein ist. Da der Markt für Firmeneigenkapital in Großbritannien für ausländische Investoren geöffnet ist, sollte die Auswirkung auf die Preise von Firmeneigenkapital also eher gering sein. Diese Annahme entwickeln Bond, Devereux und Klemm anhand eines einperiodischen Tax-CAPM-Modells nach Brennan (1970), das von einer großen Anzahl von Investoren ausgeht. Jeder Investor mit einer Kapitalausstattung investiert in riskante sowie risikofreie Vermögenswerte. Diese haben unterschiedliche erwartete Dividenden sowie Kapitalgewinne, die sich aus den Anfangs- und Endwerten einer Periode ergeben. Die Anfangswerte sind fest, während die Restwerte stochastisch verteilt sind. Jeder Investor hat eine individuelle Risikoaversion, die zu einer individuellen Investmentallokation zwischen den Vermögenswerten führt. Dazu werden die Erträge aus den Vermögenswerten individuellen Steuerbelastungen unterworfen, die für jeden Investor unterschiedlich sind. Die Investoren werden daher eine Allokation auch anhand ihrer relativen Steuerbelastung wählen.

Die erste Hypothese von Bond, Devereux und Klemm besagt daher, dass die relative Änderung der Steuerbelastung einer kleinen Gruppe von Investoren in einer Anlageklasse nicht zu einer signifikanten Änderung der Marktpreise der Anlageklasse führen wird. Als zweite Hypothese leiten sie ab, dass die Investoren der Gruppe der UK-Pensionsfonds vor der Steuerreform aufgrund der steuerlichen Anrechnungsmöglichkeiten überproportional in Eigenkapitalpositionen investiert waren, und nach der Reform den Anteil dieser Vermögenswerte reduziert haben. Die Daten ihrer empirischen Analyse gewinnen Bond, Devereux und Klemm aus „Thomson Financial Datastream“ für Dividendenzahlungen gelisteter UK-Unternehmen, welche mit Kursinformationen verbunden werden. Sie bereinigen den Datensatz um solche Beobachtungen mit fehlenden oder inkongruenten Werten und eliminieren Ausreißer. Insgesamt generieren sie 7.966 Beobachtungen von Dividenden von 1.275 UK-Unternehmen.

Die erste Hypothese wird entsprechend der Vorgehensweise von Bell/Jenkins (2002) anhand des „Drop-off ratio“ getestet. Bei einer Versagung der Steueranrechnung auf Dividenden durch die Steuerreform sollte dieses „Drop-off ratio“ aus Sicht des jeweiligen von der Steuerreform betroffenen Gesellschafters um 20 % sinken, da der Wertverlust der Aktie durch die Dividende einschließlich des Steuervorteils vor der Reform von 125 auf die reine Nettodividende von 100 nach der Reform sinkt. In einer OLS-Regression wird das „Drop-off ratio“ als abhängige Variable für einen Zeitraum von 30 Monaten vor und nach der Reform betrachtet. Als zentrales Ergebnis der Regression ergibt sich, dass das durchschnittliche

„Drop-off ratio“ nach der Steuerreform im Juli 1997 insbesondere für größere Firmen signifikant sinkt. Der relative Faktorwert von 17 % ist entsprechend nah an der theoretisch ermittelten Abnahme des „Drop-off ratio“ von 20 %. Allerdings diskutieren Bond, Devereux und Klemm anhand des Tax-CAPM (Brennan 1970), dass die Steuerreform keine globale Auswirkung auf den Aktienkurs und das „Drop-off ratio“ haben kann, da die betroffenen Gesellschafter in der Rechtsform der Pensionsfonds ihren Anteil an UK-Fonds entsprechend reduzieren werden. Sie stellen fest, dass im Beobachtungszeitraum die Börsenkurse weltweit schwanken bzw. ansteigen. Daher sei das „Drop-off ratio“ zu volatil, um verlässliche Evidenz zur Wirkung von Dividendenbesteuerung auf die Bewertung von Unternehmen zu liefern.

Zu ihrer zweiten Hypothese zeigen sie deskriptiv, dass der Anteil von Aktien im Portfolio von UK-Pensionsfonds und UK-Versicherungen nach der Steuerreform 1997 abnimmt. Darüber hinaus verringert sich der Anteil dieser Investoren am Eigenkapital an börsengehandelten Unternehmen in UK nach der Steuerreform.

1.2.3.5 Lock-in Effekt und Kapitalisierungseffekt bei Unternehmensakquisitionen

Ayers/Lefanowicz/Robinson (2003) beschreiben die Wirkung der Besteuerung von Anteilseignern auf Aufschläge im Rahmen von Unternehmensakquisitionen. Ihre Überlegung ist, dass die Besteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften die Anschaffungskosten für die Käufer erhöht⁶. Der Verkäufer wird aufgrund seiner Steuerlast eine höhere Akquisitionsprämie verlangen. Dazu untersuchen die Autoren die Auswirkungen der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen anhand von langfristigen Steuersätzen für eine große Anzahl Akquisitionen von 1975 bis 2000. Die Akquisitionsprämie wird dabei als abhängige Variable von der Steuerlast des Verkäufers gesehen, die von der Akquisition verursacht wird. Der Datensatz wird anhand von Akquisitionen von Firmen, die an der New Yorker Börse und amerikanischen Börse notiert sind, ermittelt. Er besteht aus 935 Beobachtungen, von denen 565 Akquisitionen steuerpflichtig und 370 Akquisitionen steuerbefreit waren.

Wie in allen bisher genannten Untersuchungen ist auch bei Ayers, Lefanowicz und Robinson das grundlegende Problem, dass die echte Steuerbelastung des Veräußerers nicht beobachtbar ist, sondern anhand von beobachtbaren Daten geschätzt werden muss. Als

⁶ Vgl. dazu die Verweise auf Mandelker (1974), Huang/Walkling (1987) und Bradley/Desai/Kim (1988).

Bemessungsgrundlage wird der Veräußerungsgewinn anhand von drei verschiedenen Annahmen ermittelt. In der ersten Annahme wird zur Ermittlung der Anschaffungskosten angenommen, dass der Veräußerer seine Anteile seit Gründung der Gesellschaft hält. In der zweiten Annahme wird unterstellt, dass der Veräußerer die Anteile zum Fünf-Jahres-Tief, in der dritten Annahme zum Drei-Jahres-Tief erworben hat. Als Veräußerungspreis wird jeweils der Kurs am Tag vor der Bekanntgabe der Akquisition verwendet. Die Steuerbelastung des Veräußerers wird durch Multiplikation dieser Bemessungsgrundlage mit dem jeweils anwendbaren Steuersatz für langfristige Veräußerungsgewinne von natürlichen Personen als Anteilseignern ermittelt. Die für eine Akquisition wichtigen Umstände wie Ablehnung des Managements („hostile management“), Bieterwettbewerb und öffentliche Angebote werden durch Kontrollvariablen berücksichtigt.

In allen drei Annahmen finden Ayers, Lefanowicz und Robinson eine signifikante Beziehung zwischen der Akquisitionsprämie und der Steuerbelastung des Veräußerers. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass der Verkäufer seine Steuerbelastung über die Akquisitionsprämie mit einem Faktor von 1,165 unter der ersten Annahme bis hin zum Faktor von 2,773 unter der dritten Annahme an den Käufer überwälzen kann. Aufgrund der fehlenden Angaben zur Klassifikation des Verkäufers ist es den Autoren jedoch nicht möglich, zu untersuchen, ob eine Verbindung zwischen der Akquisitionsprämie und der individuellen persönlichen Steuerbelastung des Verkäufers in Abhängigkeit von seiner Rechtsform besteht.

Für Deutschland weisen Benhof/Watrin (2008 und 2009) anhand GuV-Daten deutscher Unternehmen nach, dass die Senkung der Veräußerungsgewinnbesteuerung einen signifikanten Anstieg von Umstrukturierungen und damit verbundenen Unternehmensakquisitionen auslöst. Benhof und Watrin können aufgrund der verfügbaren Daten zwar keine Preiseffekte identifizieren, zeigen aber, dass durch den Abbau des Lock-in Effektes durch die Unternehmensteuerreform 1999/2000/2001 ein Mengeneffekt auftritt.

Dieses Ergebnis wird durch die Untersuchung von Edwards/Lang/Maydew/Shackelford (2004) bestätigt. Sie zeigen, dass die faktische Aufhebung des Lock-in Effektes durch die Steuerreform 1999/2000/2001 insbesondere bei großen Banken und Versicherungsunternehmen zu einer Auflösung ihrer Kapitalbeteiligungen an Unternehmen in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft führen. Sie zeigen weiter, dass der Börsenkurs der betroffenen Unternehmen positiv auf die Steuerreform reagiert, da die übrigen Anleger aufgrund des Kapitalisierungseffektes die Nachfrage nach diesen Unternehmen ausweiten.

Eine jüngere Studie von Feld/Ruf/Schreiber/Todtenhaupt/Voget (2016) zeigt in Bezug auf den Lock-in Effekt, dass sich eine Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Anzahl und das Transaktionsvolumen von Unternehmensakquisitionen auswirkt. Dazu erheben Feld, Ruf, Schreiber, Todtenhaupt und Voget einen Datensatz von Unternehmen in 30 Ländern, in denen Steuerreformen im Zeitraum 2002 bis 2013 stattgefunden haben. Sie schätzen dabei mit der Maximum-Likelihood-Methode, dass eine Reduktion der Veräußerungsgewinnbesteuerung von Kapitalgesellschaften die Anzahl und das Transaktionsvolumen von Unternehmensakquisitionen erhöhen würde.

1.2.3.6 Grenzüberschreitende Ertragsbesteuerung bei Unternehmensakquisitionen

Gestützt auf die Statistiken zu Direktinvestitionen (FDI) verschiedener Länder zeigen Devereux/Freeman (1995) die Auswirkungen von Steuern auf bilaterale Direktinvestitionen. Sie bestimmen die effektive marginale Steuerquote für verschiedene Länder, die sich kumulativ aus der Besteuerung im Bestimmungs- und Herkunftsland des investierten Kapitals zusammensetzt, und untersuchen den Einfluss auf die Höhe der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen zwischen verschiedenen Länderpaaren. Sie finden dabei einen signifikanten Einfluss der marginalen Steuerquote und der Höhe der Direktinvestitionen. Diese Untersuchungen unterscheiden jedoch aufgrund der Struktur der verwendeten Daten nicht zwischen der Form von Direktinvestitionen, die als Neugründungen („Greenfield-Investment“) oder als Akquisition bestehender Unternehmen („M&A“) ausgestaltet sein können.

Huizinga/Voget/Wagner (2012a) untersuchen die Auswirkung von internationalen Steuern auf die Höhe von Übernahmeangeboten. Sie gehen dabei der Frage nach, ob diese Steuern in der Übernahmeprämie für ein Zielunternehmen eingepreist werden. Ihre Hypothese ist, dass Anbieter zusätzliche internationale Steuern durch die Reduktion von Übernahmeprämien kapitalisieren. Sie betrachten dabei die Besteuerung einer Tochtergesellschaft eines in einem anderen Staat ansässigen Mutterunternehmens. Das Einkommen des Tochterunternehmens wird in dessen Sitzstaat besteuert, und auf die Ausschüttung der besteuerten Gewinne wird eine Kapitalertragsteuer einbehalten. Im Sitzstaat des Käufers unterliegt die Ausschüttung regelmäßig erneut einer Besteuerung, auf die gegebenenfalls eine Erleichterung durch nationales Steuerecht oder durch internationale Doppelbesteuerungsabkommen Anwendung findet. Der Netto-Doppelbesteuerungssatz ergibt sich damit als die Differenz des Steuersatzes im Sitzstaat des Käufers und der tatsächlichen Steuerbelastung.

Die M&A-Daten für die empirische Untersuchung erheben Huizinga, Voget und Wagner über die Thomson Financial SDC Datenbank. Zusätzliche Finanzinformationen werden von den Datenbanken Compustat North America und Compustat Global gewonnen, dazu werden die Aktienkurse von Unternehmenskäufern über Datastream abgefragt. Insgesamt enthält ihre Datenbasis 948 Beobachtungen, die grenzüberschreitenden Unternehmensakquisitionen in den Jahren von 1985 bis 2004 zwischen ausgewählten europäischen Ländern, Japan und den USA.

Abhängige Variable ist die Übernahmeprämie, die als Unterschied zwischen Angebotspreis und Börsenkurs vier Wochen vor Abgabe des Angebots ermittelt wird. Als unabhängige steuerliche Variable wird der Netto-Doppelbesteuerungssatz einbezogen. Weitere unabhängige Kontrollvariablen sind das Kurs-Buchwertverhältnis und der Verschuldungsgrad sowie der Marktwert des Zielunternehmens. Als empirisches Ergebnis stellen Huizinga, Voget und Wagner fest, dass eine signifikante Beziehung zwischen dem Netto-Doppelbesteuerungssatz und der Akquisitionsprämie besteht. Die Belastung aus der Doppelbesteuerung wirkt sich negativ auf die vom Käufer gezahlte Akquisitionsprämie aus und wird damit auf die Verkäufer überwältigt. Daraus wird erkennbar, dass eine internationale Besteuerung durch Abzugsteuern für das Sitzland des akquirierten Zielunternehmens nicht die angestrebte Steuerbelastung des ausländischen Käufers erreicht.

1.2.3.7 Verlustvorträge bei Unternehmensakquisitionen

Plummer/Robinson (1990) untersuchen die Auswirkung von steuerlichen Verlustvorträgen bei Unternehmensakquisitionen. Ihre Hypothese ist, dass der Börsenkurs bei einer Ankündigung einer Akquisition von solchen Unternehmen stärker ansteigt, die über Verlustvorträge verfügen. Mit der Ankündigung einer Akquisition erhöhen sich jedoch diese erwarteten Erträge, so dass der Aktienkurs entsprechend steigt. Aufgrund der steuerlichen Verrechnungsmöglichkeit fällt die im Kursanstieg antizipierte Ertragswertsteigerung nach der Übernahme entsprechend höher aus. Den Autoren zufolge sprechen jedoch auch Argumente dagegen. So sind die steuerlichen Verlustvorträge in der Unternehmensplanung vor der Akquisition berücksichtigt und damit im Börsenkurs eingepreist. Zum Zweiten erwartet der Markt aufgrund der Verluste möglicherweise schon vor der offiziellen Ankündigung eine Akquisition und damit eine entsprechende Verlustnutzung. Unter Rückgriff auf Compustat-Daten von 1979 bis 1982 verwenden die Autoren einen Matching-Ansatz und bilden 29 Paare von Unternehmen jeweils mit und ohne steuerlichen Verlustvortrag. Sie finden Hinweise auf einen höheren Akquisitionsaufschlag auf den Börsenkurs 40 Tage vor der

Ankündigung bei den Unternehmen, die über Verlustvorträge verfügen, ohne jedoch statistische Signifikanz nachweisen zu können. Unter dem Aspekt, dass dieses durch frühzeitige Markterwartungen einer Akquisition verursacht wird, vergleichen Plummer und Robinson in einem zweiten Ansatz den Kursanstieg des Wertes im Zeitraum von 300 Tagen bis 40 Tagen vor der Akquisitionsankündigung. Hier ist jedoch ebenfalls nicht erkennbar, dass der Markt die Wahrscheinlichkeit einer Akquisition bei Unternehmen mit Verlustvorträgen höher bewertet. Im Ergebnis kann durch diese Studie kein Preiseffekt durch die Erwartung einer Akquisition oder Ankündigung einer Akquisition bei solchen Unternehmen nachgewiesen werden, die über einen steuerlichen Verlustvortrag verfügen.

Dreßler/Overesch (2013) untersuchen die Auswirkungen der beschränkten Verrechenbarkeit von steuerlichen Verlustvorträgen anhand von Direktinvestitionsstatistiken der Deutschen Bundesbank. Sie vergleichen dabei das quantitative Investitionsverhalten von internationalen Tochterkapitalgesellschaften im Zeitraum 1996-2007. Dreßler und Overesch zeigen, dass eine Beschränkung der Verrechenbarkeit von Verlustvorträgen der Höhe nach zu einer signifikanten Verringerung von grenzüberschreitenden Kapitalinvestitionen in solche Branchen führt, die ein höheres Risiko von Verlusten haben. Dagegen hat eine zeitliche Begrenzung des Verlustvortrags keinen negativen Einfluss auf das Investitionsverhalten, wenn der Vortragszeitraum hinreichend lang ist.

1.2.3.8 „Tax Management“ nach Unternehmensakquisitionen

Einen neueren empirischen Ansatz hinsichtlich des Einflusses des Käufers auf die Ertragsbesteuerung nach erfolgten Unternehmensakquisitionen verfolgen Belz/Robinson/Ruf/Steffens (2013). Sie untersuchen mit Hilfe des Propensity Score Matching in einem Datensatz aus Europäischen Unternehmensakquisitionen, den sie aus den Datenbanken AMADEUS und ZEPHYR des Anbieters Bureau van Dijk Elektronik Publishing (BvDEP) für die Jahre von 1996 bis 2009 zusammenstellen, wie sich das Management von Ertragsteuern auf das akquirierte Unternehmen auswirkt. Ihr Datensatz enthält 529 Beobachtungen, die ausreichenden Informationen zu den unabhängigen Variablen 3-Jahresdurchschnitt der effektiven Steuerquote, die Profitabilität und den Verschuldungsgrad des akquirierten Unternehmens nach der Akquisition enthält.

Im Ergebnis zeigen Belz, Robinson, Ruf und Steffens, dass die durchschnittliche Ertragsteuerbelastung nach der Akquisition allgemein zurückgeht. Handelt es sich bei dem Käufer um einen Ausländer, ist der Rückgang stärker. Sie führen dieses auf das Management der

Ertragsbesteuerung („Tax Management“) durch den Käufer nach der Akquisitorin zurück. Weiterhin zeigen sie, dass die Profitabilität des Zielunternehmens insbesondere bei ausländischen Käufern zurückgeht. Sie führen dieses auf den Einsatz von Verrechnungspreisen zur Reduktion der steuerlichen Bemessungsgrundlage zurück. Zuletzt finden Belz, Robinson, Ruf und Steffens einen Nachweis, dass in Ländern, in denen keine Gruppenbesteuerung möglich ist, der Verschuldungsgrad ansteigt. Sie führen dieses darauf zurück, dass der Käufer in diesen Fällen eine Verrechenbarkeit von Fremdkapitalzinsen mit dem operativen Gewinn des akquirierten Unternehmens nur dann erreichen kann, wenn er das aufgenommene Fremdkapital auf das akquirierte Unternehmen überträgt.

1.3 Zielsetzung und Methodik dieser Untersuchung

Die aufgezeigte empirische Forschung stellt ganz überwiegend auf verfügbare Kapitalmarktdaten von börsennotierten Unternehmen ab. Allerdings bilden die am Kapitalmarkt beobachteten Transaktionen zum einen nur niedrige Beteiligungsquoten an den Unternehmen ab. Zum anderen besteht aufgrund der Kapitalmarktorientierung des Unternehmens eine organisatorische Trennung zwischen dem Verkäufer und Käufer sowie der Unternehmensorganisation⁷.

Aufgrund dieser Trennung werden Käufer und Verkäufer ihre von persönlichen Ertragsteuern beeinflussten Entscheidungen in der Regel unabhängig von der laufenden Besteuerung auf Ebene des jeweiligen Unternehmens treffen. Auch das Management des Unternehmens wird seine Unternehmensentscheidungen nicht vorrangig an der Ertragsbesteuerung der Anteilseigner ausrichten⁸. Auch wird die Transaktion keine Auswirkung auf für Ertragsteuern relevante Unternehmensentscheidungen haben. Daher wird das Management im Rahmen einer ordnungsgemäßen Unternehmensführung vorrangig die laufende Ertragsbesteuerung des Unternehmens entlang von Steuerkennziffern wie z.B. der Konzernsteuerquote optimieren⁹. Ferner wird das Management eines börsennotierten Unternehmens Ausschüttungen an seine Anteilseigner unter ertragsteuerlichen Aspekten prüfen und optimieren¹⁰. Aber allein schon aus der Tatsache heraus, dass dem Management einer börsennotierten Gesellschaft die von diversen Faktoren abhängige Ertragsteuerbelas-

⁷ Vgl. Stenert (2011), S. 65 ff.

⁸ Vgl. Stenert (2011), S. 72.

⁹ Vgl. Endres (2005), S. 163.

¹⁰ Vgl. Stenert (2011), S. 65 ff.

tung der am Kapitalmarkt agierenden Aktienkäufer und -verkäufer nicht bekannt ist, können diese nicht in das unternehmerische Steuerkalkül einbezogen werden.

Zwischen der Ertragsbesteuerung auf Ebene des Verkäufers und Käufers sowie auf Ebene des Unternehmens bei den in der bisherigen empirischen Forschung beobachteten Unternehmensakquisitionen besteht damit regelmäßig keine Interdependenz. Dieses ist jedoch bei Unternehmensakquisitionen durch mit dieser Untersuchung betrachteten M&A-Transaktionen anders. Hier ist zu erwarten, dass der Käufer eines Unternehmens zumindest dann, wenn er eine Mehrheit an dem Unternehmen erworben hat, Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen des akquirierten Unternehmens im Rahmen seiner gesellschaftsrechtlichen Möglichkeiten nimmt. In diesem Zusammenhang wird der Käufer einen Einfluss auf die Gestaltung steuerlich relevanter Sachverhalte nehmen. Dabei wird der Käufer regelmäßig die kumulierte Ertragsbesteuerung sowohl auf Ebene des erworbenen Unternehmens als auch auf seiner persönlichen Ebene optimieren¹¹.

Die kumulierte Ertragsbesteuerung hängt dabei von individuellen Faktoren auf Ebene des erworbenen Unternehmens und des Käufers ab. Vorrangig ist zunächst die Rechtsform der beteiligten Parteien. Relevant sind weiter die individuelle Ertrags- und Finanzierungssituation des erworbenen Unternehmens und des Käufers. Ein Ziel kann es sein, dass der Käufer Finanzierungsaufwendungen steuerlich mit operativem Ergebnis des erworbenen Unternehmens verrechnen will¹². Weitere Möglichkeiten bestehen in der Nutzung von Verlustvorträgen im Konzern. Zuletzt wird es einem Käufer darum gehen, den gezahlten Kaufpreis, der über dem Buchwert der Wirtschaftsgüter und Schulden des erworbenen Unternehmens liegt, über Abschreibungen steuerlich geltend zu machen. Hier können nach den Steuergesetzen jedoch Interdependenzen bei der Besteuerung des Verkäufers und des Käufers entstehen. Wenn z.B. der Verkäufer im Rahmen eines Share Deals einen Verkaufsgewinn zu versteuern hatte, konnte der Käufer zumindest in Deutschland bis zur Unternehmenssteuerreform 1999/2000/2001 durch die im Abschnitt 3.4.5 dargestellten Umstrukturierungen nach der Akquisition eine Abschreibung des Kaufpreises erreichen.

Ein bisher nur wenig in der empirischen Forschung beachteter Effekt ist, dass die im Rahmen des Lock-in Effekts vom Verkäufer auf den Käufer überwälzten Steuerkosten durch

¹¹ Vgl. Belz/Robinson/Ruf/Steffens (2013).

¹² Vgl. Jansen (2008), S. 138.

Management der Beteiligung reduziert werden können¹³. Neben diesem Aspekt greift diese Untersuchung auf, dass Akquisitionspreise im Rahmen von Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer entstehen. Wenn Steuerkosten auf der Verkäuferseite und Steuerersparnisse auf der Käuferseite verhandelt werden, kann durch ein Bieterverfahren und den damit entstehenden Wettbewerb auf der Käuferseite ein Preisdruck entstehen.

Ziel dieser Untersuchung ist es daher, den Einfluss von Ertragsteuern auf die individuelle Situation des Verkäufers, des Käufers und des akquirierten Unternehmens zu identifizieren und unter Berücksichtigung eventueller Interdependenzen die Auswirkungen auf die Preisbildung bei Unternehmensakquisitionen zu analysieren.

Im Abschnitt 2 dieser Untersuchung wird dazu auf die wirtschaftlichen Motive und rechtlichen Gestaltungen von Unternehmensakquisitionen eingegangen. Abschnitt 3 untersucht die für Unternehmensakquisitionen geltenden Regelungen des deutschen Ertragsteuerrechts. Abschnitt 4 stellt den Einfluss von Ertragsteuern auf Unternehmensbewertungen dar, die für Käufer und Verkäufer in einer Unternehmensakquisition das wesentliche, betriebswirtschaftliche Instrument zur Bestimmung von Grenzpreisen ist.

In Abschnitt 5 wird dann basierend auf den über Unternehmensbewertungen ermittelte Grenzpreise und unter Berücksichtigung von individuellen Steuerzuschlägen und -abschlägen die Preisbildung in einer Verhandlungssituation zwischen Verkäufer und Käufer in einer formalen Analyse betrachtet.

Abschnitt 6 beleuchtet mit einem Fallstudienansatz den Einfluss von Ertragsteuern auf das Verhalten von Unternehmen nach Akquisitionen. Hier wird anhand ausgewählter Beobachtungen von Zielunternehmen aus Unternehmensakquisitionen untersucht, ob die ertragsteuerliche Optimierung im Rahmen eines „Tax Management“ nach der Akquisition erfolgt und damit – neben dem Lock-in Effekt und dem Kapitalisierungseffekt – für die Preisbildung im Rahmen von Unternehmensakquisitionen relevant ist.

In Abschnitt 7 werden die als Anlage beigefügte empirische Untersuchungen von Haben/Oestreicher (2016, 2018) zusammengefasst, die Hypothesen zur Preisbildung bei Unternehmensakquisitionen basierend auf einer kombinierten Datenbasis von Transakti-

¹³ Vgl. Belz/Robinson/Ruf/ Steffens (2013)

ons- und Finanzdaten der Datenbanken ZEPHYR und AMADEUS des Anbieters Bureau van Dijk empirisch nachgeht. Abschnitt 8 schließt mit einer Zusammenfassung.

2 Motive und Gestaltung von Unternehmensakquisitionen

2.1 Überblick

Als Unternehmensakquisition wird der Kauf eines ganzen Unternehmens, eines Unternehmensteils oder eines Betriebs durch ein anderes Unternehmen verstanden. Der Käufer wird dabei nach der Akquisition in Abhängigkeit des übernommenen Unternehmensanteils und der damit verbundenen Gesellschafterrechte einen Einfluss auf das erworbene Unternehmen ausüben.

Aus ökonomischer Sicht findet eine Unternehmensakquisition nur dann statt, wenn der Käufer eines Unternehmens dem Verkäufer einen Preis zahlt, der seinen Grenzpreis übersteigt. Dazu muss der Käufer den Wert des Unternehmens unter seinem Einfluss höher einschätzen als unter dem Einfluss des Verkäufers. Der Käufer muss also durch seinen Einfluss eine Wertsteigerung des akquirierten Unternehmens erreichen können, die der Verkäufer nicht erreichen kann. Diese Wertsteigerung kann durch besseres Management des erworbenen Unternehmens, aber auch durch Interaktion des Unternehmens des Käufers mit dem erworbenen Unternehmen entstehen.

Bei Unternehmensakquisitionen ist in der Regel die kumulierte Gewinnmaximierung aus der Interaktion des Unternehmens des Käufers mit dem erworbenen Unternehmen wertbegründend¹⁴. Das Prinzip der unbedingten Gewinnmaximierung wurde zu Beginn der betriebswirtschaftlichen Forschung noch kontrovers diskutiert¹⁵. So lehnte Schmalenbach die Gewinnmaximierung als alleiniges Leitprinzip ab, weil die optimale Güterversorgung der Volkswirtschaft dadurch nicht zwingend gewährleistet wird¹⁶. Dagegen stellt Gutenberg auf die Aufgabe eines Unternehmens als private Wirtschaftseinheit ab, mit den von ihm geführten Betrieben unter Einsatz von Produktionsfaktoren Leistungen für Dritte zu erbringen. Es stehe dabei regelmäßig im Wettbewerb mit anderen Unternehmen um die Produktionsfaktoren und Abnehmer der hergestellten Leistungen. Nur wenn das Unternehmen von dem erwerbswirtschaftlichen Prinzip geleitet wird, kann es demnach zielgerichtete und damit effiziente Entscheidungen über Ressourcen treffen¹⁷. Am Ende der betriebswirtschaftlichen Diskussion steht die Erkenntnis, dass die Gewinnmaximierung und damit verbundene

¹⁴ Vgl. Rappaport (1986).

¹⁵ Vgl. Wöhe (2002), S. 40 ff.

¹⁶ Vgl. Schmalenbach (1931), S. 95.

¹⁷ Vgl. Gutenberg (1958), S. 464.

monetäre Ziele zwar zentrales Motiv betriebswirtschaftlichen Handelns sein werden, dieses aber von weiteren nichtmonetären Nebenzielen begleitet wird¹⁸. In der volkswirtschaftlichen Literatur wird ebenfalls abstrakt vom Motiv des Gewinnstrebens ausgegangen, wenn das Verhalten und Anreize von Marktteilnehmern in vereinfachten Modellen betrachtet werden („Profit-Maximization-Hypothesis“)¹⁹.

2.2 Ökonomische Motive für den Verkauf von Unternehmen

Aus der Sicht des Verkäufers eines Unternehmens gibt es in der Regel nur ein wesentliches Motiv. So wird der Verkäufer nur dann verkaufen, wenn er den durch den Unternehmensverkauf realisierten Kaufpreis in eine Alternativanlage investieren kann, die aus seiner Sicht eine bessere Rendite aus Ertrags- und Risikogesichtspunkten verspricht. Dazu müssen dem Verkäufer subjektiv attraktivere Alternativanlagen als das zu verkaufende Unternehmen zur Verfügung stehen.

Risiken können zum einen in der operativen Organisation des verkauften Unternehmens existieren, die der Verkäufer mit seiner Kapital- und Managementkapazität nicht bewältigen kann oder aus strategischen Gesichtspunkten heraus nicht bewältigen will. Diese Risiken liegen regelmäßig in fehlendem Zugang zur Investitionsfinanzierung oder in fehlenden personellen Ressourcen. Zum anderen können strategische Risiken bestehen, die aufgrund eines sich ändernden Markt- und Wettbewerbsumfeldes das Geschäftsmodell des Unternehmens gefährden. Dabei kann der Verkäufer auch Erwartungen aus Informationen ableiten, die er aus dem zu verkaufenden Unternehmen gewinnt und die dem Käufer möglicherweise nicht zur Verfügung stehen.

Solche Risiken können sich zunächst in einer Erfolgskrise und anschließend in einer Liquiditätskrise niederschlagen. In einer solchen Situation reduzieren sich die Handlungsmöglichkeiten des Unternehmens, so dass ein (Not-)Verkauf zur Sanierung notwendig werden kann. Einen Sonderfall bildet der Verkauf des Unternehmens aus der Insolvenz heraus. Schafft es ein Unternehmen nicht, die Unternehmenskrise durch vorinsolvenzliche Sanierungsmaßnahmen zu überwinden und tritt es in ein Insolvenzverfahren ein, bietet der Unternehmensverkauf durch den Insolvenzverwalter im Rahmen einer übertragenden Sanierung eine Möglichkeit, das Unternehmen fortzuführen.

¹⁸ Vgl. Heinen (1962), S. 11 ff.

¹⁹ Vgl. Tirole (1988), S. 34.

Weitere Gründe für den Verkauf eines Unternehmens können in der Person des Gesellschafters liegen. Gerade im Bereich mittelständischer Unternehmen werden die Gesellschaftsanteile von operativ tätigen Geschäftsführern gehalten. Eine besondere Fallgruppe bilden dabei die sogenannten Familienunternehmen, in denen die Unternehmensbeteiligung und die Geschäftsführung in den Händen einer Familie liegen. In diesen Konstellationen kann es aufgrund fehlender familieninterner Nachfolge zur Notwendigkeit eines Unternehmensverkaufs kommen.

2.3 Ökonomische Motive für die Akquisition von Unternehmen

2.3.1 Überblick

Das wesentliche ökonomische Motiv einer Unternehmensakquisition wird aus Sicht des Käufers regelmäßig die Erwartung sein, dass er den Unternehmenswert des akquirierenden Unternehmens steigern kann. Diese Erwartung kann schon in der Managementfähigkeit des Käufers, mit der er das erworbene Unternehmen aus Ertrags- und Risikogesichtspunkten besser als der Verkäufer führen kann, begründet sein.

Geleitet von dem Motiv der kumulativen Gewinnmaximierung des Gesamtunternehmens des Käufers und des akquirierten Unternehmens finden sich sowohl in der betriebswirtschaftlichen als auch in der volkswirtschaftlichen Literatur differenzierte Erklärungsansätze zu den Motiven von Unternehmensakquisitionen.

Preis- und Mengenanpassungen durch Marktmacht	Skalen- und Verbundeffekte	Spekulative und personenbezogene Motive
Monopol und Oligopol bei homogenen Produkten	Skalenerträge (Economies of Scale)	Agency-Theorie
Horizontale Interaktion bei komplementären Produkten	Verbunderträge (Economies of Scope)	Marktunvollkommenheiten
Vertikale Integration	Risikokostenreduktion (Portfoliotheorie)	

Tabelle 1: Ökonomische Motive für Unternehmensakquisitionen

Quelle: Eigene Darstellung.

Industrieökonomische Ansätze stellen auf die Steigerung von Gewinnen durch Preis- und Mengenanpassungen nach der Akquisition ab, die insbesondere bei unvollkommenem Wettbewerb durchgesetzt werden können. Betriebswirtschaftliche Ansätze im Bereich der Produktions- und Finanzierungstheorie sehen dagegen Gewinnsteigerungsmöglichkeiten insbesondere durch Synergie- und Verbundeffekte und die damit erzielbare Kostenreduktion. Neben den klassischen, auf die Gewinnmaximierung des Gesamtunternehmens abzielenden Ansätzen werden in der Literatur auch spekulative und personenbezogene Motive diskutiert, die auf Gewinnmaximierung der in einem Unternehmen engagierten Institutionen abstellen.

2.3.2 Preis- und Mengenanpassungen nach Akquisitionen

2.3.2.1 Marktmacht bei homogenen Produkten

Einer der klassischen, in der Industrieökonomik entwickelten Erklärungsansätze für Unternehmensakquisitionen ist das Streben von Unternehmen nach einem Monopol oder einem Oligopol²⁰ und den damit verbundenen höheren Unternehmensgewinnen.

Im vollkommenen Wettbewerb wird bei steigenden Grenzkosten der Produktion und einer preiselastischen Nachfrage die optimale Produktionsmenge dann erreicht, wenn die Grenzkosten den Grenzpreis erreichen. Ein Monopolist kann dagegen eine geringere Produktionsmenge wählen, um einen höheren Preis durchzusetzen. Er kann damit einen Teil der Konsumentenrente vereinnahmen und damit eine höhere Produzentenrente erreichen. Dagegen sinkt die Konsumentenrente erheblich durch den Mengenrückgang und den Preiseinstieg. Im Ergebnis ist der Rentenverlust der Konsumenten allerdings so stark, dass die gesamtwirtschaftliche Rente, also die Summe aus Produzenten- und Konsumentenrente, insgesamt sinkt²¹. So kommt es neben der Umverteilung der Rente zugunsten des Monopolisten auch zu einem aus ökonomischer Sicht ungewünschten gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverlust²².

Differenzierter ist die Preis- und Mengenanpassung in einem Modell eines einfachen Oligopols mit homogenen Gütern und einer negativen Nachfrageelastizität zu beurteilen²³.

²⁰ Vgl. Jansen (2008), S. 133.

²¹ Vgl. z.B. Tirole (1988), S. 67.

²² Vgl. Harberger (1954), S. 77 ff.

²³ Vgl. Farrell/Shapiro (1990), S. 107 ff.

Fusionieren zwei Unternehmen in einem Oligopol mit einer geringen Anzahl von anderen Wettbewerbern, wird sich das Preis- und Mengenverhalten der beiden fusionierten Unternehmen und der verbleibenden Unternehmen nach der Fusion ändern. Sofern die Grenzkosten aller Unternehmen im Oligopol gleich sind, wird ebenfalls ein Mengenrückgang bei gleichzeitigem Preisanstieg über die Grenzkosten der Produzenten hinaus erfolgen. Damit geht wie im Monopol eine Umverteilung der erzielten Rente zugunsten der Produzenten und damit der beiden fusionierten Unternehmen bei einem gleichzeitigen gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverlust einher²⁴.

Wenn allerdings Synergieeffekte zu Kosteneinsparungen und damit zu einem Rückgang der Grenzkosten in dem fusionierten Unternehmen führen, wird das fusionierte Unternehmen seine Produktionsmenge zulasten der verbleibenden Unternehmen ausweiten können. Daraus kann im Gleichgewicht nach der Fusion ein Preisrückgang entstehen, der aufgrund der negativen Nachfrageelastizität zu einer Mengenausweitung führt. Auch in diesem Fall können die beiden fusionierten Unternehmen einen Rentenzuwachs erzielen. Dieser setzt sich aus dem Effizienzgewinn und einem Anteil am gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsgewinn zusammen²⁵.

In jedem Fall wird sich aber durch die Bildung von Monopolen oder Oligopolen die Produzentenrente der beiden fusionierten Unternehmen zulasten vergrößern, sofern aufgrund von Marktzutrittsbarrieren keine anderen Unternehmen in das Monopol oder Oligopol eintreten²⁶.

2.3.2.2 Horizontale Integration bei komplementären Produkten

Nicht nur Produzenten homogener Produkte, sondern auch Produzenten von komplementären Produkten können aufgrund von möglichen Preis- und Mengenanpassungen einen Anreiz zum Zusammenschluss durch eine Unternehmensakquisition haben. Bieten sie nach einem solchen Zusammenschluss ihre komplementären Produkte in einer integrierten Gesamtkalkulation an, kann aufgrund von Preis- und Mengeneffekten die konsolidierte Produzentenrente höher sein als die kumulierte Rente der beiden einzelnen Unternehmen.²⁷

²⁴ Vgl. Varian (2010), S. 497 ff., 519.

²⁵ Vgl. Kleinert/Klodt (2000), S. 25 ff.

²⁶ Vgl. Farrell/Shapiro (1990), S. 107 ff.

²⁷ Vgl. Economides/Salop, S. C. (1992)

2.3.2.3 Vertikale Integration

Ein weiteres Motiv für Unternehmensakquisitionen besteht in der Internalisierung von externen Effekten aus horizontalen Lieferantenketten. So zeigte Spengler (1950) in einem einfachen Modell eines Produzenten und eines Händlers eines einzelnen Produktes, dass eine getrennte vertikale Struktur in Monopolen sogar zu negativer Externalität führen kann. Sind beide Marktteilnehmer unabhängig, setzen sie als Monopolisten unter individueller Gewinnmaximierung Preise und Mengen fest. Verbinden sich beide Unternehmen, steigt in einer Gesamtmaximierung die Produzentenrente des Gesamtunternehmens, während gleichzeitig der Abgabepreis des Endproduktes sinkt. Dadurch steigt die Konsumentenrente, so dass durch vertikale Integration ein gesamtwirtschaftlicher Wohlfahrtsgewinn entstehen kann²⁸.

2.3.2.4 Grenzen durch das Wettbewerbsrecht

Grenzen von Unternehmensakquisitionen in Monopolen oder Oligopolen werden durch nationale oder internationales Wettbewerbsrecht gesetzt, das im Rahmen einer Fusionskontrolle die Prüfung und Genehmigung von Unternehmenszusammenschlüssen durch eine Kartellbehörde vorsehen kann²⁹. Unternehmensakquisitionen in Deutschland können daher der kartellrechtlichen Zusammenschlusskontrolle nach §§ 35 ff. GWB oder der europäischen Zusammenschlusskontrolle nach der FKVO³⁰ unterliegen.

2.3.3 Skalen- und Verbundeffekte

Neben den industrieökonomischen Erklärungsansätzen werden in der betriebswirtschaftlichen Produktionstheorie weitere Argumente für Unternehmensakquisitionen unter dem Oberbegriff der Synergieeffekte gebildet. Einer dieser Effekte bilden die Skalenerträge, die das Verhältnis von Veränderungen des Faktoreinsatzes und der daraus resultierenden Produktionsmenge beschreiben. Wenn unter linearer Steigerung der eingesetzten Produktionsfaktoren überproportionale Produktionssteigerungen entstehen, sind die Skalenerträge positiv. In diesem Fall kann eine Ausweitung der Produktionskapazitäten durch Unternehmensakquisitionen betriebswirtschaftlich sinnvoll sein.

²⁸ Vgl. für eine allgemeine Herleitung z.B. Tirole (1988), S. 175 oder für ein Beispiel in der amerikanischen Automobilindustrie Bresnahan/Reis (1985).

²⁹ Vgl. Maier in: Sagasser/Bula/Brünger (2011), § 7 Rn. 5.

³⁰ Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates vom 20. 1. 2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen (ABl. L 24 vom 29. 1. 2004, S. 1).

Der Begriff der Verbundeffekte stammt ebenfalls aus der Produktionstheorie und beschreibt die Auswirkungen einer Mehrproduktfertigung³¹. Positive Verbundeffekte entstehen, wenn die durchschnittlichen Produktionskosten aufgrund wachsender Anzahl von Produkten sinken. In solchen Fällen kann eine Diversifikation des Produktportfolios durch Unternehmensakquisitionen den Unternehmensgewinn und damit den Unternehmenswert überproportional steigern.

2.3.4 Risikokostenreduktion

Neben den Synergie- bzw. Ertragseffekten auf der Produktionsseite wird aus finanzwirtschaftlicher Sicht das Argument der Risikoreduktion für die Kapitalgeber des Unternehmens gesehen. Dieses Argument wurde in der Vergangenheit insbesondere bei Unternehmensakquisitionen durch Mischkonzerne geführt und ist grundsätzlich zutreffend. Allerdings entstehen dadurch in einem vollkommenen Markt keine Wertsteigerungen für die Investoren, die in das Unternehmen investiert sind, da diese eine vergleichbare Risikostreuung alternativ durch Diversifikation ihrer Anlagen erreichen können³². Dieses Argument ist daher nur bedingt geeignet, Unternehmensakquisitionen zu rechtfertigen.

2.3.5 Grenzen durch Verwaltungs- und Bürokratiekosten

Die dargestellten Skalen- und Verbundeffekte unterliegen jedoch Wachstumsgrenzen. So wird in der Literatur davon ausgegangen, dass bei wachsenden Unternehmensgrößen aufgrund von Verwaltungs- und Bürokratiekosten Skalen- und Verbundeffekte abnehmen und sich – bei Überschreiten der optimalen Unternehmensgröße – ins Negative verkehren. Ist diese ideale Unternehmensgröße überschritten, können Unternehmensakquisitionen durch den damit verbundenen exponentiellen Anstieg von Verwaltungskosten nachteilig wirken.

2.3.6 Spekulative und personenbezogene Motive

Die auf Jensen (1986) zurückgehende Theorie der „Agency Costs of Free Cash Flow“ basiert auf der Prinzipal-Agenten-Theorie der neuen Institutionenökonomik³³. Diese geht von der Annahme aus, dass zwischen Management und Anteilseignern Informationsasymmetrien

³¹ Vgl. Panzar/Willig R. D. (1981).

³² Vgl. Amihud/Lev (1981).

³³ Vgl. Jensen (1986), S. 323 ff.

bestehen³⁴. Gleichzeitig existiert ein Konflikt zwischen den Interessen des Managements und denen der Anteilseigner über die Größe des Unternehmens und damit die Verwendung von freien finanziellen Mitteln³⁵.

Daher wird die Verwendung der durch ein Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Mittel (Cashflow) durch sein Management betrachtet. Dabei wird zunächst ein Branchenzyklus unterstellt, der nach einer Investitionsphase in Forschung und Entwicklung oder Produktionsmittel in eine Wachstums- und Reifephase übergeht. Insbesondere in so entwickelten Branchen können hohe Zahlungsüberschüsse entstehen, denen nur noch geringe Erhaltungsinvestitionen gegenüberstehen³⁶. In diesem Fall sollte das Management diese freien finanziellen Mittel an die Anteilseigner auskehren und so die erneute Allokation über den Kapitalmarkt ermöglichen³⁷.

Wenn das Management aufgrund von Vergütungsstrukturen oder anderen Privilegien den Anreiz hat, seinen Einflussbereich zu erhalten, wird es dagegen die finanziellen Mittel im Unternehmen halten. Das Management wird diese finanziellen Mittel dann auch selbst über Unternehmensakquisitionen investieren und verwalten. Dabei wird es möglicherweise unrentable Akquisitionsentscheidungen treffen, die bei einer Aufnahme der finanziellen Mittel über die Kapitalmärkte und der damit verbundenen Kapitalmarktkontrolle nicht möglich gewesen wären³⁸.

Als eine Begrenzung, die disziplinierend auf das Management wirken kann, wurde der Begriff des „Market for Corporate Control“ geprägt³⁹: Zunächst greifen unternehmensinternen Überwachungsmechanismen, wie sie z.B. bei Aktiengesellschaften in Deutschland durch den Aufsichtsrat als Kontrollorgan gegenüber dem Vorstand als Management ausgeübt werden. Versagen diese Überwachungsmechanismen aufgrund mangelnder Fähigkeiten oder fehlenden Willens, und setzt sich ein ineffizientes, auf personenbezogene Optimierung ausgerichtetes Management durch, wird dieses die Ertragslage des Unternehmens und damit den Marktwert negativ beeinflussen⁴⁰. Fallende Börsenkurse bieten Einstiegsmöglichkeiten für professionelle Investoren, die auf einen Austausch des Managements drängen

³⁴ Vgl. Kuhner/Maltry (2006), S. 18.

³⁵ Vgl. Jensen (1986), S. 323.

³⁶ Vgl. Kuhner/Maltry (2006), S. 18.

³⁷ Vgl. Jensen (1986), S. 323.

³⁸ Vgl. Jansen (2008), S. 138.

³⁹ Vgl. Manne (1965).

⁴⁰ Vgl. Jensen (2003).

werden. Diese Investoren, die letztendlich über die Revitalisierung des Unternehmens Wertsteigerungen realisieren wollen, werden auch als „External Corporate Control“ bezeichnet⁴¹.

2.3.7 Ertragsteuern als ökonomisches Motiv

Die bisher diskutierten ökonomischen Motive basieren auf Modellen und Annahmen, die grundsätzlich ohne den Einfluss von Ertragsteuern aufgestellt wurden. Fraglich ist aber, ob Ertragsteuern lediglich eine zu optimierende Nebenbedingung darstellen oder in diesen Gewinnsteigerungsmöglichkeiten angelegt sein können, die ein eigenständiges Argument für die Durchführung von Akquisitionen bilden⁴².

Zum einen kann sich die Steuerlast des akquirierten Unternehmens durch die kaufbedingten Steuerfolgen reduzieren. Dazu gehören die Abschreibung stiller Reserven, die Absetzung von Finanzierungskosten als steuerlich abzugsfähige Ausgaben oder die Nutzung von Verlustvorträgen⁴³. Neben den kaufbedingten steuerlichen Optimierungsmöglichkeiten gibt es weitere Möglichkeiten, die Steuerbelastung eines Unternehmens zu optimieren, so dass dadurch wirtschaftliche Vorteile bei dem Käufer entstehen⁴⁴. Damit handelt es sich um Steuersynergien, die der Käufer nach der Akquisition mit dem akquirierten Unternehmen erzielen kann. Diese werden unter dem Begriff „Tax Management“ in Konzernen diskutiert, worunter insbesondere die folgenden Maßnahmen verstanden werden können⁴⁵:

- Senkung der effektiven Steuerquote durch Erhöhung von permanenten Buchwertdifferenzen,
- Verrechnung von Verlusten im Konzern,
- Gewinnverlagerung durch Gestaltung von Verrechnungspreisen im Konzern, und
- Gewinnverlagerung durch den Einsatz von Fremdfinanzierung im Konzern.

Während im nationalen Rahmen Unternehmensakquisitionen eher dann zu erwarten sind, wenn nicht nur allgemeine Steuervorteile, sondern auch konkrete Subventionen zu erwar-

⁴¹ Vgl. Manne (1965).

⁴² Vgl. Armstrong/Blouin/Larcker (2012)

⁴³ Vgl. Jansen (2008), S. 138.

⁴⁴ Vgl. Belz/Robinson/Ruf/Steffen (2013).

⁴⁵ Vgl. Scheifele in Meyer-Sparenberg/Jäckle (2017), § 25 Rn. 47 ff.

ten sind, hat die Realisierung von Steuervorteilen im internationalen Umfeld eine höhere Bedeutung. Es ist aber tatsächlich fraglich, ob Steuersynergien als eigenständiges Motiv zur Durchführung von Unternehmensakquisitionen zu erfassen sind.

2.4 Rechtliche Gestaltung einer Unternehmensakquisition

2.4.1 Überblick

Bei einer Unternehmensakquisition wird zwischen den Grundformen des Kaufs der Gesamtheit der einzelnen Wirtschaftsgüter des Unternehmens (Vermögenserwerb oder Asset Deal) und dem Kauf von Gesellschaftsanteilen an den Unternehmensträger (Beteiligungserwerb oder Share Deal) unterschieden⁴⁶.

Die Gestaltung des Unternehmenskaufs hat nicht nur rechtliche Auswirkungen. Da das deutsche Ertragsteuerrecht die Besteuerungsfolgen zunächst an das Zivilrecht knüpft, sind damit erhebliche steuerliche Wirkungen verbunden. Bei wirtschaftlicher Abgrenzung des Vertragsgegenstands wird daher die rechtliche Gestaltung des Unternehmenskaufs letztendlich auch durch steuerliche Motive beeinflusst.

2.4.2 Asset Deal

Bei einem Asset Deal wird ein Unternehmen in seinen aus Einzelwirtschaftsgütern bestehenden Bestandteilen im Rahmen der Einzelrechtsnachfolge erworben. Diese Wirtschaftsgüter bilden in ihrer Gesamtheit die unternehmerische Einheit. Mit dem Asset Deal kommt es zu einem Wechsel des zivilrechtlichen Unternehmensträgers durch Übertragung des Eigentums an den im Unternehmen vorhandenen Sachen und Rechten sowie die Übertragung der vom Unternehmen eingegangenen Vertragsbeziehungen.

Im schuldrechtlichen Unternehmenskaufvertrag wird eine Vielzahl von Einzelverträgen kumulativ abgeschlossen⁴⁷. Die im Unternehmen vorhandenen Wirtschaftsgüter werden im Rahmen eines Sachkaufs nach den §§ 433 ff. BGB übertragen. Bei den immateriellen Wirtschaftsgütern liegt dagegen ein Rechtskauf nach § 453 BGB vor. Während es sich bei diesen um Übertragungen um zweiseitige Verträge zwischen dem Verkäufer und dem Käufer des Unternehmens handelt, können die Vertragsbeziehungen des Verkäufers des Unternehmens

⁴⁶ Vgl. Jacobs/Endres/Sprengel in: Jacobs (2016), S. 1192.

⁴⁷ Vgl. Picot in: Picot (2015), S. 301.

zu Dritten z.B. im Rahmen von Liefer-, Abnahme, Miet- oder sonstigen Dauerschuldverhältnissen nur mit Zustimmung des jeweiligen Dritten gemäß § 415 BGB übertragen werden. Besondere Regelungen gelten hier insbesondere für Arbeitsverhältnisse. Nach § 613a BGB wird der sogenannte Betriebsübergang definiert, bei dem ein Betrieb oder Betriebsteil durch Rechtsgeschäft auf einen anderen Rechtsträger als Käufer übergeht. In diesem Fall tritt der Käufer in die Rechte und Pflichten der im Zeitpunkt des Betriebsübergangs bestehenden Arbeitsverhältnisse ein. Da die einzelnen Sachen und Rechte im Rahmen des schuldrechtlichen Übertragungsgeschäftes nach §§ 873 ff., 929 ff. BGB durch Singularsukzession übertragen und abgetreten werden, bedarf es nach dem sogenannten Bestimmtheitsgrundsatz einer klaren Festlegung, welche Einzelbestandteile des Unternehmens im Wege des Übertragungsgeschäfts auf den Käufer übergehen⁴⁸.

2.4.3 Share Deal

Bei einem Share Deal werden dagegen die Anteilsrechte an einer Kapitalgesellschaft, also dem zivilrechtlichen Unternehmensträger, selbst übertragen. Eine Kapitalgesellschaft ist juristisch gesehen eine privatrechtliche Vereinigung aus einem oder mehreren Gesellschaftern. Die Gesellschaft ist eine juristische Person und damit selbstständiger Rechtsträger. Die Mitgliedsrechte der Gesellschafter werden als Gesellschaftsanteil bezeichnet und können – ohne Auswirkung auf die Rechtsfähigkeit der Gesellschaft – in Form der Abtretung an einen Dritten übertragen werden. Bei einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) bedarf der Kaufvertrag über die zu übertragenden Anteile, zumindest aber die auf einem Kaufvertrag beruhende Abtretung der Anteile der Schriftform und muss gemäß § 15 Abs. 3, 4 GmbHG notariell beglaubigt werden. Dagegen können Anteile an einer Aktiengesellschaft (AG) durch einfachen privatrechtlichen Vertrag verkauft und abgetreten werden. Gleiches gilt für Anteile an Personenhandelsgesellschaften, deren Gesellschafterstand jedoch zum Handelsregister anzumelden ist. Der Share Deal ist damit zumindest aus rechtlicher Sicht aufgrund der einfacheren Bestimmung des Kaufgegenstands vorzuziehen⁴⁹.

⁴⁸ Vgl. Picot in: Picot (2015), S. 301.

⁴⁹ Vgl. Beisel in: Beisel/Klump (2016), § 1 Tz. 32.

2.5 Planung und Ablauf einer Unternehmensakquisition

2.5.1 Überblick

Eine Unternehmensakquisition kann in eine Planungs-, Durchführungs- und Integrationsphase unterschieden werden⁵⁰. Im Rahmen der Planung treffen Verkäufer und Käufer interne Vorbereitungen, ohne bereits den formellen oder informellen Austausch vorgenommen zu haben. Bei der Durchführung ist im Wesentlichen zu unterscheiden, ob der Verkauf in einer Vertragsanbahnung zwischen zwei Parteien oder durch ein Bieterverfahren erfolgt. Werden die Planungs- und Durchführungsphasen ausschließlich zwischen Verkäufer und Käufer bestritten, so beginnt in der Integrationsphase die Einflussnahme des Käufers auf das Zielunternehmen.

2.5.2 Planungsphase

2.5.2.1 Vorbereitung des Verkäufers

Auf der Seite des Verkäufers werden, nachdem die Entscheidung für einen Verkauf getroffen wurde, verschiedene Vorbereitungshandlungen empfohlen. Dazu gehört zunächst die Analyse und Optimierung der wirtschaftlichen Verhältnisse, z.B. im Bereich der betrieblichen Aufwendungen und Investitionen. Weiterhin sollten verkäuferindizierte Strukturen identifiziert und gegebenenfalls ausgegliedert werden („Transaction Readiness“). Empfohlen wird zuletzt die Zusammenstellung der transaktionsrelevanten Informationen über das Zielunternehmen.

2.5.2.2 Vorbereitung des Käufers

Zur Planung einer Akquisition wird ein Käufer seine strategischen Unternehmensziele im Kontext der Unternehmenssituation und des -umfelds identifizieren⁵¹. Die strategische Analyse sollte die Bestandsaufnahme nach verschiedenen Maßstäben beinhalten. Dabei kann zunächst die unternehmensinterne Wertschöpfungskette betrachtet werden, aus der eine Stärken-Schwächen-Analyse abgeleitet wird⁵². Neben der Wertschöpfungskette empfiehlt sich eine Analyse der Produkte des Unternehmens z.B. anhand eines Produktlebens-

⁵⁰ Vgl. Picot (2012), S. 30.

⁵¹ Vgl. Jansen (2008), S. 250.

⁵² Vgl. Jansen (2008) S. 251.

zyklus. Darüber hinaus sollte auf die Finanzierung des Unternehmens auf das Unternehmenswachstum abgestellt werden, das mit einer Akquisition erreicht werden soll.

2.5.3 Durchführungsphase

2.5.3.1 Kontaktaufnahme

Die Kontaktaufnahme kann durch Käufer- oder Verkäuferansprache erfolgen, wobei oftmals externe Berater als Intermediäre eingeschaltet werden. Erfolgt die Kontaktaufnahme durch den Verkäufer, so wird dieser die wesentlichen Informationen in einem „Information Memorandum“ zusammenfassen.

Sofern nur ein Käufer und ein Verkäufer zusammentreffen, wird in der Praxisliteratur der „Letter of Intent“ zur Dokumentation der Absicht, zu einem bestimmten rechtsgeschäftlichen Ergebnis, also dem Unternehmenskaufvertrag, zu kommen, empfohlen⁵³. Dieser „Letter of Intent“ stellt eine rechtlich unverbindliche Absichtserklärung durch eine oder beide beteiligten Parteien dar⁵⁴. In dieser Absichtserklärung werden regelmäßig die beteiligten Parteien, die grundlegenden Annahmen und eine erste Kaufpreisindikation festgehalten. Weiterhin wird der Ablauf der Unternehmensakquisition, insbesondere die Durchführung und Modalitäten einer Erwerbs- und Unternehmensprüfung („Due Diligence“) festgelegt und vereinbart.

Sofern der Verkäufer mehrere Interessenten an seinem Unternehmen hat, bietet sich dagegen die Durchführung eines Bieterverfahrens an. Dazu bestimmt der Verkäufer den Ablauf des Verkaufs durch einen sogenannten „Process Letter“, mit dem der Ablauf des Verkaufs definiert ist. Die Käufer werden aufgefordert, ihr Interesse zunächst durch ein indikatives Angebot zu belegen. Nach der Auswahl der Bieter erfolgt dann die detaillierte Erwerbs- und Unternehmensprüfung.

2.5.3.2 Erwerbs- und Unternehmensprüfung

Sofern der Käufer und der Verkäufer ihre Absicht zur Durchführung der Unternehmensakquisition dokumentiert haben, kann der Käufer mit einer ausgedehnten Erwerbs- und Unternehmensprüfung (Due Diligence) beginnen. Der Begriff der Due Diligence stammt aus

⁵³ Vgl. Holzapfel/Pöllath (2010), S. 9 f.

⁵⁴ Vgl. Picot in: Picot (2008), S. 31.

dem US-amerikanischen Rechtskreis und stellt auf die von den handelnden Organen des Käufers gebotene Sorgfalt bei Durchführung eines Unternehmenskaufs ab⁵⁵. Eine Due-Diligence-Prüfung hat die Aufgabe, das Risiko des Käufers insbesondere aufgrund der im US-amerikanischen Rechtskreis fehlenden Gewährleistungsrechte zu minimieren und die Basis für vertragliche Gewährleistungsrechte zu schaffen⁵⁶. Auch im deutschen Rechtskreis hat sich die Due Diligence – ohne dass es eine gesetzliche Verpflichtung oder Regelung dafür gibt – als Maßnahme in einem Unternehmenskaufprozess etabliert⁵⁷.

Die Ausgestaltung der Due-Diligence-Prüfung kann sich in Abhängigkeit von der strategischen Ausrichtung der Akquisition sowie der Geschäftstätigkeit und den Gegebenheiten beim zu kaufenden Unternehmen auf verschiedene Felder beziehen⁵⁸:

Übersicht über Erwerbs- und Unternehmensprüfungen

Geschäft (Commercial Due Diligence)

Finanzdaten (Financial Due Diligence)

Steuern (Tax Due Diligence)

Rechtliche Angelegenheiten (Legal Due Diligence)

Human Resources (HR Due Diligence)

Unternehmenskultur (Cultural Due Diligence)

Technik (Technical Due Diligence)

Umwelt (Environmental Due Diligence)

Versicherungen (Insurance Due Diligence)

Tabelle 2: Übersicht über Erwerbs- und Unternehmensprüfungen

Quelle: Holzapfel/Pöllath (2010), S. 16-19

⁵⁵ Vgl. Holzapfel/Pöllath (2010), S. 13.

⁵⁶ Vgl. Picot in: Picot (2008), S. 162.

⁵⁷ Vgl. Holzapfel/Pöllath (2010), S. 15.

⁵⁸ Vgl. Holzapfel/Pöllath (2010), S. 16 ff.; Wirtz (2003), S. 185 ff.; Berens/Brauner in: Berens/Brauner/Strauch (2011), S. 11 ff.; Berens/Hoffjahn/Strauch in: Berens/Brauner/Strauch (2011), S. 129 ff.

Die Due Diligence hat das Ziel, im Auftrag des Käufers den Ist-Zustand des Akquisitionsobjektes aufzunehmen und auf Übereinstimmung mit der Akquisitionsstrategie zu prüfen. Die in der Prüfung bekannt gewordenen Tatsachen werden dokumentiert und in einem Bericht an den Käufer als Auftraggeber zusammengefasst. Hierbei werden in der Praxis auch sogenannte „Dealbreaker“ aufgeführt, also Tatsachen, deren Eintreten die Akquisition für den Käufer unmöglich macht. Im zweiten Schritt wird der Einfluss der festgestellten Tatsachen und möglichen Unsicherheiten auf den Kaufpreis geprüft. Sofern Risiken bekannt werden, die dem Verkäufer zuzurechnen sind, empfiehlt es sich, den Kaufpreis variabel zu gestalten oder die Risiken durch Verkäufergarantien abzusichern⁵⁹. Zuletzt hat die Due Diligence eine Dokumentationsfunktion für die handelnden Organe des Käufers. Hier geht es zum einen um die Sorgfalt der Geschäftsführung, wie sie z.B. in den §§ 43 GmbHG und 91 AktG normiert wird, zum anderen um die Wissenszurechnung im Rahmen vorvertraglicher Informationspflichten durch den Verkäufer, die insbesondere für spätere Rechtsstreitigkeiten aufgrund des Eintritts von Risiken und der damit verbundenen Verschlechterung des akquirierten Unternehmens bedeutend sind⁶⁰.

Die Prüfung wird regelmäßig durch Mitarbeiter des kaufenden Unternehmens sowie spezialisierte externe Berater durchgeführt. Hierzu zählen in Deutschland insbesondere spezialisierte Dienstleister (M&A-Berater) sowie die Angehörigen der beratenden Berufe, also Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte sowie spezialisierte Betriebswirte und Ingenieure.

Die zu prüfenden Unterlagen müssen von dem zu kaufenden Unternehmen bereitgestellt werden. In der betriebswirtschaftlichen Praxis ist dazu das Hilfsmittel einer standardisierten Checkliste entwickelt worden, anhand derer die Unterlagen und Informationen angefordert und systematisiert werden können. Die Daten werden im zu kaufenden Unternehmen selbst oder in einem räumlich abgetrennten Bereich (Datenraum) offengelegt. Zunehmend etablieren sich virtuelle Datenräume, in denen die zu prüfenden Unterlagen in elektronischer Form bereitgestellt werden.

Ein Bestandteil der Due-Diligence-Prüfung ist die Prüfung der steuerlichen Gegebenheiten und Risiken, die sogenannte Tax-Due-Diligence. Dabei verschafft sich der Käufer einen Einblick in die steuerliche Situation der Zielgesellschaft und die Vor- und Nachteile der

⁵⁹ Vgl. Holzapfel/Pöllath (2010), S. 15.

⁶⁰ Vgl. Holzapfel/Pöllath (2010), S. 15.

rechtlichen und steuerlichen Struktur. Hierbei werden im Wesentlichen ertragsteuerliche Aspekte untersucht, daneben aber auch Verkehrsteuern und Objektsteuern⁶¹. Die ertragsteuerlichen Prüffelder der Tax Due Diligence können wie folgt zusammengefasst werden⁶²:

- Steuerliche Struktur,
- Abweichungen zwischen Handels- und Steuerbilanz einschließlich des steuerbilanziellen Eigenkapitals,
- Gesellschaftsbeteiligungen und die steuerliche Behandlung,
- Behaltefristen aus vorangegangenen Umwandlungsvorgängen und anderen Transaktionen,
- Verlustvorträge,
- Organschaften,
- Beziehungen zwischen Unternehmen und Gesellschafter sowie konzerninterne Geschäftsvorfälle (Gewinnabgrenzung und Fremdvergleich), und
- Beziehungen unter dem Außensteuerrecht (AStG).

Neben der reinen Prüfung des Zielunternehmens hat die Tax Due Diligence die Aufgabe, Hinweise auf die steuerlich optimale Strukturierung der Unternehmensakquisition zu geben⁶³. Im Wesentlichen werden hier ertragsteuerliche Aspekte wie die Abschreibung des Verkaufspreises, die Absetzung von Finanzierungsaufwendungen, die Sicherung von Verlustvorträgen und Verlustverrechnungen nach der Unternehmensakquisition betrachtet. Weiterhin sind Verkehrsteuern wie die Grunderwerbsteuer, die bei der Übertragung von Grundbesitz im Rahmen des Unternehmenskaufs entsteht, von Bedeutung⁶⁴. Zuletzt ist insbesondere beim Einsatz von neu gegründeten Holdinggesellschaften der Abzug von ausgewiesenen Vorsteuern aus den Transaktionskosten zu berücksichtigen⁶⁵.

⁶¹ Vgl. Eilers in: Schaumburg (2004), S. 83 ff.

⁶² Vgl. Eilers/Ortmann in: Picot (2008), S. 148, 151.

⁶³ Vgl. Trimborn in: Berens/Brauner/Strauch (2011), S. 463 ff.

⁶⁴ Vgl. Trimborn in: Berens/Brauner/Strauch (2011), S. 468.

⁶⁵ Vgl. Grünwald (2005), S. 1377 ff., BFH, Urteil vom 09. Februar 2012, V R 40/10, DStR 2012, S. 518.

2.5.3.3 Bieterverfahren

Sofern mehrere Interessenten an dem Unternehmen vorhanden sind, wird in der Praxis ein sogenanntes Bieterverfahren angestrebt. Die Vorteile werden hauptsächlich in einer Kaufpreismaximierung und erhöhten Transaktionssicherheit gesehen⁶⁶. Dabei geben die Interessenten nach der Unternehmensprüfung ein bindendes Angebot ab, und der Käufer wählt daraus seinen bevorzugten Bieter aus („preferred bidder“), mit dem er in die endgültige Kaufpreisverhandlung eintritt⁶⁷.

2.5.3.4 Vertragsabschluss

Wenn im Akquisitionsprozess keine Tatsachen festgestellt wurden, die dem Abschluss der Unternehmensakquisition entgegenstehen, und Käufer und Verkäufer grundlegendes Einverständnis über den Fortgang des Prozesses haben, beginnt die eigentliche Vertragsverhandlung. Die wesentlichen Punkte eines Unternehmenskaufvertrags können wie folgt dargestellt werden⁶⁸:

- Vertragsgegenstand in Abhängigkeit von der rechtlichen Gestaltung (Beteiligungen oder Betriebe und Betriebsteile),
- Gegenleistung (Kaufpreis und Anpassungsklauseln),
- Rechte und Pflichten, darunter Regelungen zur Übernahme von Mitarbeitern (Betriebsübergang nach § 613a BGB),
- Zeitpunkt des wirtschaftlichen und rechtlichen Übergangs,
- Mängel- und Haftungsrecht sowie vertragliche Garantien, und
- Wettbewerbs- und Geheimhaltungsvereinbarungen.

Dabei haben sogenannte Steuerklauseln eine immer größere Beachtung in der Literatur und Vertragspraxis gefunden. So werden die Steuerpositionen des Zielunternehmens zwar in der Regel am Stichtag regelmäßig offengelegt und in einer Bilanz zum Übertragungstichtag dokumentiert. Allerdings kann es sein, dass durch fehlerhaft erfasste Geschäftsvorfälle in

⁶⁶ Vgl. Voss (2012), S. 44.

⁶⁷ Vgl. Picot (2012), S. 33.

⁶⁸ Vgl. Picot in: Picot (2008), S. 207.

einer Betriebsprüfung zusätzliche Steuernachforderungen gestellt werden, die aus dem Vermögen des Zielunternehmens zu leisten sind und damit dessen Wert schmälern⁶⁹. Steuerklauseln haben daher den Zweck, das Risiko nicht bilanzierter Steuerrückstellungen auf den Verkäufer abzuwälzen⁷⁰. Eine Steuerklausel enthält typischerweise die Definition des Begriffes Steuern sowie Garantien zu den Steuerpositionen des Zielunternehmens. Basierend auf den gewährten Garantien, die auf die Feststellungen der steuerlichen Due Diligence auszurichten sind, wird sich der Käufer eine Gewährleistung des Verkäufers zusichern lassen⁷¹. Diese Gewährleistung wird oftmals vertraglich der Höhe und der Zeit nach begrenzt.

Mit Unterzeichnung des Kaufvertrags kommt die rechtliche Gestaltung der Unternehmensakquisition zum Abschluss.

2.5.4 Integrationsphase

Nach der Durchführung der Akquisition beginnt die Integration des erworbenen Unternehmens („Post-Merger-Integration“) ⁷². Da geht es vor allem darum, die in der Unternehmensakquisition auf Seiten des Käufers erwarteten Synergien und weitere Potenziale zu heben⁷³. Auf der operativen Seite kann es zu signifikanten Veränderungen der vorhandenen Unternehmensprozesse und -organisation kommen.

Zur Optimierung der steuerlichen Gesamtsituation des Käufers sowie des akquirierten Unternehmens können postakquisitorische Umstrukturierungen notwendig sein, die bei der Planung der Akquisition bereits angelegt waren. Hierunter fallen Änderungen der gesellschaftsrechtlichen Struktur z.B. durch Verschmelzungen, Umwandlungen oder Formwechsel oder der Abschluss von Unternehmensverträgen.

⁶⁹ Vgl. Picot (2015), S. 142.

⁷⁰ Vgl. Hülsmann (2008), S. 2403.

⁷¹ Vgl. Bisle (2013), S. 205.

⁷² Vgl. Bucerius/Schulze-Wehninck (2004).

⁷³ Vgl. Picot (2015), S. 534.

3 Unternehmensakquisitionen im deutschen Ertragsteuerrecht

3.1 Gesetzliche Grundlagen

Als Ertragsbesteuerung wird die Besteuerung des wirtschaftlichen Ergebnisses von Unternehmen verstanden. Die Ertragsbesteuerung, der Unternehmen in Deutschland unterworfen sind, wird im Wesentlichen durch das Einkommensteuergesetz (EStG), das Körperschaftsteuergesetz (KStG), das Solidaritätszuschlaggesetz (SolZG) und das Gewerbesteuergesetz (GewStG) geregelt. Weitere relevante Gesetze sind das Umwandlungssteuergesetz (UmwStG) sowie das Außensteuergesetz (AStG).

Die Ertragsbesteuerung in Deutschland knüpft an die zivilrechtliche Form des Unternehmens an⁷⁴. Aufgrund der Trennung der Besteuerung zwischen natürlichen Personen und Personengesellschaften auf der einen Seite und juristischen Personen auf der anderen Seite wird dieses als „duales System“ bezeichnet⁷⁵. Natürliche Personen, die als Einzelunternehmer oder als Mitunternehmer in einer Personengesellschaft ein gewerbliches Unternehmen betreiben, unterliegen mit ihren Einkünften der Einkommensteuer nach den Regelungen des Einkommensteuergesetzes (EStG). Die Einkünfte der juristischen Personen, insbesondere der Kapitalgesellschaften, werden nach den Bestimmungen des Körperschaftsteuergesetzes (KStG) mit Körperschaftsteuer belastet. Die Bemessungsgrundlage der Einkommen- und Körperschaftsteuer ist jeweils das zu versteuernde Einkommen, das nach Maßgabe der beiden Gesetze regelmäßig durch den Betriebsvermögensvergleich ermittelt wird. Sowohl auf die tarifmäßige Einkommen- als auch auf die Körperschaftsteuer wird ein Solidaritätszuschlag erhoben, der als Zuschlag jedoch lediglich eine Tarifwirkung entfaltet.

Neben der Einkommen- und Körperschaftsteuer wird auf gewerbliche Unternehmen die Gewerbesteuer nach dem Gewerbesteuergesetz (GewStG) erhoben. Die Bemessungsgrundlage der Gewerbesteuer ist der Gewerbeertrag, der dem zu versteuernden Einkommen nach Einkommen- oder Körperschaftsteuer nach gewerbesteuerlichen Modifikationen entspricht.

⁷⁴ Vgl. Jacobs/Schäffler/Sprengel (2015), S. 102.

⁷⁵ Vgl. Jacobs/Schäffler/Sprengel (2015), S. 102.

3.2 Grundzüge laufender Ertragsbesteuerung von Unternehmen

3.2.1 Natürliche Personen

Unternehmen, die in der Rechtsform des Einzelunternehmens durch eine natürliche Person geführt werden, unterliegen der Einkommensteuer, die nach § 1 Abs. 1 S. 1, § 2 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. § 15 EStG in der Person des Eigentümers erhoben wird. Einkommensteuerpflichtig ist der Eigentümer als natürliche Person, das Unternehmen und sein Eigentümer werden als einheitliches Steuersubjekt angesehen. Die Einkommensteuer wird auf das zu versteuernde Einkommen des Unternehmers erhoben.

Das zu versteuernde Einkommen geht zunächst von der Summe der Einkünfte aus, dabei werden insgesamt sieben Einkunftsarten abschließend gesetzlich definiert. Die Einkünfte werden für die ersten drei Einkunftsarten Land- und Forstwirtschaft, Gewerbebetrieb und selbstständige Arbeit als Gewinn ermittelt, der sich durch Betriebsvermögensvergleich gemäß der §§ 4 bis 7k und 13a EStG ergibt. Bei den übrigen vier Einkunftsarten sind die Einkünfte der Überschuss der Einnahmen über die Werbungskosten, die nach den Vorschriften der §§ 8 bis 9a EStG zu ermitteln sind.

Die aus gewerblichen Unternehmen erzielten Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG fließen nach Berücksichtigung der vertikalen Verlustverrechnung sowie eines horizontalen Verlustausgleichs in der Summe der Einkünfte ein. Nach dem gesetzlichen Ermittlungsschema wird noch der Altersentlastungsbetrag nach § 24a EStG, der Entlastungsbetrag für Alleinerziehende sowie der Abzug für Land- und Forstwirte nach § 13 Abs. 3 EStG zur Anwendung, so dass sich der Gesamtbetrag der Einkünfte gemäß § 2 Abs. 3 EStG ergibt.

Der Gesamtbetrag der Einkünfte wird im nächsten Schritt um die persönlichen Sonderausgaben und außergewöhnlichen Belastungen vermindert, woraus sich das Einkommen nach § 2 Abs. 4 EStG ermittelt. Dieses Einkommen, vermindert noch um Freibeträge nach § 32 Abs. 6 EStG und um die sonstigen, vom Einkommen abzuziehenden Beträge, ist das zu versteuernde Einkommen, welches nach § 2 Abs. 4 EStG die Bemessungsgrundlage für die tarifliche Einkommensteuer bildet.

Auf die tarifliche Einkommensteuer wird ein Solidaritätszuschlag erhoben. Er beträgt 5,5 Prozent der Einkommensteuer (§ 4 SolzG)⁷⁶.

Die Spitzenbelastung aus dem maximal anwendbaren Einkommensteuersatz sowie dem Solidaritätszuschlag ergibt sich aus der nachfolgenden Tabelle:

Jahr	Spitzenbelastung	Jahr	Spitzenbelastung
1997	55,92%	2007	47,48%
1998	55,92%	2008	47,48%
1999	55,92%	2009	47,48%
2000	53,81%	2010	47,48%
2001	53,81%	2011	47,48%
2002	51,17%	2012	47,48%
2003	51,17%	2013	47,48%
2004	47,48%	2014	47,48%
2005	44,31%	2015	47,48%
2006	44,31%	2016	47,48%

Tabelle 3: Spitzenbelastung mit Einkommensteuer und Solidaritätszuschlag

Quelle: Eigene Darstellung

Neben der Einkommensteuer unterliegt das gewerbliche Unternehmen der Gewerbesteuer gemäß § 1 GewStG. Diese bemisst sich nach dem Gewerbeertrag, der an das im Rahmen der Einkommensteuer ermittelte Einkommen aus Gewerbebetrieb anknüpft.

3.2.2 Personengesellschaften

Personengesellschaften haben im deutschen Steuerrecht eine Zwischenstellung. Im Zivilrecht hat die Personengesellschaft eine eingeschränkte Rechtsfähigkeit. Nach § 14 BGB ist sie als Personenvereinigung mit der Fähigkeit ausgestattet, Rechte zu erwerben und Verbindlichkeiten einzugehen. Im deutschen Steuerrecht ist sie als selbstständiges Steuerrechtssubjekt anerkannt, das nach der Abgabenordnung für bestimmte Angelegenhei-

⁷⁶ Der Solidaritätszuschlag ist eine Ergänzungsabgabe zur Einkommensteuer und Körperschaftsteuer. Er wurde 1991 zunächst befristet und ab 1995 unbefristet zur Finanzierung der Kosten der deutschen Einheit eingeführt

ten steuerrechtlich in Anspruch genommen wird⁷⁷. Hinsichtlich der Einkommensbesteuerung greift dagegen das Transparenzprinzip.

Auf Ebene der Personengesellschaft findet zunächst eine gemeinschaftliche Gewinnermittlung statt, die auf der Rechnungslegung der Gesellschaft basiert. Das von der Gesellschaft erzielte Einkommen wird dann den Eigentümern in Höhe ihres Anteils im Rahmen einer einheitlichen und gesonderten Feststellung nach § 180 Abs. 1 Nr. 2 Buchst. a AO so zugerechnet, als ob sie dieses unmittelbar selbst erzielt hätten. Neben den anteiligen Gesamthandseinkünften werden in einer zweiten Stufe die Einkünfte, die auf Ebene der Gesellschafter unmittelbar oder mittelbar aus oder für die Personengesellschaft vereinbart wurden, als Sonderbetriebseinnahmen und -ausgaben berücksichtigt.

Eine Einschränkung in der Gewinnermittlung findet sich in § 15a EStG, sofern der Gesellschafter eine handelsrechtliche Haftungsbeschränkung vereinbart hat. In diesem Fall ist die Zuweisung von Verlusten nur insoweit möglich, als diese auch zivilrechtlich getragen werden müssen. Eine steuerliche Verlustzuweisung über das Haftkapital oder darüber hinaus eingelegtes Kapital unterbleibt damit. Werden dem Gesellschafter trotz der Haftungsbeschränkung handelsrechtlich Verluste zugewiesen, können diese steuerlich nur vorgetragen und mit zukünftigen Gewinnanteilen des Gesellschafters verrechnet werden.

Während die Einkommensteuer auf Ebene des Gesellschafters erhoben wird, unterliegt das gewerbliche Unternehmen der Personengesellschaft der Gewerbesteuer nach § 1 GewStG. Sie wird von der gewerblichen Personengesellschaft als Gewerbeobjekt geschuldet und bemisst sich nach dem Gewerbeertrag, der an das im Rahmen der Einkommensteuer ermittelte Einkommen aus Gewerbebetrieb anknüpft.

3.2.3 Kapitalgesellschaften

Für die Besteuerung von Kapitalgesellschaften wird im deutschen Steuerrecht zwischen der steuerlichen Sphäre der Gesellschaft und ihrer Anteilseigner getrennt (Trennungsprinzip)⁷⁸. Kapitalgesellschaften und andere unternehmerisch tätige Körperschaften mit Sitz oder Geschäftsleitung in Deutschland sind gemäß § 1 Abs. 1 KStG selbstständig körperschaftsteuerpflichtig.

⁷⁷ Vgl. Rüsken in: Klein, § 33 Tz. 7.

⁷⁸ Vgl. Jacobs/Schäffler/Sprengel (2015), S. 103.

Kraft Rechtsform erwirtschaften alle unbeschränkt steuerpflichtigen Kapitalgesellschaften ausschließlich Einkünfte als Einkünfte aus Gewerbebetrieb (§ 8 Abs. 2 KStG). Auch bei Kapitalgesellschaften wird das Einkommen nach den Vorschriften des Einkommensteuergesetzes über die steuerliche Gewinnermittlung unter Berücksichtigung der Maßgeblichkeit der Handelsbilanz nach den § 8 KStG, §§ 4, 5 EStG ermittelt.

Die Tarifbelastung aus der Körperschaftsteuer wurde bis zum Jahr 2000 durch einen gesplitteten Steuersatz ermittelt, der 45% bzw. ab 1998 40% für thesaurierte Gewinne und 30% für ausgeschüttete Gewinne betrug. Ab 2001 wurde das Anrechnungsverfahren durch das Steuerentlastungsgesetz (StEntG 1999/2000/2001) aufgegeben und ein einheitlicher Steuersatz von 25% festgesetzt, der im Zuge der Unternehmenssteuerreform 2008 auf 15% gesenkt wurde⁷⁹.

Wie bei der natürlichen Person wird seit 1991 auf die tarifliche Körperschaftsteuer der Solidaritätszuschlag von 5,5 Prozent erhoben. Die Kapitalgesellschaft unterliegt wie die gewerblichen Einzelunternehmen und Personengesellschaften der Gewerbesteuer.

Die kumulierte Steuerbelastung aus Körperschaftsteuer, Solidaritätszuschlag und Gewerbesteuer ergibt sich aus der nachfolgenden Tabelle:

Jahr	Thesaurierungsbelastung	Ausschüttungsbelastung	Jahr	Thesaurierungsbelastung	Ausschüttungsbelastung
1997	57,50%	42,50%	2007	38,36%	38,36%
1998	56,60%	41,60%	2008	29,51%	29,51%
1999	52,30%	42,30%	2009	29,44%	29,44%
2000	51,60%	41,60%	2010	29,41%	29,41%
2001	38,36%	38,36%	2011	29,37%	29,37%
2002	38,36%	38,36%	2012	29,48%	29,48%
2003	39,58%	39,58%	2013	29,55%	29,55%
2004	38,29%	38,29%	2014	29,58%	29,58%
2005	38,31%	38,31%	2015	29,65%	29,65%
2006	38,34%	38,34%	2016	29,72%	29,72%

Tabelle 4: Steuerbelastung mit Körperschaftsteuer, Solidaritätszuschlag und Gewerbesteuer

Quelle: Statistisches Bundesamt, KPMG Tax Survey.

⁷⁹ Unternehmensteuerreformgesetz 2008 (UntStRefG) vom 14. August 2007 (BGBl. I S. 1912)

Eine Besonderheit bei der Besteuerung von Kapitalgesellschaften bildet die in den §§ 14 ff. KStG geregelte Organschaft. Unter bestimmten Voraussetzungen kann das Einkommen einer als Organgesellschaft im Rahmen einer Organschaft eingegliederten Kapitalgesellschaft einem anderen Steuerpflichtigen als Organträger zugerechnet werden. Liegt eine solche Eingliederung vor, erfolgt die Besteuerung ausschließlich beim Organträger unter Einschluss des zugerechneten Einkommens der Organgesellschaft⁸⁰. Damit wird das ansonsten im Einkommensteuerrecht vorherrschende Steuersubjektprinzip durchbrochen⁸¹.

Das deutsche Steuerrecht kennt keine Konzern- oder Gruppenbesteuerung, bei der eine wirtschaftliche Einheit eines Konzerns zum Steuersubjekt erklärt wird⁸². Daher hat die Organschaft eine wesentliche Bedeutung für Kapitalgesellschaftskonzerne. Sie ermöglicht insbesondere unter Durchbrechung des Trennungsprinzips die Verrechnung von Gewinnen und Verlusten zwischen Konzerngesellschaften⁸³.

Die körperschaftsteuerliche Organschaft wurde erstmals 1969 gesetzlich kodifiziert und 1977 modifiziert. Dabei waren ursprünglich die finanzielle, organisatorische und wirtschaftliche Eingliederung als Voraussetzung notwendig. Ab dem Veranlagungszeitraum 2001 genügte dann die für die körperschaftsteuerliche Organschaft eine finanzielle Eingliederung durch einen Gewinnabführungsvertrag⁸⁴. Ab dem Veranlagungszeitraum 2002 sind die Tatbestandsvoraussetzungen der gewerbsteuerlichen Organschaft gleichlautend geregelt⁸⁵.

3.2.4 Die Folgen des Trennungsprinzips – Besteuerung von Gesellschaft und Gesellschaftern

Im rechtsformabhängigen dualen System des deutschen Einkommensteuerrechts werden die Gewinne von Kapitalgesellschaften zunächst auf Ebene der Kapitalgesellschaft besteuert. Diese Gewinne sind zivilrechtlich zunächst so lange von der steuerlichen Sphäre des Gesellschafters getrennt, bis sie diesem durch Ausschüttung zufließen. Mit dem Zufluss stellen sie

⁸⁰ Vgl. Neumann in: Gosch (2014) § 14 Tz. 1.

⁸¹ Vgl. BFH, Urteil vom 28. Juli 2010, I R 111/09, BFH/NV 2011, 67 Tz. 12.

⁸² Vgl. Oestreicher/Scheffler/Spengel/Wellisch (2008).

⁸³ Vgl. Krumm in: Blümich (2016), KStG § 14 Rn. 2.

⁸⁴ Steuersenkungsgesetz (StSenkG) vom 23. Oktober 2000, BGBl. I 2000, S. 1433.

⁸⁵ Unternehmenssteuerfortentwicklungsgesetz (UntStFG) vom 20. Dezember 2001, BGBl. I 2001, S. 3858.

auf der Ebene des Gesellschafters einkommensteuerlich zu erfassende Einkünfte aus Kapitalvermögen i.S.d. § 20 EStG oder, sofern die Beteiligung im Betriebsvermögen gehalten wird, Einkünfte aus Gewerbebetrieb i. S. d. § 15 EStG dar.

Damit werden die ausgeschütteten Gewinne einer Kapitalgesellschaft bei zwei verschiedenen Steuersubjekten besteuert. Die daraus resultierende doppelte Besteuerung wurde in den Jahren von 1977 bis 2000 durch das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren ausgeglichen. So wurden zunächst auf die von der Kapitalgesellschaft erzielten Gewinne unterschiedliche Körperschaftsteuersätze angewendet, die zwischen 0 % auf Auslandsgewinne und zuletzt 40 % auf inländische Gewinne variieren konnten. Wurden diese Gewinne dagegen ausgeschüttet, war gemäß § 27 KStG a.F. ein einheitlicher Ausschüttungssteuersatz vorgesehen. Dazu wurde auf Ebene der Kapitalgesellschaft durch nachträgliche Erhöhung oder Gutschrift eine sogenannte Ausschüttungsbelastung von zuletzt 30 % hergestellt. Damit wurde sichergestellt, dass alle Ausschüttungen den Gesellschaftern mit einem einheitlichen Steuersatz belastet zugeflossen sind. Auf die Einkommensteuer des Gesellschafters wurde diese Steuerbelastung gemäß § 36 Abs. 2 Nr. 3 EStG a.F. angerechnet. Im Ergebnis entsprach die Steuerbelastung der ausgeschütteten Gewinne bei Durchführung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens auf Ebene der Gesellschaft und der Steueranrechnung auf Ebene des Gesellschafters genau der Einkommensteuerbelastung des Gesellschafters. Eine Doppelbesteuerung wurde damit vermieden. Das Anrechnungsverfahren war jedoch durch die Verwaltung der unterschiedlichen auf das Einkommen der Kapitalgesellschaft angewendeten Steuersätze in sogenannten Töpfen komplex und aufgrund der Möglichkeit einer Anrechnung ausschließlich bei unbeschränkt Steuerpflichtigen wohl auch EU-rechtswidrig⁸⁶.

Mit dem StSenkG wurde daher ab dem Veranlagungszeitraum 2001 das Halbeinkünfteverfahren eingeführt. Danach führte die Kapitalgesellschaft die Körperschaftsteuer zu einem Steuersatz von 25 % definitiv an das Finanzamt ab. Eine Anrechnung der Körperschaftsteuer auf Ebene des Gesellschafters erfolgt nicht mehr. Die Vermeidung der wirtschaftlichen Doppelbesteuerung wird nunmehr durch eine ermäßigte Besteuerung beim Gesellschafter erreicht, der im Halbeinkünfteverfahren nur noch die Hälfte der ihm zugeflossenen Ausschüttung versteuert. Die andere Hälfte wurde nach § 3 Nr. 40 Buchst. d EStG a.F. zum

⁸⁶ Vgl. Grashoff (2011), Rn. 374.

Ausgleich der auf Ebene der Kapitalgesellschaft erhobenen definitiven Körperschaftsteuer von der Einkommensteuer freigestellt.

Ab dem Veranlagungszeitraum 2009 wurde das Halbeinkünfteverfahren durch das Teileinkünfteverfahren und die Abgeltungsteuer ersetzt. Dieses Verfahren ging mit einer weiteren Absenkung der Körperschaftsteuer von 25 % auf 15 % und des Gewerbesteuermessbetrags von 5 % auf 3,5 % einher. Sofern die Beteiligung an der Kapitalgesellschaft im Privatvermögen gehalten wird, unterliegt eine Gewinnausschüttung der als Abgeltungsteuer erhobenen Kapitalertragsteuer mit einem Steuersatz von 25 %. Diese Steuerbelastung war auf Ebene des Gesellschafters definitiv. Bei unternehmerischen Beteiligungen oberhalb von 10 % oder bei Anteilen im Betriebsvermögen wird nach § 3 Nr. 40 Buchst. d EStG n.F. im Teileinkünfteverfahren ein Teil von 40 % anstelle der bisher im Halbeinkünfteverfahren angewendeten 50 % steuerfrei gestellt.

Da die Steuerbelastung auf Ebene der Kapitalgesellschaft beim Gesellschafter durch das Teileinkünfteverfahren oder die Abgeltungsteuer nicht vollständig kompensiert wird, kann die Gesamtsteuerbelastung von Gewinnen aus Kapitalgesellschaften mit der Steuerbelastung von Unternehmen in der Rechtsform der natürlichen Person oder Personengesellschaft in Abhängigkeit vom anwendbaren persönlichen Einkommensteuersatz des Anteilseigners abweichen. Im Gegensatz zum Anrechnungsverfahren kann die pauschalierende Ermäßigung der Einkommensteuer des Anteilseigners dazu führen, dass die Vorbelastung mit Körperschaftsteuer beim Anteilseigners über- oder unterkompensiert wird⁸⁷.

Aus dem Halb- und nachfolgendem Teileinkünfteverfahren ergeben sich zwei Aspekte, die im Rahmen von Gestaltungen relevant werden können. Zum einen betrifft dieses das sogenannte Schachtelprivileg, also mehrstufige Beteiligungsketten von Kapitalgesellschaften, zum anderen die Möglichkeit der Thesaurierung. Werden die Gewinne im Rahmen von Holding-Strukturen oder sogenannten Doppelstockmodellen an eine andere Körperschaft ausgeschüttet, sind sie seit der Einführung des Halb- und Teileinkünfteverfahrens von der Besteuerung nach § 8b KStG freigestellt. Lediglich ein Anteil von 5 % wird als fiktive nicht abziehbare Betriebsausgabe hinzugerechnet. Damit sind Gewinne einer Kapitalgesellschaft, solange sie auf Ebene der Kapitalgesellschaft thesauriert oder an eine übergeordnete

⁸⁷ Vgl. Jacobs/Schäffler/Sprengel (2015), S. 103.

Holding ausgeschüttet und dort thesauriert werden, lediglich mit Körperschaftsteuer belastet⁸⁸.

Die wesentliche Folge des Trennungsprinzips ist, dass die zwischen einer Kapitalgesellschaft und einem Gesellschafter bestehenden Vertragsbeziehungen steuerlich anerkannt werden. Die von der Kapitalgesellschaft an die Gesellschafter bezahlten Vergütungen mindern den körperschaftsteuerlichen Gewinn auf Ebene der Gesellschaft, während sie auf Ebene des Gesellschafters im Rahmen der sieben Einkunftsarten der Einkommensteuer unterliegen. Die Ausgestaltung der Vertragsbeziehungen hat sich jedoch dem sogenannten Fremdvergleich zu stellen. Vergütungen, die dem Fremdvergleich nicht standhalten, werden über das Rechtsinstitut der verdeckten Gewinnausschüttung oder verdeckten Einlage steuerlich korrigiert.

3.2.5 Gewerbesteuer

Neben der Einkommen- oder Körperschaftsteuer unterliegen inländische Gewerbebetriebe nach § 1 Abs. 1 GewStG unabhängig von ihrer Rechtsform der Gewerbesteuer. Die Gewerbesteuer wird nach der Definition des § 3 Abs. 2 AO als eine Real- oder Sachsteuer von der Gemeinde, in der der Gewerbebetrieb liegt, erhoben.

Anknüpfungspunkt der Besteuerung ist der Gewerbebetrieb, der mit der Betriebsdefinition des Einkommensteuergesetzes übereinstimmt. Gewerbebetrieb ist jedes Unternehmen, das eine selbständige und von den freien Berufen abgegrenzte Tätigkeit umfasst, die planmäßig und auf gewisse Dauer angelegt ist.

Die Bemessungsgrundlage der Gewerbesteuer war bis zum Veranlagungszeitraum 1997 der Gewerbeertrag sowie das Gewerbekapital, erst seit dem Veranlagungszeitraum 1998 wird nach § 6 GewStG ausschließlich der Gewerbeertrag zugrunde gelegt. Der Gewerbeertrag geht nach § 7 GewStG vom einkommensteuerlichen oder körperschaftsteuerlichen Ergebnis aus, das um Hinzurechnungen und Kürzungen korrigiert wird. Diese Korrekturen dienen dazu, die gewerbesteuerliche Bemessungsgrundlage zu objektivieren und unabhängig von der Finanzierung des Unternehmens zu machen. Zum Veranlagungszeitraum 2008 wurde die Gewerbesteuer weiter reformiert. So ist seitdem die Gewerbesteuer nach § 4 Abs. 5b

⁸⁸ Vgl. Jacobs/Schäffler/Sprengel (2015), S. 103.

EStG n.F. keine abziehbare Betriebsausgabe mehr, gleichzeitig wurde der Umfang der Hinzurechnungen und Kürzungen verändert.

Als wesentliche Hinzurechnung zum Gewerbeertrag sind die Finanzierungsaufwendungen anzusehen, die nach § 8 Nr. 1 ff. GewStG erfasst werden. Der Umfang und die Höhe der hinzuzurechnenden Finanzierungsaufwendungen wurden im Zeitablauf mehrfach reformiert. So waren bis zum Veranlagungszeitraum 2007 die folgenden Aufwendungen zur Bemessungsgrundlage der Gewerbesteuer hinzuzurechnen:

- 50 % der Entgelte für Schulden, die der Betriebserweiterung oder der nicht nur vorübergehenden Betriebskapitalverstärkung dienen (sogenannte Dauerschulden) sowie Entgelte, Renten und dauernde Lasten, die aus der Gründung oder dem Erwerb des Betriebs resultieren (§ 8 Nr. 1 GewStG a.F.)
- 100 % der Gewinnanteile des stillen Gesellschafters (§ 8 Nr. 3 GewStG a.F.)
- 50 % der Miet- und Pachtzinsen für bewegliche Wirtschaftsgüter unter Berücksichtigung von bestimmten Freistellungs- und Freibetragsregeln (§ 8 Nr. 7 GewStG a.F.)

Mit der Reform der Gewerbesteuer durch das Unternehmensteuerreformgesetz 2008 vom 14.08.2007 wurde die Hinzurechnung von Finanzierungsaufwendungen ausgeweitet und vereinheitlicht. So wird ab dem Veranlagungszeitraum 2008 ein Viertel der Summe der Finanzierungsaufwendungen hinzugerechnet, soweit diese den Freibetrag von 100.000 EUR überschreiten. Als Finanzierungsaufwendungen werden folgende Aufwendungen erfasst:

- 100 % aller Entgelte für Schulden, Renten und dauernde Lasten und Gewinnanteile stiller Gesellschafter (§ 8 Nr. 1 Buchst. a, b GewStG n.F.)
- 20 % der Miet- und Pachtzinsen und Leasingraten für bewegliche Wirtschaftsgüter (§ 8 Nr. 1 Buchst. d GewStG n.F.)
- 50 % der Miet- und Pachtzinsen für unbewegliche Wirtschaftsgüter (§ 8 Nr. 1 Buchst. e GewStG n.F.)
- 25 % der Lizenz- und Konzessionsaufwendungen (§ 8 Nr. 1 Buchst. f GewStG n.F.)

Damit werden nicht nur die klassischen Finanzierungsaufwendungen für Schulden oder schuldähnliche Finanzierungen in die Bemessungsgrundlage einbezogen, sondern auch die

Finanzierungsaufwendungen, die anteilig in den vom Unternehmen in Anspruch genommenen Sachkrediten enthalten sind. Dazu unterstellt der Gesetzgeber pauschalisierte Finanzierungsquoten.

Nach der Ermittlung des Gewerbeertrags wird dieser nach § 11 GewStG mit einer Steuermesszahl multipliziert, um den Gewerbesteuermessbetrag zu ermitteln. Bis zum Veranlagungszeitraum 2007 betrug die Steuermesszahl 5 %. Zur Kompensation des entfallenden Betriebsausgabenabzugs der Gewerbesteuer durch das Unternehmensteuerreformgesetz 2008 wurde die Messzahl auf 3,5 % abgesenkt. Der Gewerbesteuermessbetrag wird vom zuständigen Finanzamt festgestellt und bildet die Grundlage nach § 171 Abs. 10 AO für die Erhebung der Gewerbesteuer durch die zuständige Gemeinde. Diese legt einen gemeindespezifischen anwendbaren Hebesatz fest, der mit dem Gewerbesteuermessbetrag multipliziert wird und so die Gewerbesteuer ergibt. Durch die unterschiedlichen, von der Gemeinde abhängigen Hebesätze, die innerhalb des Bundesgebietes erheblich abweichen, ist die Gewerbesteuer zu einem Standortfaktor geworden⁸⁹.

Konnten Gemeinden aus einer kommunalen Standortpolitik heraus Hebesätze von null festsetzen, sind diese seit 2004 nach § 16 Abs. 4 Satz 2 GewStG verpflichtet, Gewerbesteuern mit einem Mindesthebesatz von 200 % zu erheben. Damit ist es Gemeinden nicht mehr möglich, durch eine Festsetzung des Hebesatzes von null auf die Erhebung von Gewerbesteuer zu verzichten⁹⁰. Der höchste in Deutschland von einer Gemeinde festgesetzte Hebesatz liegt bei 900 %, während der durchschnittliche Hebesatz im Jahr 2015 bei ca. 431 % liegt⁹¹.

3.2.6 Gewinnermittlungsverfahren

3.2.6.1 Übersicht

Das deutsche Einkommensteuergesetz kennt grundsätzlich zwei Verfahren zur Ermittlung von Einkünften: zum einen den Betriebsvermögensvergleich, zum anderen den Überschuss der Einnahmen über die Werbungskosten. Der Einsatz des anzuwendenden Verfahrens ergibt sich aus der Art der Einkünfte, die zu ermitteln sind. Die Einkünfte aus einem Unter-

⁸⁹ Vgl. Drüen in: Blümich (2016), GewStG, § 1 Rn. 12.

⁹⁰ Vgl. zur Verfassungsmäßigkeit BVerfG, Beschluss vom 27. Januar 2010, 2 BvR 2185/04.

⁹¹ Vgl. Ergebnisse der DIHK-Hebesatzumfrage 2015 unter allen Gemeinden ab 20.000 Einwohnern, URL (30. Juni 2016): www.dihk.de/ressourcen/downloads/dihk-hebesatzumfrage-2015-im-ueberblick.

nehmen sind in der Regel als Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG einzuordnen. Diese werden dann durch Betriebsvermögensvergleich ermittelt, indem das Betriebsvermögen zum Ende des Wirtschaftsjahres dem Betriebsvermögen zu Beginn des Wirtschaftsjahres gegenübergestellt und um die Entnahmen und Einlagen des Unternehmers bereinigt wird.

3.2.6.2 Derivativer Betriebsvermögensvergleich und Maßgeblichkeit

Ein Unternehmer unterliegt als Kaufmann regelmäßig der handelsrechtlichen Buchführungspflicht nach §§ 238 ff. HGB, so dass er in der Steuerbilanz nach dem Grundsatz der Maßgeblichkeit entsprechend § 5 Abs. 1 Satz 1 EStG das Betriebsvermögen ansetzt, das sich aus der Handelsbilanz ergibt. Dieses gilt zunächst für die Bilanzierung dem Grunde sowie grundsätzlich auch der Höhe nach. Im Einkommensteuergesetz wurden jedoch im Verlauf seiner Gültigkeit Regelungen eingefügt, die für diverse Bilanzpositionen einschränkende oder modifizierende steuerbilanzielle Ansätze oder Bewertungen vorschreiben und damit die Maßgeblichkeit durchbrechen.

So galt bis in die 70er Jahre das Maßgeblichkeitsprinzip in Deutschland noch fast ohne Ausnahmen. Erst dann führte der Gesetzgeber, unterstützt durch die vom BFH fortentwickelte Rechtsprechung⁹², erste wesentliche Durchbrechungen durch eigenständige Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften ein. Diese waren nach den entsprechenden Gesetzesbegründungen im Wesentlichen vom Ziel einer objektivierten Bemessungsgrundlage geleitet und können damit als fiskalisch motiviert bezeichnet werden. So wurde zunächst grundsätzlich klargestellt, dass handelsrechtliche Wahlrechte unabhängig von der Ausübung in der Handelsbilanz in der Steuerbilanz zu beurteilen sind. Für handelsrechtliche Aktivierungswahlrechte greift in der Steuerbilanz eine Ansatzpflicht, für Passivierungswahlrechte ein Ansatzverbot. Davon sind insbesondere die Vorschriften zum Ansatz von Rechnungsabgrenzungsposten und zur Ermittlung der Herstellungskosten sowie die Aufwandsrückstellungen betroffen. Die Einschränkungen der Maßgeblichkeit wirken damit insbesondere bei handelsrechtlichen Wahlrechten, die dem Kaufmann eine vorsichtige Bilanzierung verbunden mit einem niedrigeren Gewinnausweis erlaubten.

⁹² Vgl. BFH, Urteil vom 03. Februar 1969, GrS 2/69, BStBl. II 1969, S. 291 sowie BFH, Urteil vom 02. März 1970, GrS 1/69 BStBl. II 1970, S. 382.

Ab dem Jahr 1983 wurden durch Änderungen des Einkommensteuergesetzes im Rahmen des Haushaltsbegleitgesetzes 1983⁹³ und des Steuerreformgesetzes 1990⁹⁴ weitere postenbezogene Durchbrechungen mit den Passivierungsverboten einzelner Rückstellungen nach § 5 Abs. 3, 4 EStG eingeführt⁹⁵. Durch weitere Gesetzesänderungen wurde ab 1997 erheblich in die Rückstellungsbilanzierung eingegriffen, indem mit § 5 Abs. 4a EStG das Ansatzverbot für Drohverlustrückstellungen in die Steuerbilanz eingeführt wurde⁹⁶. Im Sinne der durch den Gesetzgeber erwünschten objektivierte Bemessungsgrundlage fällt dadurch das steuerbilanzielle Betriebsvermögen höher als das handelsrechtlich ausgewiesene Eigenkapital aus.

Im Zeitablauf wurde die Bewertung im Einkommensteuergesetz zunehmend unabhängig von den handelsrechtlichen Vorgaben geregelt. Dabei sind insbesondere die Bewertungsvorschriften zu Verbindlichkeiten und Rückstellungen in § 6 Abs. 1 EStG zu nennen. Ein besonderer Aspekt liegt in der durch § 6a EStG vorgegebenen Bewertung von Pensionsrückstellungen. Durch die Übernahme der steuerbilanziellen Wertansätze in der Handelsbilanz⁹⁷ wurde eine potenzielle Unterbewertung der Pensionsverpflichtungen in der Anwartschaftsphase akzeptiert⁹⁸.

Allerdings sieht das Einkommensteuerrecht aus Lenkungsgründen auch Wertansätze vor, die unter den handelsrechtlichen Bewertungsgrenzen liegen. Zu nennen sind hier die Ansparabschreibungen für Neuinvestitionen, die Möglichkeit der Übertragung stiller Reserven sowie Begünstigungen bei der Abschreibung. Fiskalisch motiviert hatte sich der Gesetzgeber jedoch dazu entschieden, die steuerlich niedrigeren Wertansätze nur zu gewähren, wenn sie gewinnmindernd in die Handelsbilanz übernommen wurden. Dieses Konzept der sogenannten „umgekehrten Maßgeblichkeit“ wurde durch die handelsrechtlichen Öffnungsklauseln der §§ 247 Abs. 3, 254 S. 1, 273, 279 Abs. 2, 280 Abs. 2 und 3, 281 HGB a.F. kodifiziert, die die Übernahme steuerlich niedriger Wertansätze in die Handelsbilanz erlaubten. Gerade dieses Konzept der umgekehrten Maßgeblichkeit und damit der Einfluss einkommensteuerlicher Bewertungsmaßstäbe in der Steuerbilanz hat zu zunehmender

⁹³ Haushaltsbegleitgesetzes 1983 vom 20. Dezember 1982, BGBl. I 1982 S. 1857.

⁹⁴ Wohnungsbauförderungsgesetz vom 22. Dezember 1989, BStBl. I 1989 S. 505.

⁹⁵ Vgl. Herden/Gmach (1990), S. 1701.

⁹⁶ Gesetz zur Fortsetzung der Unternehmenssteuerreform (UntStRFoG) vom 29. Oktober 1997, BGBl. I 1997, S. 2590.

⁹⁷ Vgl. IDW (1988).

⁹⁸ Vgl. Bode/Hainz (2005) S. 152.

Kritik geführt⁹⁹. So kann der handelsrechtliche Jahresabschluss aber Abschreibungen und Passivposten enthalten, die nicht auf handelsrechtlichen Bilanzierungsgrundsätzen, sondern auf steuerlichen Subventionen beruhen. Dieses verzerrt die handelsbilanzielle Vermögens-, Finanz- und Ertragslage¹⁰⁰.

Zielsetzung der umgekehrten Maßgeblichkeit war es, den Kapitalerhalt für die zeitlich verlagerte Steuerlast sicherzustellen. Im Gegensatz zu der Konzeption der latenten Steuern, bei der die Steuerlast aus einem niedrigeren steuerbilanziellen Wertansatz in Form einer handelsbilanziellen Rückstellung für latente Steuern den Gewinn und damit der Ausschüttungsgrundlage kürzt, wurde bei dem Konzept der umgekehrten Maßgeblichkeit die gesamte steuerbilanzielle Wertdifferenz beim handelsbilanziellen Gewinn gekürzt und damit sowohl der Steueranteil als auch der Nettoertrag der Gesellschafter für die Ausschüttung gesperrt.

3.2.6.3 Entwicklung der Steuerbilanz nach der Bilanzrechtsmodernisierung

Insbesondere in dem aus dem Konzept der umgekehrten Maßgeblichkeit resultierenden fiskalpolitisch motivierten Eingriff in die handelsrechtliche Bilanzierung wurde für kapitalmarktorientierte Unternehmen ein Wettbewerbsnachteil gesehen. Der Kritik in der Literatur auf der einen Seite und der internationalen Angleichung der externen Rechnungslegung auf der anderen Seite konnte sich der deutsche Gesetzgeber nicht entziehen¹⁰¹. Im Zuge der Bilanzrechtsmodernisierung im Jahr 2009¹⁰² wurde daher die handelsrechtliche und steuerliche Bilanzierung neu geordnet. So wurde zum einen das Handelsrecht an internationale Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften der IAS/IFRS angeglichen. Die materielle Maßgeblichkeit der Handelsbilanz für die Steuerbilanz blieb bestehen, allerdings wurde die umgekehrte Maßgeblichkeit aufgegeben¹⁰³. Damit können Wahlrechte, die sowohl handelsrechtlich als auch steuerrechtlich bestehen, aufgrund des § 5 Abs. 1 EStG nunmehr in der Handelsbilanz und in der Steuerbilanz unterschiedlich ausgeübt werden¹⁰⁴.

⁹⁹ Vgl. Arbeitskreis Bilanzrecht der Hochschullehrer Rechtswissenschaft (2008) m.w.N.

¹⁰⁰ Vgl. Knobbe-Keuk (1993), S. 31.

¹⁰¹ Vgl. Bundestags-Drucksache 16/10067, S. 34.

¹⁰² Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) vom 25. Mai 2009, BGBl. I 2009, 1102.

¹⁰³ Vgl. Künkele/Zwirner (2010).

¹⁰⁴ Vgl. BMF vom 12. März 2010 (IV C 6 – S 2133/09/10001), BStBl. I 2010 S. 239.

Der Kapitalerhalt für die zeitlich nachgelagerte Besteuerung wird durch die neu konzeptionierten latenten Steuern sichergestellt, die mit dem Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) in § 274 HGB n.F. vom Temporary- auf das Timing-Prinzip umgestellt wurden.

3.3 Besteuerung der Übertragung von Einzelunternehmen und Personengesellschaftsanteilen (Asset Deal)

3.3.1 Überblick

Als Asset Deal wird die Veräußerung eines Unternehmens verstanden, das aus Einzelwirtschaftsgütern besteht, die in ihrer Gesamtheit die unternehmerische Einheit bilden. Diese gehen im Rahmen der Einzelrechtsnachfolge auf den neuen Rechtsträger über, die Beteiligten vereinbaren dabei den Übergang von einzelnen Sachen und Rechten. Die zivilrechtliche Umsetzung setzt daher regelmäßig eine Benennung der übertragenen Sachen und Rechte voraus, die Gegenstand der Unternehmensakquisition sind. Es kommt daher zu einem Wechsel des zivilrechtlichen Unternehmensträgers.

Das Steuerrecht knüpft an diese zivilrechtliche Gestaltung an, indem es den Verkauf eines Unternehmens in Form eines Asset Deals als Verkauf von einzelnen Wirtschaftsgütern im Rahmen der Gewinnermittlung des Verkäufers erfasst. Aufgrund des Transparenzprinzips, das für Personengesellschaften Anwendung findet, gelten die Grundsätze des Verkaufs eines Einzelunternehmens auch bei der Beteiligung an einer Personengesellschaft.

3.3.2 Einkommensbesteuerung des Veräußerers

3.3.2.1 Veräußerung durch eine natürliche Person

Der Verkäufer muss den Gewinn aus dem Verkauf der Einzelwirtschaftsgüter grundsätzlich der Ertragsbesteuerung unterwerfen. Verkauft eine natürliche Person als Inhaber ein Unternehmen, wird der Gewinn grundsätzlich als Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG erfasst. Die Besteuerung erfolgt also zunächst korrespondierend zu den zum Verkauf anfallenden laufenden Einkünften. Der Gewinn aus dem Verkauf ermittelt sich dabei als die Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem steuerlichen Buchwert der übertragenen Wirtschaftsgüter und Schulden, der sich aus der Steuerbilanz entsprechend der § 4 Abs. 1 und § 5 EStG am Übertragungstichtag ergibt.

Kaufpreis	
./. Buchwert der übertragenen Wirtschaftsgüter und Schulden	
./. Veräußerungskosten	
<hr/>	
= Steuerlicher Gewinn	

Tabelle 5: Ermittlung des Gewinns aus dem Verkauf eines Einzelunternehmens
Quelle: Eigene Darstellung.

Bei dem Verkauf eines Einzelunternehmens durch eine natürliche Person sieht das Einkommensteuergesetz eine Reihe von rechtformabhängigen Begünstigungen vor. So wird der Veräußerungsgewinn in § 16 EStG zur Abgrenzung vom laufenden Gewinn gesondert erfasst. Voraussetzung ist, dass ein ganzer Betrieb oder ein in sich geschlossener Teilbetrieb verkauft wird. Sofern der Steuerpflichtige das 55. Lebensalter überschritten hat, wird nach § 16 Abs. 4 EStG ein Freibetrag gewährt, der nach Überschreiten einer Gewinnobergrenze jedoch wieder anteilig abschmilzt. Eine weitere Ermäßigung greift nach § 34 EStG beim Steuersatz, wodurch Progressionseffekte im Rahmen der Einkommensteuer gemildert werden sollen.

3.3.2.2 Kapitalgesellschaften als Verkäufer der Wirtschaftsgüter

Verkauft eine Kapitalgesellschaft ein Unternehmen im Rahmen eines Asset Deal, so wird der Verkaufsgewinn ebenfalls durch Gegenüberstellung des Verkaufserlöses zum steuerlichen Buchwert der übertragenen Wirtschaftsgüter ermittelt und fließt damit in die körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage nach §§ 7, 8 KStG ein. Im Gegensatz zu natürlichen Personen kennt das Körperschaftsteuergesetz jedoch keine personenbezogenen Erleichterungen. So unterliegt der Gewinn uneingeschränkt der tariflichen Körperschaftsteuer.

3.3.3 Gewerbesteuer

Im Gegensatz zum laufenden Gewinn unterliegt der Betriebsaufgabegewinn grundsätzlich nicht der Gewerbesteuer, da diese als Objektsteuer lediglich den werbenden Betrieb entsprechend der §§ 1, 7 GewStG zum Besteuerungsobjekt hat¹⁰⁵. Diese Abgrenzung zwischen

¹⁰⁵ Vgl. z.B. BFH, Urteil vom 14. Dezember 2006 IV R 3/05, BStBl. II 2007, S. 777.

laufendem und Betriebsaufgabegewinn greift jedoch nicht bei Gewerbebetrieben kraft Rechtsform nach § 2 Abs. 2 GewStG, also insbesondere nicht bei Kapitalgesellschaften¹⁰⁶.

Aus der gewerbesteuerlichen Betrachtung der Personengesellschaft als Gewerbeobjekt ergab sich, dass der Betriebsaufgabegewinn wie beim gewerblichen Einzelunternehmer steuerfrei gestellt wurde. Ab dem Erhebungszeitraum 2002 wurde jedoch durch eine Änderung des § 7 GewStG auf die Rechtsform des Gesellschafters abgestellt¹⁰⁷. Sofern der Betriebsaufgabegewinn auf eine natürliche Person entfällt, verbleibt es bei der Gewerbebesteuerfreiheit. Entfällt er dagegen auf eine Kapitalgesellschaft, so unterliegt er auf Ebene der Personengesellschaft (anteilig) der Gewerbebesteuer¹⁰⁸.

¹⁰⁶ Vgl. BFH, Urteil vom 05. September 2001 I R 27/01, BStBl. II 2002, S. 155.

¹⁰⁷ Gesetz zur Fortentwicklung des Unternehmenssteuerrechts (Unternehmenssteuerfortentwicklungsgesetz UntStFG) vom 20. Dezember 2001, BGBl. I 2001, S. 3858.

¹⁰⁸ Vgl. Bundestags-Drucksache 14/6882, S. 67 und 14/7344, S. 29.

3.3.4 Besteuerung beim Käufer

3.3.4.1 Kaufpreisallokation durch den Unternehmenskäufer

Aus Sicht des Unternehmenskäufers hat der Asset Deal im Erwerbszeitpunkt zunächst keine unmittelbare steuerliche Auswirkung. Der Käufer erwirbt die einzelnen Wirtschaftsgüter und erfasst sie mit ihren individuellen Anschaffungskosten, wenn diese vertraglich festgelegt sind. Sofern ein einheitlicher Gesamtpreis ohne individuelle Aufteilung auf die übertragenen Wirtschaftsgüter vereinbart wurde, muss der Käufer diesen Kaufpreis im Rahmen einer Kaufpreisallokation aufteilen und den erworbenen Wirtschaftsgütern zuordnen (Kaufpreisallokation). Dazu werden nach § 6 Abs. 1 Nr. 7 EStG die Wirtschaftsgüter mit dem Teilwert, höchstens jedoch mit den Anschaffungskosten angesetzt.

Die Aufteilung des Kaufpreises muss gleichmäßig und nach objektiven Gesichtspunkten durchgeführt werden¹⁰⁹, wobei regelmäßig die aus der BFH-Rechtsprechung abgeleitete Stufentheorie zur Anwendung kommt¹¹⁰. Nachdem in einer ersten Stufe der Kaufpreis auf die erworbenen materiellen und immateriellen Wirtschaftsgüter in Höhe ihrer Teilwerte verteilt wurde, ist der übersteigende Betrag einem Geschäfts- oder Firmenwert zuzuordnen. Wenn der Kaufpreis die Teilwerte der Einzelwirtschaftsgüter und des gegebenenfalls vorhandenen Geschäfts- oder Firmenwertes übersteigt und außerbetriebliche Gründe für eine Mehrleistung ausscheiden, darf der Mehrbetrag als Betriebsausgabe behandelt werden. Dieses kann z.B. im Falle einer Akquisition und anschließenden Stilllegung eines Konkurrenzbetriebs der Fall sein. Ist der Gesamtpreis jedoch niedriger als die Summe der Teilwerte der erworbenen Wirtschaftsgüter, so ist der anzusetzende Buchwert der Wirtschaftsgüter anteilig zu reduzieren.

3.3.4.2 Absetzung für Abnutzung (AfA) bei den erworbenen Wirtschaftsgütern

Die steuerliche Kaufpreisallokation wirkt sich allerdings mittelbar auf die laufende Besteuerung des fortgeführten Unternehmens nach der Akquisition aus. Soweit es sich um abnutzbare Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens handelt, kann der Käufer dann für die einzelnen Wirtschaftsgüter die jeweils zulässige Absetzung für Abnutzung (AfA) nach § 6 Abs. 1 Nr. 1 und § 7 EStG über die betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer vornehmen. Für

¹⁰⁹ Vgl. BFH, Urteil vom 24. Mai 1984 I R 166/78, und BFH, Urteil vom 21. Mai 1970 IV R 131/68.

¹¹⁰ Vgl. BFH, Urteil vom 07. November 1985 IV R 7/83; BFH, Urteil vom 7. Juni 1984 IV R 79/82; Schmidt (1996), § 16 Rn. 488-489.

nicht abnutzbare Wirtschaftsgüter kommt dagegen eine Absetzung für Abnutzung nicht in Betracht, lediglich ein dauerhaft gesunkener Teilwert erlaubt gegebenenfalls eine außerplanmäßige Abschreibung nach § 6 Abs. 1 Nr. 2 EStG.

3.3.5 Gestaltungsmöglichkeiten für den Asset Deal

3.3.5.1 Gestaltungen durch den Verkäufer

Der Verkäufer hat bei einem Verkauf seines Unternehmens nur wenige Gestaltungsmöglichkeiten, die sich auf seine Besteuerung auswirken. Während die Höhe des Veräußerungsgewinns im Rahmen der Gewinnermittlung objektiv nicht verändert werden kann, bleibt ihm lediglich die Bestimmung des Veräußerungszeitpunktes. So kann der Verkäufer aus steuertariflichen Erwägungen heraus den Zeitpunkt der Veräußerung in einen Veranlagungszeitraum legen, in welchem er Verluste aus anderen Einkunftsarten realisiert oder in welchem er aufgrund fehlender anderer Einkünfte einem niedrigeren Progressionssteuersatz unterliegt.

Eine weitere Möglichkeit eröffnet die Veräußerung des Einzelunternehmens durch eine natürliche Person gegen wiederkehrende Rentenbezüge¹¹¹. Da diese Bezüge über mehrere Veranlagungszeiträume zufließen, besteht für den Veräußerer ein Wahlrecht zwischen der Sofortbesteuerung und der nachträglichen Besteuerung des Veräußerungsgewinns¹¹². Neben den möglichen steuerlichen Vorteilen wird jedoch in der betrieblichen Praxis auf eine angemessene Besicherung des Verkäufers abgestellt, z.B. durch Bankbürgschaften, eine Grundschuld auf die Betriebsimmobilie oder die Sicherungsübereignung von Betriebsvorrichtungen¹¹³.

3.3.5.2 Gestaltungen durch den Käufer

Der Käufer kann – im Gegensatz zum Share Deal – bereits den gesamten Kaufpreis im Akquisitionszeitpunkt steuerlich wirksam auf die Wirtschaftsgüter des akquirierten Unternehmens verteilen (Kaufpreisallokation). Aus der Sicht des Käufers kommt es deshalb darauf an, den Barwert der zukünftigen Steuerzahlungen durch Abschreibungen zu mini-

¹¹¹ Vgl. R 16 Abs. 11 EStR 2012

¹¹² Vgl. Jacobs/Schäffler/Sprengel (2015), S. 739.

¹¹³ Vgl. Beisel in: Beisel/Klumpp (2016), § 11 Rn. 41 ff.

mieren¹¹⁴. Der Käufer hat daher den Anreiz, bei Durchführung der Kaufpreisallokation über eine wirtschaftlich begründbare Verteilung einen möglichst hohen Anteil des Kaufpreises solchen Wirtschaftsgütern zuzuordnen, die abnutzbar sind und eine möglichst kurze Restnutzungsdauer aufweisen¹¹⁵. Je höher die Absetzung für Abnutzung ist und je schneller sie vorgenommen werden kann, desto höher ist der Barwert der so erzielten Steuerminderung.

3.4 Besteuerung der Übertragung von Anteilen an Kapitalgesellschaften (Share Deal)

3.4.1 Überblick

Bei einem Share Deal werden die Anteilsrechte an einer Kapitalgesellschaft, also dem zivilrechtlichen Unternehmensträger, selbst übertragen. Die Kapitalgesellschaft als Steuersubjekt im Einkommensteuerrecht besteht unverändert fort. Im Gegensatz zum Asset Deal führt die übernommene Kapitalgesellschaft die handelsbilanziellen und steuerbilanziellen Buchwerte fort.

War der Verkäufer der Anteile einer inländischen Kapitalgesellschaft eine natürliche Person, so unterlagen bis zum Jahr 2008 seine Einkünfte aus dem Verkauf nur dann der Einkommensteuer, wenn es sich um eine gewerbliche Beteiligung im Betriebsvermögen handelte oder die Beteiligung wesentlich i.S.v. § 17 EStG war. Liegt dagegen keine wesentliche oder gewerbliche Beteiligung vor, so wurde der Verkauf als privates Veräußerungsgeschäft lediglich im Rahmen der sonstigen Einkünfte nach §§ 22, 23 EStG erfasst, sofern der Verkauf innerhalb der einjährigen Spekulationsfrist erfolgte. Erst mit Einführung der Abgeltungsteuer im Jahr 2009 wird der Verkauf von solchen Anteilen an Kapitalgesellschaften unabhängig von der Haltedauer als Einkünfte aus Kapitalvermögen erfasst.

Sofern die Anteile durch eine andere Kapitalgesellschaft verkauft werden, unterliegen die aus dem Verkauf erzielten Einkünfte immer der Ertragsbesteuerung, die als Körperschaftsteuer erhoben wird. Im körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren, das bis zum Veranlagungszeitraum 2001 anzuwenden war, wurde der Veräußerungsgewinn wie das laufende Einkommen mit dem regulären Körperschaftsteuertarif belastet. Das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren wurde dann durch das Halbeinkünfteverfahren ersetzt,

¹¹⁴ Vgl. Blaas in: Lüdicke/Sistermann (2008), § 14 Rn. 144 ff.

¹¹⁵ Vgl. Jacobs/Endres/Sprengel in: Jacobs (2016), S. 1193.

ab dem Veranlagungszeitraum 2002 sind Gewinne aus der Veräußerung von Kapitalgesellschaftsanteilen durch § 8b Abs. 2 KStG n.F. steuerfrei gestellt.

3.4.2 Besteuerung des Veräußerers

3.4.2.1 Natürliche Personen als Verkäufer der Anteile

3.4.2.1.1 Grundlagen

Natürliche Personen, die ihren Wohnsitz im Inland haben, unterliegen mit ihren Einnahmen aus dem Verkauf von Anteilen an einer inländischen Kapitalgesellschaft der Einkommensteuer. Die Regelungen zur Besteuerung auf Ebene des verkaufenden Gesellschafters wurden in der Vergangenheit mehrfach geändert und durch die Systemumstellung auf das Halbeinkünfteverfahren im Jahr 2001 und die Einführung der ermäßigten Abgeltungsteuer ab dem Jahr 2009 grundsätzlich reformiert.

Die Besteuerung bei der natürlichen Person richtet sich zunächst danach, ob die Beteiligung im Betriebsvermögen oder im Privatvermögen gehalten wird. Sofern diese im Privatvermögen gehalten wird, ist wiederum zu unterscheiden, ob es sich um eine wesentliche Beteiligung nach § 17 EStG handelt.

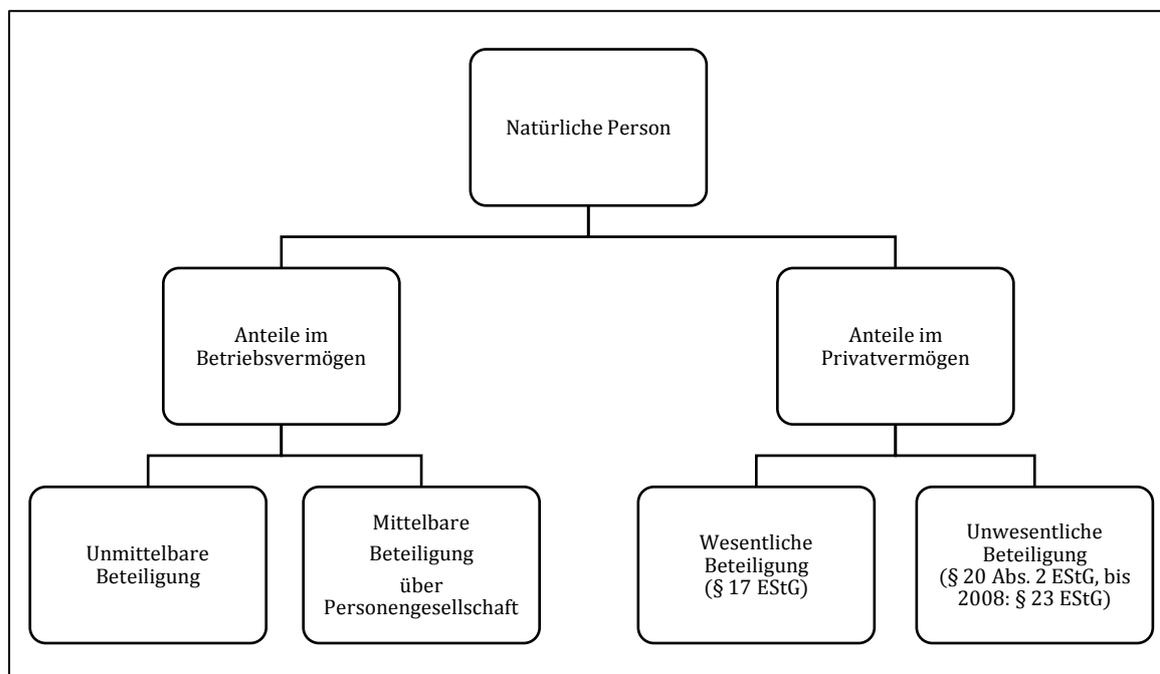


Abbildung 4: Beteiligungsverkauf durch natürliche Person

Quelle: Eigene Darstellung.

3.4.2.1.2 Kriterium der wesentlichen Beteiligung

Gewinne aus dem Verkauf einer wesentlichen Beteiligung werden – unabhängig davon, ob diese im steuerlichen Betriebs- oder Privatvermögen der natürlichen Person gehalten wird – als Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 2 Abs. 1 Nr. 2, § 17 EStG erfasst. Die Wesentlichkeitsschwelle wurde durch den Gesetzgeber mehrfach angepasst. So wurde sie bis zum Veranlagungszeitraum 1998 mit 25 % festgelegt. Im Veranlagungszeitraum 1999 und 2000 wurde die Wesentlichkeitsschwelle dann auf Beteiligungen von mehr als 10 % herabgesetzt¹¹⁶, ab dem Veranlagungszeitraum 2001 beträgt die maßgebliche Beteiligungsschwelle 1 %¹¹⁷. Die Herabsetzung der Wesentlichkeitsschwelle war vor allem der Verbreiterung der Bemessungsgrundlage geschuldet, zudem sollte damit die konzeptionelle Gleichbehandlung von Veräußerungsgewinnen und Gewinnausschüttungen erreicht werden¹¹⁸.

Liegt dagegen keine wesentliche Beteiligung vor, so wurde der Verkauf bis zum Veranlagungszeitraum 2008 als privates Veräußerungsgeschäft lediglich im Rahmen der sonstigen Einkünfte nach §§ 22, 23 EStG erfasst, sofern der Verkauf innerhalb der einjährigen Spekulationsfrist erfolgte¹¹⁹.

Erst mit Einführung der Abgeltungsteuer wird der Verkauf von Anteilen an Kapitalgesellschaften, bei denen die Beteiligung unterhalb der maßgeblichen Beteiligungsschwelle von 1 % liegt, entsprechend den laufenden Beteiligungserträgen als Einkünfte aus Kapitalvermögen erfasst¹²⁰. Dazu wurde § 20 Abs. 2 EStG vollständig neu geregelt¹²¹. Diese Vorschrift erfasst ab dem Veranlagungszeitraum 2009 alle Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften, die nach dem 31. Dezember 2008 angeschafft wurden¹²².

¹¹⁶ Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 (StEntlG 1999/2000/2002) vom 24. März 1999, BGBl. I 1999, S. 402.

¹¹⁷ Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (StSenkG) vom 23. Oktober 2000, BGBl. I 2000, S. 1433.

¹¹⁸ Vgl. Bundestags-Drucksache 14/23, S. 178.

¹¹⁹ Vgl. § 2 Abs. 1 Nr. 7, § 22 Nr. 2, § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG i.d.F. bis 2008.

¹²⁰ Vgl. § 2 Abs. 1 Nr. 5, § 20 Abs. 2 Nr. 1 EStG i.d.F. ab 2009.

¹²¹ Vgl. Ratschow in: Blümich (2016), EStG § 20 Rn. 3.

¹²² Vgl. § 52 Abs. 28 S. 11 EStG.

3.4.2.1.3 Einkommensteuerliche Bemessungsgrundlage, Steuerbelastung und Vergünstigungsregelungen

Die Einkünfte aus Gewerbebetrieb, die bei der Veräußerung einer wesentlichen Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft anfallen, werden entsprechend aus dem Veräußerungspreis abzüglich der Anschaffungskosten nach § 17 Abs. 2 EStG ermittelt. Dieser Veräußerungsgewinn fließt in die Summe der Einkünfte des Steuerpflichtigen ein, welche nach Abzug der Sonderausgaben und außergewöhnlichen Belastungen das zu versteuernde Einkommen als Bemessungsgrundlage für die Einkommensteuer bildet.

War der Veräußerungsgewinn aus dem Verkauf einer wesentlichen Beteiligung an einer inländischen Kapitalgesellschaft noch bis einschließlich 2000 ungemindert Bestandteil der einkommensteuerlichen Bemessungsgrundlage, wurde mit dem Halbeinkünfteverfahren eine erhebliche Begünstigung für den verkaufenden Anteilseigner eingeführt. So wurde ab dem Veranlagungszeitraum 2001 der Veräußerungspreis nach § 3 Nr. 40 Buchst. a EStG zur Hälfte von der Einkommensteuer befreit. Da im Gegenzug auch die Anschaffungskosten nach § 3b EStG nur zur Hälfte abgezogen werden durften, wurde mit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens der Veräußerungsgewinn faktisch nur noch hälftig der Einkommensteuer unterworfen.

Im Zuge der Einführung der Abgeltungsteuer durch die Unternehmensteuerreform 2008 wurde das Halbeinkünfteverfahren auf das Teileinkünfteverfahren umgestellt¹²³. Demnach sinkt der Anteil der steuerfreien Veräußerungsgewinne von 50 % auf 40 %, so dass 60 % des Gewinns in die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer einfließt.

Neben der ab 2001 eingeführten Freistellung sieht das Einkommensteuergesetz noch eine weitere Vergünstigung vor, die als Freistellung für geringfügige Veräußerungsgewinne (Freibetrag nach § 17 Abs. 3 EStG) ausgestaltet ist. Die tarifliche Begünstigung nach § 34 Abs. 1, 2 Nr. 1 EStG wurde dagegen mit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens ab dem Veranlagungszeitraum 2000 abgeschafft.

¹²³ Unternehmensteuerreformgesetz 2008 (UStRG 2008) vom 14. August 2007, BGBl. I S. 1912.

3.4.2.2 Kapitalgesellschaften als Verkäufer der Anteile

3.4.2.2.1 Grundlagen

Eine Kapitalgesellschaft mit Sitz oder Geschäftsleitung im Inland erzielt mit ihren Einnahmen aus dem Verkauf von Anteilen an einer inländischen Kapitalgesellschaft ebenfalls Einkünfte aus Gewerbebetrieb, die nach den §§ 1, 7, 8 KStG der Körperschaftsteuer unterliegen. Die Besteuerung erfolgte jedoch – anders als bei der Einkommensbesteuerung natürlicher Personen – unabhängig von der Beteiligungsquote, da sie laufende Einnahmen der Gesellschaft darstellen. Mit dem Systemwechsel vom körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren zum Halbeinkünfteverfahren wurde die Besteuerung von Anteilsverkäufen grundlegend reformiert.

3.4.2.2.2 Die Entwicklung des § 8b KStG

Im körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren, das bis zum Veranlagungszeitraum 2000 anzuwenden war, unterlag der Veräußerungsgewinn aus dem Verkauf einer Kapitalgesellschaft wie das laufende Einkommen der regulären Körperschaftsteuer. Lediglich für den Verkauf von Anteilen an ausländischen Kapitalgesellschaften war in § 8b Abs. 2 KStG a.F. die Steuerfreiheit vorgesehen.

Das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren wurde dann durch das Halbeinkünfteverfahren ersetzt, das die Anrechnung von Körperschaftsteuer nicht mehr vorsieht. Ohne eine Anrechnung stellt sich jedoch das grundsätzliche Problem, dass Holdinggesellschaften steuerlich stark benachteiligt worden wären. In Holdingstrukturen mit mehrstufigen Beteiligungsverhältnissen wäre es bei Ausschüttungen auf jeder Stufe so zur Besteuerung und damit zur Doppel- und Mehrfachbelastung der Dividenden gekommen (Kaskadeneffekt)¹²⁴. Um diese Mehrfachbelastung mit Körperschaftsteuer zu vermeiden, wurde das Konzept des § 8b KStG grundlegend umgestaltet und in „Beteiligung an anderen Körperschaften und Personenvereinigungen“ umbenannt. Kernstück der neuen, als Holdingprivileg bezeichneten Vorschrift ist, dass Dividenden von Körperschaften steuerfrei gestellt werden.

Diese Dividendenfreistellung wurde auch auf Veräußerungsgewinne nach § 8b Abs. 2 bis 4 KStG n.F. angewendet. Nach der zeitlichen Übergangsregelung im Jahr 2001 wurden also ab

¹²⁴ Vgl. Gosch (2015), § 8b Tz. 1.

dem Veranlagungszeitraum 2002 alle Gewinne aus der Veräußerung von Kapitalgesellschaftsanteilen steuerfrei gestellt¹²⁵.

Korrespondierend dazu sind jedoch Veräußerungskosten und Gewinnminderungen im Zusammenhang mit dem veräußerten Anteil entsprechend § 8b Abs. 3 S. 2 ff. KStG a.F. nicht abzugsfähig. Dazu gehören seit dem Veranlagungszeitraum 2008 die sogenannten eigenkapitalsetzenden Gesellschafterdarlehen. Mit dieser Regelung wollte der Gesetzgeber umgehen, dass eine Holding ihre Beteiligung vorrangig mit Fremdkapital ausstattet und im Verlustfall dann die Wertminderung dieses Gesellschafterdarlehens steuermindernd geltend machen kann. Laufende Aufwendungen im Zusammenhang mit der Verwaltung der Kapitalgesellschaft fallen zwar nicht unter das Abzugsverbot, allerdings hat der Gesetzgeber ab dem Zeitraum 2004 eine pauschale Hinzurechnung von 5 % des Veräußerungsgewinns verfügt. Damit sind im Ergebnis 95 % des Veräußerungsgewinns nach § 8b KStG n.F. steuerfrei.

Eine Ausnahme betrifft sogenannte Finanzunternehmen im Sinne von § 8b Abs. 7 KStG n.F., die die Beteiligung mit der Absicht der kurzfristigen Erzielung eines Eigenhandelserfolgs erworben haben.

Während bei den laufenden Einkünften die Anwendbarkeit des im § 8b KStG n.F. geregelten Schachtelprivilegs auf Dividenden aus Beteiligungen in 2014 mit weniger als 10 % des Grund- oder Stammkapitals (sogenannte Streubesitzdividenden) eingeschränkt wurde¹²⁶, gilt dieses jedoch derzeit noch nicht für Veräußerungsgewinne.

3.4.2.2.3 Gewerbesteuer

Die Tätigkeit einer Kapitalgesellschaft gilt nach § 2 Abs. 2 GewStG stets und im vollen Umfang als Gewerbebetrieb. Sie bildet also einen Gewerbebetrieb kraft Rechtsform. Besteuerungsgrundlage ist der Gewerbeertrag, der gemäß § 6 GewStG nach den Vorschriften des EStG und KStG zu ermitteln ist. Der Gewerbeertrag wird um die Hinzurechnungen und Kürzungen nach §§ 8, 9 GewStG korrigiert. Damit wird die sachliche Steuerbefreiung des

¹²⁵ Vgl. Rengers in: Blümich (2016), KStG § 8b, Tz. 41.

¹²⁶ Vgl. Rathke/Ritter (2014), S. 1207.

§ 8b KStG n.F. übernommen¹²⁷. Eine Hinzurechnung der Veräußerungsgewinne ist nicht vorgesehen.

3.4.3 Besteuerung des Käufers

3.4.3.1 Grundlagen

Während beim Asset Deal die einzelnen Wirtschaftsgüter und Schulden des Unternehmens von einem neuen Rechtsträger übernommen werden, werden bei einem Share Deal lediglich die Anteilsrechte an dem Unternehmen übertragen. Der zivilrechtliche Unternehmensträger bleibt unverändert erhalten.

3.4.3.2 Ansatz und Bewertung der Beteiligung

Sofern der Käufer der Beteiligung diese im Privatvermögen hält, führt er seine Anschaffungskosten einschließlich der im Zusammenhang mit dem Kauf angefallenen Nebenkosten¹²⁸ bis zu einem Verkauf der Anteile fort. Im Zeitpunkt der Veräußerung werden diese dem Verkaufserlös gegenübergestellt und bilden damit den Gewinn oder Verlust aus dem Verkauf der Anteile¹²⁹.

Im Betriebsvermögen stellt die akquirierte Beteiligung ein nicht abnutzbares Wirtschaftsgut dar, das gemäß § 8 Abs. 1 S. 1 KStG i.V.m. § 6 Abs. 1 Nr. 2 S. 1 EStG beim Käufer zu Anschaffungskosten anzusetzen ist. Der Erwerb der Beteiligung ist damit zunächst erfolgsneutral, mangels Abnutzbarkeit dürfen in der Folge keine laufenden Absetzungen für Abnutzung vorgenommen werden. Allerdings ist in der Folgebewertung zu jedem Bilanzstichtag zu prüfen, ob eine Wertminderung vorliegt. Weist die steuerpflichtige Kapitalgesellschaft einen niedrigeren Teilwert nach, kann nach § 6 Abs. 1 Nr. 2 S. 3 i.V.m. § 6 Abs. 1 Nr. 1 S. 4 EStG eine sogenannte Teilwertabschreibung vorgenommen werden.

Ein wesentlicher Anwendungsfall war – neben der Wertminderung aufgrund der Verschlechterung der Ertragslage und Ertragsaussichten¹³⁰ des Beteiligungsunternehmens – die ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung. Diese liegt vor, wenn der Teilwert aufgrund von Ausschüttungen thesaurierter Gewinne oder realisierter stiller Reserven unter den

¹²⁷ Vgl. Drüen in: Blümich (2016), GewStG, § 7 Tz. 94.

¹²⁸ Vgl. BFH, Urteil vom 27. März 2007, VIII R 65205.

¹²⁹ Vgl. zur Besteuerung des Verkäufers Abschnitt 3.3.2.

¹³⁰ Vgl. FG Hamburg, Urteil vom 09. Oktober 2007 6 K 26204.

Buchwert sinkt¹³¹. Voraussetzung für die Teilwertabschreibung ist, dass diese mit der Beteiligung erworben wurden und damit im abzuschreibenden Buchwert enthalten sind. Diese Teilwertabschreibung eröffnete dem erwerbenden Unternehmer Gestaltungsmöglichkeiten, die im späteren Abschnitt 3.5.8 detailliert dargestellt werden.

Aufgrund des Systemwechsels vom körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren zum Halbeinkünfteverfahren ist die Abschreibung einer Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft durch den ab dem Veranlagungszeitraum 2001 eingeführten § 8b Abs. 3 KStG n.F. nicht mehr steuerwirksam.

Hinsichtlich der Gewerbesteuer war die ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung schon seit 1990 nicht mehr zulässig¹³². Nach § 8 Nr. 10 GewStG wurden diese Beträge dem Gewerbeertrag hinzugerechnet. Diese Vorschrift wurde mit Wirkung von 1999 auch auf Gewinnminderungen ausgedehnt, die auf organschaftliche Gewinnabführungen zurückzuführen sind.

3.4.3.3 Verwaltungs- und Finanzierungsaufwendungen

3.4.3.3.1 Grundlagen

Nach dem Erwerb können beim Käufer der Beteiligung Verwaltungs- und Finanzierungsaufwendungen entstehen. Sofern die Beteiligung im Privatvermögen gehalten wird, können diese Aufwendungen nur dann als Werbungskosten in Abzug gebracht werden, wenn die Gesellschaft Dividenden ausschüttet, aus der der Gesellschafter laufende einkommensteuerpflichtige Erträge erzielt. Dabei ist ab dem Veranlagungszeitraum 2011 das anteilige Abzugsverbot des Halb- und Teileinkünfteverfahrens nach § 3c EStG zu berücksichtigen. Ab dem Veranlagungszeitraum 2008 greift die Abgeltungsteuer mit einem reduzierten Steuersatz, allerdings mit dem Verbot des Werbungskostenabzugs gemäß § 20 Abs. 9 EStG. Davon ausgenommen sind nach § 32d Abs. 2 Nr. 3 EStG nur Beteiligungen von mehr als 10 % oder von mehr als 1 % bei gleichzeitiger beruflicher Tätigkeit für die Kapitalgesellschaft.

Im Betriebsvermögen eines Käufers sind alle Verwaltungs- und Finanzierungsaufwendungen dagegen Betriebsausgaben. Zusammen mit dem Halb- und Teileinkünfteverfahren wurde ab dem Veranlagungszeitraum 2001 mit § 3c KStG eine Abzugsbeschränkung für

¹³¹ Vgl. Blumers (1994), S. 46.

¹³² Steuerreformgesetz (StRefG) 1990 vom 25. Juli 1988, BGBl. I 88, S. 1093.

Aufwendungen in Zusammenhang mit Kapitalgesellschaftsanteilen eingeführt¹³³. Über § 3c Abs. 1 EStG galt zunächst auch für Kapitalgesellschaften ein volles Abzugsverbot, wurde aber ab dem Veranlagungszeitraum 2004 durch Einführung des pauschalen Betriebsausgabenabzugsverbots in Höhe von 5 % auf Dividenden von Kapitalgesellschaften abgelöst. Bis dahin konnten Kapitalgesellschaften die Finanzierungsaufwendungen nur durch eine „Ballooning-Strategie“ absetzen, bei der Gewinne der Tochtergesellschaft thesauriert wurden. Mangels Erträgen aus Dividenden liefen die Abzugsverbote für Betriebsausgaben ins Leere, so dass die Finanzierungskosten auf Ebene der Muttergesellschaft entsprechend den allgemeinen Regelungen steuerlich als Betriebsausgabe geltend gemacht werden konnten¹³⁴.

Bei Finanzierungsaufwendungen greift ab dem Veranlagungszeitraum 2008 die Zinsschranke nach § 4h EStG, nach der der Nettozinsaufwand nur bis zu einer Freigrenze von zunächst 1 Million EUR und ab 2010 von 3 Millionen EUR abzugsfähig war, darüber hinaus nur zu 30 % des Ergebnisses vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA). Bei Körperschaften war bis dahin der Abzug von Finanzierungsaufwendungen nach § 8a KStG geregelt, der auf die Angemessenheit von Zinsen auf Gesellschafterdarlehen abgestellt hat. Ab 2008 greift die Zinsschrankenregelung auch für Kapitalgesellschaften. Die Zinsschranke begrenzt den Abzug jedweder Finanzierungsaufwendungen, unabhängig davon, ob sie in einem Zusammenhang mit der Anschaffung der Beteiligung stehen oder nicht.

3.4.3.3.2 Abzugsfähigkeit von Finanzierungsaufwendungen (ab Veranlagungszeitraum 1993)

Die Abzugsfähigkeit von Finanzierungsaufwendungen für Fremdkapital wurde durch § 8a KStG geregelt. Diese Vorschrift bezog sich jedoch nur auf Vergütungen für Fremdkapital, das von Gesellschaftern oder diesen nahestehenden Personen an eine Kapitalgesellschaft gewährt wurde. Im Umkehrschluss wurden nach den allgemeinen Grundsätzen der Gewinnermittlung solche Finanzierungsaufwendungen, die für von dritter Seite gewährte Fremdmittel anfielen, steuerlich ohne Einschränkung als Betriebsausgabe anerkannt.

Voraussetzung der Anwendung des § 8a KStG war also, dass ein wesentlich beteiligter Gesellschafter, der selbst nicht der deutschen Einkommen- oder Körperschaftsteuer unter-

¹³³ Vgl. Uetscher/Blaufus (2000), S. 1581.

¹³⁴ Vgl. Prinz in: Kessler/Kröner/Köhler (2008), S. 995 f.

lag, der Gesellschaft Fremdkapital zugeführt hat. In diesem Fall wurden Fremdkapitalzinsen für diese Gesellschafterdarlehen nur dann steuerlich anerkannt, wenn diese zu einem festen Zinssatz gewährt wurden und das Darlehen nicht mehr als das Dreifache des anteiligen Eigenkapitals der Gesellschaft betrug.

3.4.3.3 Abzugsfähigkeit von Finanzierungsaufwendungen (ab Veranlagungszeitraum 2004)

Ab dem Veranlagungszeitraum 2004 wurde diese Regelung des § 8a KStG angepasst und auf alle Gesellschafter unabhängig von ihrer Steuerpflicht ausgedehnt.¹³⁵ Nach der geänderten Regelung bezog sich die Abzugsbeschränkung auf alle Vergütungen für Fremdkapital, das von Gesellschaftern oder diesen nahestehenden Personen an eine Kapitalgesellschaft gewährt wurde. Voraussetzung der Anwendung war lediglich, dass der Gesellschafter eine wesentliche Beteiligung von mehr als 25 % an der Gesellschaft hielt.

Sofern die dafür aufgewendeten Vergütungen die Freigrenze von 250.000 EUR überstiegen, wurde geprüft, ob es sich bei diesen um eine verdeckte Gewinnausschüttung handelt und der steuermindernde Betriebsausgabenabzug damit versagt bleibt. Dieses wurde wiederum dann angenommen, wenn die Vergütung nach § 8a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 KStG erfolgsabhängig gezahlt wurde, oder dann, wenn nach § 8a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 KStG das gewährte Fremdkapital das 1,5-fache anteilige Eigenkapital der Gesellschaft überstieg. Die Gesellschaft konnte jedoch den Betriebsausgabenabzug durchsetzen, wenn sie mittels Fremdvergleich nachwies, dass sie dieses unter sonst gleichen Umständen auch von einem fremden Dritten erhalten hätte.

Diese Regelung, die bis zum Veranlagungszeitraum 1998 gegolten hat, zielte auf die Begrenzung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinsen für Darlehen ausländischer Anteilseigner ab. Aufgrund der Entwicklung der Rechtsprechung des EuGHs, nach der diese Regelung wegen ihres diskriminierenden Ausländerbezugs mit Art. 43 EG nicht vereinbar war¹³⁶, wurde die Regelung ab dem Veranlagungszeitraum 2004 angepasst und auf alle Gesellschafter ausgedehnt¹³⁷.

¹³⁵ Vgl. Grotherr (2004), S. 390.

¹³⁶ Vgl. EuGH, Urteil vom 12. Dezember 2002 - C-324/00 (Lankhorst-Hohorst GmbH/FA Steinfurt).

¹³⁷ Vgl. Menck in: Blümich (2016), KStG § 8a a.F. Rn. 1-3.

3.4.3.3.4 Neuregelung des § 8a KStG: Die Zinsschranke ab Veranlagungszeitraum 2008

Die Vorschrift des § 8a KStG wurde zwar im Jahr 2004 aufgrund der Rechtsprechung des EuGH umgestaltet (EuGH 12.12.2002 C-324/00, DB 2002, 2690), warf aber in der Anwendung weiterhin erhebliche Probleme auf.

Daher wurde ab dem Veranlagungszeitraum 2008 die Zinsschrankenregelung des § 4h EStG in den § 8a KStG übernommen. Die Zinsschranke gilt für alle Zinsaufwendungen eines Unternehmens unabhängig davon, ob das zugrundeliegende Fremdkapital von fremden Dritten oder von Gesellschaftern aufgenommen wurde. Dazu wird auf das Zinsergebnis abgestellt, das sich als Zinsaufwand abzüglich des Zinsertrages bemisst. Die steuerliche Abzugsfähigkeit ermittelt sich am Verhältnis des Zinsergebnisses zum steuerlichen EBITDA, das 30 % nicht übersteigen darf. Nicht abzugsfähige Zinsaufwendungen können jedoch im Rahmen eines Zinsvortrags in nachfolgenden Veranlagungszeiträumen genutzt werden.

Die Zinsschrankenregelung enthält nach § 4h Abs. 2 EStG drei Ausnahmen:

- Freigrenze,
- fehlende Konzernzugehörigkeit, und
- Escape-Klausel.

Als Freigrenze war zunächst ein Betrag von 1 Mio. EUR vorgesehen, der ab dem Veranlagungszeitraum 2011 auf 3 Mio. EUR angehoben wurde¹³⁸. Die Zinsschranke greift daher nicht, wenn das Zinsergebnis unterhalb der Freigrenze liegt. Oberhalb der Freigrenze wird die Zinsschranke auf das gesamte Zinsergebnis angewendet.

Die weitere Ausnahme der fehlenden Konzernzugehörigkeit besagt, dass die Zinsschranke nicht auf Betriebe anzuwenden ist, die nicht zu einem Konzern gehören. Die Konzernzugehörigkeit ist dabei weit auszulegen. Eine Rückausnahme von der Konzernklausel nach § 8a Abs. 2 KStG gilt für Kapitalgesellschaften, die zwar nicht zu einem Konzern gehören, aber bei denen mehr als 10 % des negativen Zinssaldos für Gesellschafterdarlehen eines zu mehr als

¹³⁸ Die Freigrenze wurde zunächst durch das Bürgerentlastungsgesetz Krankenversicherung vom 16. Juli 2009, BGBl. I S. 1959, auf 3 Mio. EUR befristet angehoben. Die Befristung ist durch das Gesetz über die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums (Wachstumsbeschleunigungsgesetz) vom 22. Dezember 2009, BGBl. I 2009, S. 3950 aufgehoben worden.

einem Viertel am Grundstammkapital unmittelbar oder mittelbar beteiligten Gesellschafters aufgewendet werden.

Die letzte Ausnahme ist die sogenannte Escape-Klausel. Gehört das Unternehmen zu einem Konzern, greift die Zinsschranke nicht, wenn die Eigenkapitalquote des Betriebs mindestens die Eigenkapitalquote des Konzerns erreicht.

Insbesondere die hohe Freigrenze führt dazu, dass kleine und mittlere Unternehmen von der Zinsschranke verschont bleiben.

3.4.4 Besteuerung auf Ebene der erworbenen Kapitalgesellschaft

3.4.4.1 Grundlagen

Da das Steuerrecht an die zivilrechtliche Form anknüpft, besteht das Steuersubjekt in Form der übertragenen Kapitalgesellschaft unverändert fort. Dieses wirkt sich auf die steuerliche Gewinnermittlung aus, denn im Gegensatz zum Asset Deal führt die verkaufte Kapitalgesellschaft die handelsbilanziellen und steuerbilanziellen Buchwerte fort. Insofern hat der Verkauf der Anteile zunächst keine Auswirkung.

3.4.4.2 Änderungen von Buchwerten aufgrund von steuerlichen Rückwirkungen

Durch den Verkauf von Anteilen an Kapitalgesellschaften kann es zu Änderungen von Buchwerten in solchen Fällen kommen, in denen die Buchwertfortführung als steuerliche Vergünstigung in Anspruch genommen wurde. Diese steuerlichen Vergünstigungen sind an Haltefristen geknüpft. So sieht z.B. § 20 UmwStG bei Einbringung eines Betriebs oder Teilbetriebs in eine Kapitalgesellschaft gegen Gewährung von Gesellschaftsrechten die Möglichkeit vor, Buchwerte fortzuführen. Kommt es jedoch innerhalb einer Haltefrist von sieben Jahren zu einer Übertragung der Anteile an der Kapitalgesellschaft, in die der Betrieb oder Teilbetrieb eingebracht wurde, werden rückwirkend die stillen Reserven zeitanteilig aufgedeckt. Dabei hat der Eindringende diese stillen Reserven als Einbringungsgewinn zu versteuern, die Kapitalgesellschaft führt aufgrund dieses rückwirkenden Ereignisses die höheren Buchwerte fort.

3.4.4.3 Verlustnutzung

3.4.4.3.1 Überblick und Entstehungsgeschichte

Einer der wichtigsten Aspekte verbleibt damit die Nutzung von Verlustvorträgen auf Ebene der Kapitalgesellschaft. Durch die Möglichkeit, die Steuerbelastung in der Zukunft zu senken, stellen sie einen ökonomischen Vorteil dar, der als aktive latente Steuer nach § 274 HGB n.F. auch in die Handelsbilanz eines Unternehmens Eingang findet.

Die Verlustverrechnung im deutschen Steuerrecht ist Ausfluss des aus dem in Art. 3 Abs. 1 GG normierten allgemeinen Gleichheitsgrundsatzes und des daraus für die Besteuerung abgeleiteten objektiven Nettoprinzips¹³⁹. Dieses stellt auf die Besteuerung der Differenz zwischen wirtschaftlichem Ertrag und Aufwand in der Totalperiode ab. Aufgrund des auf Teilperioden abstellenden Prinzips der Abschnittsbesteuerung wird eine interperiodische Verlustverrechnung zwangsläufig erforderlich.

Erzielt eine Kapitalgesellschaft in einem Veranlagungszeitraum ein negatives zu versteuerndes Einkommen (Verlust), erlaubt es das deutsche Unternehmensteuerrecht im Grundsatz, diese zeitlich unbegrenzt vorzutragen und mit Gewinnen in Folgeperioden zu verrechnen. Dazu werden die negativen Einkünfte im steuerlichen Veranlagungsverfahren festgestellt und als steuerlicher Verlustvortrag nach § 8 Abs. 1 KStG i.V.m. § 10a EStG vorge-tragen.

Unter diesem Grundsatz eröffnen sich aus Sicht des Gesetzgebers jedoch unerwünschte Missbrauchsmöglichkeiten, die unter dem Stichwort „Mantelkauf“ in die Rechtsprechung und Literatur eingegangen sind¹⁴⁰. Die missbräuchliche Gestaltung zielt auf gescheiterte Kapitalgesellschaften, die nur noch aus der leeren rechtlichen Form ohne wirtschaftliche Substanz, mithin dem leeren Mantel bestehen, aber über steuerliche Verlustvorträge verfü-gen. Diese Kapitalgesellschaften können durch neue Gesellschafter erworben und mit neuem Kapital ausgestattet werden und so eine neue Geschäftstätigkeit beginnen. Obwohl dieser Sachverhalt wirtschaftlich mit einer Neugründung vergleichbar ist, wären aufgrund des Verlustvortrags die aus der neuen Geschäftstätigkeit erzielten Gewinne zunächst steuer-frei gestellt.

¹³⁹ Vgl. Hans (2007), S. 79.

¹⁴⁰ Vgl. Schmidt (1997), S. 32 ff.

Der Bundesfinanzhof hatte in seinem Urteil vom 08. Januar 1958 erstmalig festgestellt, dass die Übertragung von Anteilen an einer sanierungsbedürftigen Kapitalgesellschaft dann rechtsmissbräuchlich ist, wenn die steuerlichen Vorteile durch die Verlustnutzung das einzige wirtschaftliche Ziel dieser Übertragung sind¹⁴¹. Diese Auffassung, welche neben der rechtlichen Identität auch eine wirtschaftliche Identität für die Verlustverrechnung voraussetzt, wurde durch die Verwaltung übernommen, bis der Bundesfinanzhof im Jahr 1986 diese Rechtsprechung wieder aufgegeben hat. Mit seinen beiden Urteilen vom 29. Oktober 1986 ist der Bundesfinanzhof auf die reine zivilrechtliche Betrachtung zurückgefallen, die Voraussetzung einer wirtschaftlichen Identität sei aus dem Körperschaftsteuergesetz nicht herauszulesen¹⁴².

Als Reaktion auf diese fiskalisch unerwünschte Rechtsprechung zu den mit dem Mantelkauf verbundenen Gestaltungsmöglichkeiten wurde ab dem Veranlagungszeitraum 1990 der Verlustvortrag von Kapitalgesellschaften nach einer Anteilsübertragung durch den Gesetzgeber mit der Regelung des § 8 Abs. 4 KStG eingeschränkt. Als tatbestandliche Voraussetzung für den Entfall des Verlustvortrags wurden zunächst eine Übertragung von mehr als 75 % der Gesellschaftsanteile und eine Zuführung von überwiegend neuem Betriebsvermögen eingeführt. Diese Voraussetzungen wurden im Jahr 2000 verschärft. So wurde die Quote der Anteilsübertragung auf 50 % abgesenkt, gleichzeitig jedoch erstmals eine Erleichterung für Unternehmenssanierungen durch neue Anteilseigner eingeführt („Sanierungsprivileg“). Ab dem Veranlagungszeitraum 2008 wurde die Vorschrift des § 8 Abs. 4 KStG gestrichen und durch einen § 8c KStG ersetzt. Nach dieser neu in das Körperschaftsteuergesetz eingefügten Vorschrift ist nunmehr allein der Wechsel der Gesellschafter ausschlaggebend für die Vortragsfähigkeit von Verlusten. Demnach gehen Verlustvorträge quotal unter, wenn zwischen 25 % und 50 % der Anteile verkauft werden. Werden mehr als 50 % der Anteile verkauft, so gehen Verlustvorträge insgesamt unter. Die Zuführung von neuem Betriebsvermögen als zweite tatbestandliche Voraussetzung für den Verlustuntergang ist dagegen entfallen.

¹⁴¹ Vgl. BFH, Urteil vom 08. Januar 1958 I 131/57, BStBl. III 1985, S. 97.

¹⁴² Vgl. BFH, Urteil vom 29. Oktober 1986, I R 202/82, BStBl. II 1987, S. 308 und BFH, Urteil vom 29. Oktober 1986, I R 318-319/83, BStBl. II 1987, S. 310.

3.4.4.3.2 Regelung des § 8 Abs. 4 KStG (bis Veranlagungszeitraum 1996)

Die Aufgabe der bisherigen Rechtsprechung zum Mantelkauf durch den Bundesfinanzhof im Jahr 1986 führte zu einem Anstieg des Handels mit Unternehmensmänteln¹⁴³, so dass der Gesetzgeber im Jahr 1990 mit dem Steuerreformgesetz den § 8 Abs. 4 KStG einführte, der den durch den Bundesfinanzhof zuvor geprägten Begriff der „wirtschaftlichen Identität“ erneut aufnahm. Demnach war eine Verlustverrechnung nur dann möglich, wenn die verrechnende Körperschaft wirtschaftlich mit der identisch ist, welche die Verluste erlitten hat. Die wirtschaftliche Identität ging nach dieser Gesetzeslage insbesondere dann verloren, wenn mehr als 75 % der Anteile übertragen wurden und der Betrieb nach einer Unterbrechung mit überwiegend neuem Betriebsvermögen wieder aufgenommen wurde. Überwiegend neues Betriebsvermögen wurde nach Auffassung der Finanzverwaltung dann zugeführt, wenn das zugeführte Betriebsvermögen das vorhandene übersteigt, Maßstab sind die Wirtschaftsgüter des Aktivvermögens¹⁴⁴.

3.4.4.3.3 Neuregelung des § 8 Abs. 4 KStG (bis Veranlagungszeitraum 2007)

Mit dem Gesetz zur Fortentwicklung der Unternehmensteuerreform¹⁴⁵ wurde die bestehende Regelung des § 8 Abs. 4 KStG verschärft. So wurde die Quote der Anteilsübertragung auf 50 % abgesenkt, gleichzeitig jedoch erstmals eine Erleichterung für Unternehmenssanierungen durch neue Anteilseigner eingeführt (Sanierungsprivileg). So war die Zuführung neuen Betriebsvermögens insoweit unschädlich, wenn dieses der Sanierung des bestehenden Betriebs dient und dieser nach dem Gesamtbild der wirtschaftlichen Verhältnisse in vergleichbarem Umfang für fünf Jahre fortgeführt wurde.

3.4.4.3.4 Die Einführung des § 8c KStG und seiner Ausnahmen

Zum Veranlagungszeitraum 2008 wurde die Vorschrift des § 8 Abs. 4 KStG gestrichen und durch einen neu gefassten § 8c KStG ersetzt. Nach dieser Vorschrift ist nur der Wechsel der Anteilseigner ausschlaggebend für die Vortragsfähigkeit von Verlusten. Demnach gehen Verlustvorträge quotal unter, wenn zwischen 25 % und 50 % der Anteile verkauft werden. Werden mehr als 50 % der Anteile verkauft, so gehen Verlustvorträge insgesamt unter. Die

¹⁴³ Vgl. Meyding (1989), S. 174.

¹⁴⁴ Vgl. BMF-Schreiben betr. Anwendung des § 8 Abs. 4 KStG in der Fassung des Steuerreformgesetzes 1990 (Verlustabzug im Falle des Mantelkaufs) vom 11. Juni 1990, BStBl. I 1990, S. 252, Tz. 1.3.

¹⁴⁵ Gesetz zur Fortentwicklung der Unternehmensteuerreform, BGBl. I 1997, S. 2590.

Zuführung von neuem Betriebsvermögen als zweite Voraussetzung für den Verlustuntergang ist entfallen.

Diese restriktive Regelung war von Anfang an starker Kritik ausgesetzt, so dass der Gesetzgeber kurzfristig Ausnahmetatbestände ergänzt hat¹⁴⁶. Rückwirkend für den Veranlagungszeitraum 2008 wurde mit § 8c Abs. 1a KStG ebenfalls eine Sanierungsklausel eingeführt, die den Verlustvortrag dann erlaubt, wenn die wesentlichen Betriebsstrukturen erhalten bleiben¹⁴⁷. Diese Klausel soll jedoch nach Feststellung des EuGHs gegen das EU-Beihilfeverbot verstoßen, wird daher durch die Finanzverwaltung nicht angewendet und wurde ab dem Veranlagungszeitraum 2012 wieder gestrichen. Ab dem Veranlagungszeitraum 2010 greifen zudem mit § 8c Abs. 1 S. 6-7 KStG eine Verschonungsregelung, die den Verlustvortrag in Höhe der vorhandenen stillen Reserven erlaubt, sowie eine Konzernklausel nach § 8c Abs. 1 S. 5 KStG, die Transaktionen innerhalb eines Konzerns unter bestimmten Voraussetzungen ausnimmt¹⁴⁸.

3.4.4.3.5 Sonderfall einer unterjährigen Anteilsübertragung

Die mit dem § 8c KStG verbundene Kritik¹⁴⁹ greift nicht nur die Regelung als solche, sondern auch die stark profiskalische Auslegung der Finanzverwaltung an¹⁵⁰. So hat die Finanzverwaltung mit ihrem Anwendungsschreiben vom 4.7.2008¹⁵¹ für den Fall, dass ein schädlicher Beteiligungserwerb während eines laufenden Wirtschaftsjahres erfolgt, die Auffassung vertreten, dass ein bis dahin erzielter unterjähriger Gewinn nicht mit Verlustvorträgen verrechnet werden dürfe¹⁵². Die Finanzverwaltung vertrat hier eine rein formale Sichtweise, die eine Verlustfeststellung und -verrechnung nur zum Ende eines Wirtschaftsjahres zulässt.

Die Streitbefangenheit dieser restriktiven Auslegung der Finanzverwaltung ist offensichtlich. Schon die erstinstanzlichen Finanzgerichte haben die Auffassung vertreten, dass die Finanzerweiterung hier sowohl den Wortlaut als auch den Sinn und Zweck der Vorschrift

¹⁴⁶ Gesetz zur verbesserten steuerlichen Berücksichtigung von Vorsorgeaufwendungen (Bürgerentlastungsgesetz Krankenversicherungen) vom 16. Juli 2009, BGBl. I 2009, S. 1959 und Gesetz zur Beschleunigung des Wirtschaftswachstums (Wachstumsbeschleunigungsgesetz) vom 22. Dezember 2009, BGBl. I 2009, S. 3950.

¹⁴⁷ Vgl. Siermann/Brinkmann (2009a), S. 1453 ff.

¹⁴⁸ Vgl. Siermann/Brinkmann (2009b), S. 2633 ff.

¹⁴⁹ Vgl. z.B. Breuninger/Schade (2008), S. 261; Siermann/Brinkmann (2008) S. 897; Dötsch in: Dötsch/Jost/Pung/Witt (2008), § 8c Tz. 12.

¹⁵⁰ Vgl. Grieser/Faller (2012), S. 1007.

¹⁵¹ Vgl. BMF-Schreiben vom 04. Juli 2008 (IV C 7 - S 2745 - a/08/10001).

¹⁵² Vgl. BMF-Schreiben, a.a.O., Tz. 31.

missachte¹⁵³. Diese Auffassung hat sich der BFH mit Urteil vom 30.11.2011¹⁵⁴ angeschlossen. In seiner Entscheidung führt er aus, dass der wirtschaftlichen Betrachtungsweise der Vorrang zu geben sei. Der BFH trennt dabei zwischen dem wirtschaftlichen Engagement des alten und des neuen Anteilseigners. Ein unterjähriger Gewinn vor der Anteilsübertragung ist dem „alten“ wirtschaftlichen Engagement zuzurechnen. Die Verrechnung dieses unterjährigen Gewinns mit alten Verlustvorträgen muss unabhängig vom Ablauf einer gesetzlichen Ermittlungsperiode erfolgen¹⁵⁵. Mittlerweile hat sich die Finanzverwaltung dieser Auffassung in einem Entwurf eines überarbeiteten Anwendungsschreibens zu § 8c KStG aus dem Jahr 2014 grundsätzlich angeschlossen¹⁵⁶. Sie will dieses aber nur dann zulassen, wenn in dem Wirtschaftsjahr der Übertragung insgesamt ein positives Ergebnis erzielt wird. In diesem Fall sei zunächst ein unterjähriger Verlust nach der Übertragung mit dem unterjährigen Gewinn vor der Übertragung zu verrechnen¹⁵⁷. Ob diese Einschränkung des BFH-Urteils durch die Finanzverwaltung Bestand hat, ist offen.

3.4.4.3.6 Sonderfall der Organschaft

Die Organschaft wird in Holding-Konzernen zur Verrechnung von Gewinnen und Verlusten innerhalb des Konzerns verwendet¹⁵⁸. Sie ist die deutsche Ausprägung einer Gruppenbesteuerung, die einen Konzern nicht nur als wirtschaftliche Einheit, sondern auch als fiskalische Einheit sieht. Insbesondere in solchen Fällen, in denen die Holding ihre Beteiligungen mit Fremdkapital finanziert, entstehen auf ihrer Ebene Zinsaufwendungen. Da die Dividenden aus den operativen Tochtergesellschaften nach § 8b KStG zu 95 % steuerfrei sind, laufen diese Ertrag steuerlich ins Leere. Über eine Organschaft können die operativen Ergebnisse der Tochtergesellschaften mit den Finanzierungsaufwendungen der Holding verrechnet werden¹⁵⁹.

Hier vertritt die Finanzerwartung die ebenfalls restriktive Auffassung, dass bei einem unterjährigen Beteiligungserwerb Verluste auf Ebene des Organträgers und der Organge-

¹⁵³ Vgl. Hessisches FG, Urteil vom 7. Oktober 2010, 4 V1489/2010 und FG Münster, Urteil vom 30. November 2010, 9 K 184210K.

¹⁵⁴ Vgl. BFH, Urteil vom 30. November 2011 I R 14/2011.

¹⁵⁵ Vgl. BFH, a.a.O., Tz. 16

¹⁵⁶ Vgl. BMF Entwurf vom 15. April 2014 (IV C 2 – S 2745-a/09/1002:004).

¹⁵⁷ Vgl. BMF a.a.O., Tz. 31a.

¹⁵⁸ Vgl. Jacobs/Endres/Sprengel in: Jacobs (2016), S. 1006.

¹⁵⁹ Vgl. Jacobs/Endres/Sprengel in: Jacobs (2016), S. 1007.

sellschaft getrennt zu betrachten sind¹⁶⁰. Gestützt auf eine BFH-Rechtsprechung zur zeitlichen Zurechnung des Einkommens im Organkreis¹⁶¹ soll das Einkommen der Organgesellschaft dem Organträger erst zu dem Zeitpunkt zugerechnet werden, an dem das Wirtschaftsjahr der Organgesellschaft endet.

Ist die herrschende Meinung der Fachliteratur der Auffassung, dass diese formale Sichtweise der Finanzverwaltung abzulehnen ist¹⁶², so werden noch verschiedene Lösungsansätze diskutiert, wie eine unterjährige Verrechnung von Gewinnen und Verlusten im Organkreis technisch vorzunehmen ist, bevor ein etwaiger verbleibender Verlust nach § 8c KStG untergeht. So wird z.B. die Auffassung vertreten, dass eine Zwischenkonsolidierung auf den Übertragungstichtag vorzunehmen ist¹⁶³. Andere wollen nur für den Zweck des § 8c KStG eine Nebenrechnung vornehmen, in der die aufgelaufenen Gewinne und Verluste der Organgesellschaft verrechnet werden¹⁶⁴.

Fraglich ist zudem, wie die Ausnahmeregelung der Stille-Reserven-Klausel des § 8c Abs. 1 S. 6 ff. KStG im Fall der Organgesellschaft angewendet werden soll. Sofern der Organträger als Finanzholding organisiert ist, liegen die stillen Reserven des Organträgers in der Regel in der Beteiligung der Organgesellschaft. Beteiligungen an Kapitalgesellschaften sind nach Auffassung der Finanzverwaltung jedoch aufgrund § 8b KStG nicht im Inland steuerpflichtig und damit bei der Berechnung von stillen Reserven nicht zu berücksichtigen. Entscheidend ist daher, ob diese Regelung auch auf Beteiligungen an Organgesellschaften anzuwenden ist, oder ob die im Betriebsvermögen der Organgesellschaft liegenden stillen Reserven zum Organträger „hochgezogen“ und in die Ausnahmeregelung einbezogen werden¹⁶⁵.

Bisher nicht in der Literatur aufgegriffen wurde das Argument, dass stille Reserven im Betriebsvermögen des Organträgers nicht nur in der Beteiligung der Organgesellschaft liegen, sondern darüber hinaus in einer von der Beteiligung getrennten Forderung auf Gewinnabführung vorhanden sind. Voraussetzung ist dabei, dass im Wirtschaftsjahr zeitannteilig bei der Organgesellschaft Gewinne angefallen sind. Die Forderung entsteht zwar sowohl zivilrechtlich als auch steuerrechtlich erst zum Ende des Wirtschaftsjahres. Diese

¹⁶⁰ Vgl. BMF a.a.O., Tz. 33, 33a.

¹⁶¹ Vgl. BFH, Urteil vom 28. Februar 2013, IV R 50/09 sowie BFH, Urteil vom 29. Oktober 1974, I R 240/72.

¹⁶² Vgl. z.B. Sistermann/Brinkmann (2008); Schmiel (2010) m.w.N.; Schmid/Mertgen (2012).

¹⁶³ Vgl. Suchanek (2013); Blümich in: Blümich (2016), KStG § 8c Rn. 56 m.w.N.

¹⁶⁴ Vgl. z.B. Ritzer/Stangl (2014), S. 976.

¹⁶⁵ Vgl. Gosch/Roser, KStG § 8c Rn. 174; Krumm in: Blümich (2016), KStG § 8c Rn. 234 m.w.N.

Forderung wird in der Handelsbilanz angesetzt und in die Steuerbilanz übernommen, zusätzlich werden Mehr- oder Minderabführungen ebenfalls in der Steuerbilanz als Ausgleichsposten oder nachträgliche Anschaffungskosten auf die Beteiligung ergebniswirksam erfasst. Die in der Steuerbilanz vorgenommenen Ergebniswirkungen werden im Veranlagungsverfahren außerbilanziell gekürzt, während die zugewiesenen Einkünfte der Organgesellschaft außerbilanziell hinzugerechnet werden¹⁶⁶. Diese Zurechnung erfolgt also verfahrenstechnisch erst mit Abschluss des Wirtschaftsjahres der Organgesellschaft¹⁶⁷. Allerdings umfasst der Gewinnabführungsanspruch die Einkünfte des gesamten Wirtschaftsjahres der Organgesellschaft und ist damit bei unterjährigem Beteiligungsübergang zeitanteilig erwirtschaftet. Jedenfalls im Verlustfall ist es unbestritten, dass zumindest in der Handelsbilanz des Organträgers eine zeitanteilige Verbindlichkeitsrückstellung zu bilden ist, wenn das Geschäftsjahr der Organgesellschaft nach dem Bilanzstichtag des Organträgers endet und unterjährig Verluste angefallen sind, die dem Organträger erst im folgenden Geschäftsjahr zugerechnet werden¹⁶⁸. Diese Rückstellung wird jedoch wegen des Zurechnungsprinzips nach § 14 KStG in der Steuerbilanz nicht anerkannt¹⁶⁹. Daraus lässt sich gleichwohl nicht ableiten, dass während des Wirtschaftsjahres bei der Organgesellschaft entstehende zeitanteilige Gewinne, die sich zum Ende des Geschäftsjahres beim Organträger als Gewinnabführung realisieren, nicht bei dieser als stille Reserven i.S.d. § 8c Abs. 1 S 6 ff. KStG aus einer steuerbilanziell zu erfassenden Forderung aus Gewinnabführung zu berücksichtigen sind.

Weiterhin kann die Rechtsprechung des Großen Senats des BFH herangezogen werden, der im analogen Fall einer Dividendenforderung entschieden hat, dass diese ausnahmsweise vor Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses aktiviert werden kann, wenn zum (Bilanz-)Stichtag ein Gewinn auszuweisen ist, der mindestens ausschüttungsfähige Bilanzgewinn den Gesellschaftern bekannt ist und anhand objektiver Anhaltspunkte nachgewiesen werden kann, dass die Gesellschafter endgültig entschlossen sind, eine bestimmte Gewinnverwendung künftig zu beschließen und diesen Entschluss nicht mehr nachträglich ändern werden¹⁷⁰. Im Fall der Organschaft ist jedoch gerade der Wille der Gesellschafter zur

¹⁶⁶ Vgl. Krumm in: Blümich (2016), KStG § 8c Rn. 207; BFH, Urteil vom 29. Oktober 1974 I R 240/72, BStBl. II 1975, S. 126; BFH, Urteil vom 28. Februar 2013, IV R 50/09, BStBl. II 2013, S. 494.

¹⁶⁷ Vgl. H 14.7 KStR 2015 „Veranlagungszeitraum der Zurechnung“ und BFH, Urteil vom 29. Oktober 1974, I R 240/72, BStBl. 1975 II S. 126.

¹⁶⁸ Vgl. Künkele in: Beck'sches Steuerberater-Handbuch (2015), Rn. 1640e.

¹⁶⁹ Vgl. H 14.7 KStR 2015 „Verlustübernahme“ und BFH, Urteil vom 26. Januar 1977, I R 101/75, BStBl. II 1977, S. 441.

¹⁷⁰ Vgl. BFH, Urteil vom 07. August 2000 - GrS 2/99 und FG Köln, Urteil vom 29. April 2015 - 13 K 3145/08.

Gewinnverwendung durch den Ergebnisabführungsvertrag– analog zum Ausschüttungsbeschluss – objektiv nachweisbar dokumentiert.

Zumindest dann, wenn über die derivative Ermittlung nach § 8c Abs. 1 S. 6 ff. KStG stille Reserven nachweisbar sind, kann nach der hier vertretenen Auffassung über diese Argumentation zumindest ein positives zeitanteiliges Ergebnis der Organgesellschaft mit zeitanteiligen Verlusten des Organträgers verrechnet werden. Die stille Reserve aus der Forderung auf Gewinnabführung unterliegt jedenfalls nicht dem Abzugsverbot nach § 8b KStG. Angesichts der von der Finanzverwaltung vertretenen restriktiven Auslegung des § 8c KStG bleibt abzuwarten, wie der BFH in diesen Einzelfragen entscheidet.

Zuletzt nimmt die Finanzverwaltung in den oben genannten BMF-Schreiben keine Stellung dazu, wie die nicht abziehbaren Zinsen der Zinsschranke nach § 4h EStG zu ermitteln sind. Entgegen dem Interesse des Steuerpflichtigen im Rahmen der jährlichen Steuerdeklaration, die Auswirkungen der Zinsschranke zu minimieren, hat er im Falle der Organschaft das Interesse, die Zinshinzurechnung zu maximieren und damit den untergehenden Verlust zu reduzieren. Im Rahmen einer Organschaft ist § 4h grundsätzlich auf den gesamten Organkreis anzuwenden. Da die Finanzverwaltung wie dargestellt die Auffassung vertritt, dass das Einkommen vor Verrechnung im Organkreis zu ermitteln ist, soll dieses nach Auffassung der vorherrschenden Meinung in der Literatur auch für die Zinsberechnung gelten¹⁷¹.

3.4.4.3.7 Beurteilung der Rechtsentwicklung

Ob der § 8c KStG allerdings insgesamt verfassungsrechtlich Bestand hat, ist derzeit offen¹⁷². Insbesondere für die Veranlagungszeiträume 2008 bis 2009 ist dieses derzeit vor dem BVerfG anhängig und bis heute nicht entschieden¹⁷³. Für diesen Zeitraum wird vorgebracht, dass die Norm gegen das aus Art. 3 GG abgeleitete objektive Nettoprinzip verstößt, ohne dass dafür der sachliche Grund einer Missbrauchsvermeidung vorliegt. Die Regelung des § 8c KStG in den Veranlagungszeiträumen 2008 und 2009 gilt für jede Anteilsübertragung, die die Schwelle von 25 % überschreitet. Aus der Übertragung von Gesellschaftsanteilen allein ändert sich jedoch die Leistungsfähigkeit der Gesellschaft nicht, sie allein stellt als Tatbestand noch keinen Missbrauch dar¹⁷⁴. Da die Einführung des § 8c KStG allein auf einem

¹⁷¹ Vgl. Prinz (2012) m.w.N.

¹⁷² Vgl. Schwedhelm (2008), S. 405 und Lang (2012), S. 56 ff.

¹⁷³ Vgl. FG Hamburg, Urteil vom 04. April 2011, 2 K 33/11; BVerfG 2 BvL 6/11.

¹⁷⁴ Vgl. Hans (2007), S. 780 m.w.N.

fiskalisch motivierten Zweck basiert, sei die Durchbrechung des objektiven Nettoprinzips zurückzuweisen¹⁷⁵. Erst mit den ab 2010 eingeführten Verschonungstatbeständen lässt die Vorschrift des § 8c KStG einen Charakter der Missbrauchsvermeidung erkennen. Die Entscheidung des BVerfG steht aus.

Jedenfalls kann festgehalten werden, dass die Finanzverwaltung den § 8c KStG ungewöhnlich restriktiv ausgelegt und im Falle der Organschaft Holdingstrukturen erheblich benachteiligt. Die Finanzverwaltung übersieht dabei, dass Verluste die Kehrseite unternehmerischen Handelns sind und regelmäßig nicht zum Zwecke der Steuerersparnis in Kauf genommen werden. Korrespondierend dazu ist jeder Nettoverlust von den Anteilseignern zu tragen und nach § 3c EStG oder § 8b KStG nur eingeschränkt oder gar nicht verrechenbar. Die klaren Signale der EuGH- und BFH-Rechtsprechung haben jedenfalls bis heute nicht dazu geführt, dass die Finanzverwaltung ihre grundsätzliche Auslegung von § 8c KStG überdenkt.

3.4.5 Gestaltungsmöglichkeiten für den Share Deal

3.4.5.1 Grundlagen

Während beim Unternehmenskauf in der Form eines Asset Deals nur wenige steuerliche Gestaltungen möglich sind, eröffnet der Kauf von Unternehmen über einen Share Deal verschiedene steuerlich motivierte Gestaltungsmaßnahmen. Nicht nur aufgrund der zivilrechtlich einfacheren Durchführung, auch durch die seit 2002 eröffnete Möglichkeit, über eine kapitalistische Holding-Struktur Veräußerungsgewinne nach § 8b KStG überwiegend steuerfrei zu stellen, ist der Share Deal die mittlerweile am häufigsten durchgeführte Vertragsform beim Unternehmenskauf.

In dem Fortbestand des Steuersubjekts liegen aber gerade aus Sicht des Käufers steuerliche Nachteile, die dem Grund oder der Höhe nach durch Gestaltungen mit angemessenen schuldrechtlichen Verträgen im Rahmen der Unternehmensakquisition oder nach Abschluss der Unternehmensakquisition reduziert werden können. Die in der Literatur genannten Gestaltungsmaßnahmen können nach ihrer Zielsetzung wie folgt zusammengefasst werden¹⁷⁶:

¹⁷⁵ Vgl. Lang (2012), S. 60 mit Verweis auf FG Hamburg vom 04. April 2011, 2 K 33/11.

¹⁷⁶ Vgl. Scheifele in Meyer-Sparenberg/Jäckle (2017), § 25 Rn. 47 ff.

- Kaufpreisaktivierung und -abschreibung („Step-up“),
- Übernahme steuerlicher Verlustvorträge, und
- Steuerliche Abzugsfähigkeit der Finanzierungskosten des Anteilskäufers.

Auf diese Gestaltungsmaßnahmen wird in den folgenden Abschnitten eingegangen.

3.4.5.2 Kaufpreisaktivierung und -abschreibung („Step-up“)

3.4.5.2.1 Grundlagen

Bei inländischen Unternehmensakquisitionen übersteigt der Kaufpreis bei Unternehmensakquisitionen regelmäßig den handelsbilanziellen Buchwert des Eigenkapitals der erworbenen Kapitalgesellschaft, welches nach der vom Vorsichtsprinzip geprägten handelsrechtlichen Bilanzierung ausgewiesen wird. Auch wenn die Handelsbilanz nur mit zunehmender Einschränkung für die Steuerbilanz maßgeblich ist, kann regelmäßig von nicht ausgewiesenen stillen Reserven ausgegangen werden. Aus Sicht eines Käufers einer Kapitalgesellschaft ist es jedoch steuerlich günstig, nicht nur die fortgeführten Buchwerte, sondern auch die stillen Reserven in aktivierungsfähige Wirtschaftsgüter umzuwandeln und damit steuerminderndes Abschreibungspotenzial zu schaffen¹⁷⁷.

3.4.5.2.2 Unternehmenskaufmodelle im körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren

In dem bis 2000 geltenden körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren war die Buchwertaufstockung nach einer Unternehmensakquisition ein bekanntes Verfahren in der deutschen Gestaltungspraxis¹⁷⁸. So wurden verschiedene „Unternehmenskaufmodelle“ diskutiert, nach denen durch verschiedene Gestaltungsschritte eine Buchwertaufstockung ermöglicht wurde. Die am weitesten verbreiteten Modelle waren das Umwandlungsmodell und das Mitunternehmermodell. Beim Umwandlungsmodell wurde die erworbene Zielkapitalgesellschaft auf eine Personengesellschaft durch Verschmelzung oder Formwechsel umgewandelt. Soweit die Anschaffungskosten für die Anteile den Buchwert des Betriebsvermögens der Zielgesellschaft überstiegen, entstand nach Berücksichtigung der anrechenbaren Körperschaftsteuer nach § 10 UmwStG a.F. ein Übernahmeverlust, der zur Aufstockung der Buchwerte der Wirtschaftsgüter führte. Dieses

¹⁷⁷ Vgl. Köhler/Hartmann (2001), S. 562.

¹⁷⁸ Vgl. Blumers/Beinert/Witt (2001), S. 233.

Modell war bis einschließlich 1998 sowohl körperschaftsteuerlich als auch gewerbesteuerlich neutral, ab 1999 wurde der Übernahmeverlust bei der Gewerbesteuer nicht mehr berücksichtigt, so dass der „Step-up“ nach dem Umwandlungsmodell Gewerbesteuer auslöste.

Nach dem Mitunternehmermodell, welches sich als Fortentwicklung des Kombinationsmodells darstellt, hat die Zielgesellschaft nach dem Erwerb durch eine andere Kapitalgesellschaft ihren Betrieb zu Buchwerten nach § 24 UmwStG a.F. in eine neu gegründete Personengesellschaft eingebracht. Anschließend wurde der für die Sacheinlage erhaltene Mitunternehmeranteil unter Realisierung der stillen Reserven an die erwerbende Kapitalgesellschaft veräußert. Der realisierte Veräußerungsgewinn wurde von der Zielgesellschaft an die erwerbende Kapitalgesellschaft ausgeschüttet, die ihn durch eine ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung auf ihre Beteiligung an der ausschüttenden Zielgesellschaft neutralisieren konnte. Da der Einbringungsgewinn gewerbesteuerfrei war, konnte die fehlende gewerbesteuerliche Abzugsfähigkeit ausschüttungsbedingter Teilwertabschreibungen bis zum Veranlagungszeitraum 2001 kompensiert werden.

3.4.5.2.3 Buchwertfortführung im Halbeinkünfteverfahren

Nach dem Systemwechsel vom körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren zum Halbeinkünfteverfahren waren die Modelle, nach denen ein „Step-up“ vorgenommen werden konnte, ab dem Veranlagungszeitraum 2001 nicht mehr anwendbar. Als Konsequenz des mit dem Halbeinkünfteverfahren eingeführten Konzepts der Steuerfreiheit von Gewinnen von Kapitalgesellschaften aus der Veräußerung von Kapitalgesellschaftsanteilen durfte zum einen die ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung nach § 8b Abs. 3 und 6 KStG n.F. nicht mehr aufwandswirksam erfasst werden. Mit dem Steuerentlastungsgesetz (StEntG 1999/2000/2001) wurde zudem das UmwStG reformiert, so dass Verschmelzungsverluste nach § 4 Abs. 6 UmwStG ebenfalls steuerlich nicht mehr in Abzug gebracht werden konnten. Damit ist der steuerneutrale „Step-up“ ab dem Veranlagungszeitraum 2001 nicht mehr möglich.

3.4.5.3 Absetzung von Fremdkapitalfinanzierungsaufwendungen

3.4.5.3.1 Grundlagen

Ein weiterer Faktor in der Steuerplanung von Unternehmenskäufen ist die steuerlich optimale Gestaltung der Finanzierung. Grundsätzlich unterscheidet das deutsche Steuer-

recht zwischen Eigen- und Fremdkapital. Als Fremdkapital werden alle Finanzierungsformen bezeichnet, bei denen das unternehmerische Wagnis wie auch die unternehmerischen Chancen gegen eine sichere Verzinsung zurückstehen. Es wird regelmäßig dann angenommen, wenn kein Unternehmerrisiko und keine Unternehmerinitiative bestehen. Demnach haben Fremdkapitalgeber nur beschränkte Einflussmöglichkeiten auf die unternehmerischen Entscheidungen. Sie nehmen regelmäßig nicht an Verlusten teil und erhalten eine fest vereinbarte Vergütung für das eingesetzte Kapital.

Bei einer Unternehmensakquisition wird der Einsatz von Fremdkapital in der Regel von der Finanzstruktur des Käufers beeinflusst. Dabei sind insbesondere die Verfügbarkeit von Eigenkapital, Risiko und Haftungsaspekte aus der Akquisition und die Höhe der Kapitalkosten bedeutsam¹⁷⁹. Aus steuerplanerischer Sicht sollen Zinsaufwendungen für das zur Finanzierung des Unternehmenskaufs eingesetzten Fremdkapitals möglichst uneingeschränkt als steuerliche Betriebsausgabe abgezogen werden. Es wird in der Regel angestrebt, dass die Zinsaufwendungen mit den operativen Erträgen der erworbenen Gesellschaft steuerlich wirksam verrechnet werden können, um so eine Minderung der Ertragsteuern des erworbenen Unternehmens zu erreichen.

3.4.5.3.2 Maßnahmen zur Verrechnung von Fremdkapitalzinsen

Um die aus der Finanzierung der Unternehmensakquisition entstandenen Fremdkapitalzinsen abzuziehen, ist es im ersten Schritt erforderlich, durch zivilrechtliche Zuordnung des Fremdkapitals zum erworbenen Unternehmen die Zinsaufwendungen von der steuerlichen Bemessungsgrundlage in Abzug zu bringen und im zweiten Schritt die höchstmögliche Abzugsfähigkeit und damit die Vermeidung von Abzugsbegrenzungen sicherzustellen.

Im Rahmen des ersten Schrittes sind das Fremdkapital und die Wirtschaftsgüter, mit denen die operativen Erträge erwirtschaftet werden, in einer steuerrechtlichen Einheit zusammenzubringen, um den Zinsaufwand mit dem positiven operativen Einkommen zu verrechnen. Dazu sind im Grundsatz drei Varianten möglich:

- Erwerb des Unternehmens über eine Erwerbsgesellschaft und Verschmelzung des operativen Unternehmens auf die Erwerbsgesellschaft („Up-Stream-Merger“) oder

¹⁷⁹ Vgl. Prinz in: Schaumburg (2004), S. 155 f.

alternativ der Erwerbsgesellschaft auf das operativ tätige Unternehmen („Down-Stream-Merger“).

- Herabsetzung und Ausschüttung des Eigenkapitals des operativ tätigen Unternehmens und Refinanzierung durch Fremdkapital.
- Verrechnung der Unternehmenserträge des erworbenen Unternehmens mit den Zinsaufwendungen des Käufers durch eine ertragsteuerliche Organschaft.

Nach Einführung der Zinsschranke in § 4h EStG i. V.m. § 8a KStG, die die wesentliche Abzugsbeschränkungsregelung darstellt, werden die folgenden Maßnahmen diskutiert, um einen größtmöglichen Zinsabzug zu gewährleisten¹⁸⁰:

- Erhöhung der Zinserträge und Verminderung der Zinsaufwendungen durch eine Anpassung der Finanzierungsstruktur,
- Erhöhung des EBITDA durch Zusammenlegung von profitablen Geschäftsbereichen z.B. durch Organschaft oder Verschmelzung,
- Nutzung der Freigrenze als Ausnahme von der Zinsschranke durch sogenannte Atomisierung, also Zerlegung in mehrere Konzerngesellschaften, die die Freigrenze unabhängig voneinander nutzen, und
- Nutzung der Konzernklausel oder der Escape-Klausel durch Anpassung der Konzernstrukturen und der Konzerneigenkapitalquote.

Hieraus wird ersichtlich, dass gerade zur Absetzung von Fremdkapitalfinanzierungsaufwendungen größere Umstrukturierungen nach der Unternehmensakquisition notwendig werden können, die einen erheblichen Eingriff in die rechtlichen Strukturen der beteiligten Unternehmen bedeuten. Da diese Aufwendungen gerade bei aggressiv finanzierten Unternehmensakquisitionen einen Großteil der operativen Unternehmensgewinne verbrauchen, sind solche Umstrukturierungen zur Durchsetzung der steuerlichen Absetzbarkeit unausweichlich.

¹⁸⁰ Vgl. Jacobs/Endres/Spengel in: Jacobs (2016), S. 958.

3.4.5.4 Übernahme steuerlicher Verlustvorträge

3.4.5.4.1 Strukturierungen auf der Verkäuferseite

In eingeschränktem Umfang kann der Verkäufer Verlustvorträge durch die Realisation von stillen Reserven vor einem Unternehmensverkauf verrechnen. Die realisierten stillen Reserven sollten dabei vorrangig in abschreibungsfähigen Wirtschaftsgütern mit kurzer Restnutzungsdauer liegen. Eine Einschränkung ergibt sich hier jedoch aus der Mindestbesteuerung nach § 10d EStG, da Verluste nur bis zu einem Betrag von 1 Mio. EUR verrechenbar sind, darüber hinaus lediglich zu 60 %. Stille Reserven können z.B. durch zivilrechtlichen Verkauf von Wirtschaftsgütern oder durch Umwandlung (Ausgliederung) vom zu akquirierenden Unternehmen an ein Tochterunternehmen erfolgen. Alternativ können einzelne Wirtschaftsgüter vor Durchführung des Share Deals gesondert im Rahmen eines vorgelagerten Asset Deals an den Käufer übertragen werden. Die so realisierten stillen Reserven können dann über Absetzung für Abnutzung (AfA) nach dem Share Deal steuerlich geltend gemacht werden. Seit Einführung der Stille-Reserven-Klausel nach § 8c Abs. 1 S. 6 ff. KStG n.F. im Veranlagungszeitraum 2011 ist diese Gestaltung jedoch von nachgeordneter Bedeutung, da in Höhe der stillen Reserven Verlustvorträge übertragbar sind.

3.4.5.4.2 Strukturierungen auf der Käuferseite

Bis zur Einführung des § 8c KStG war der Tatbestand des Mantelkaufs und des damit verbundenen Verlustuntergangs an die Zuführung von überwiegend neuem Betriebsvermögen geknüpft. Der Käufer hatte es daher selbst in der Hand, diesen Tatbestand zu vermeiden.

Auf Seiten des Käufers kann nur vermieden werden, den Tatbestand der Übertragung von mehr als 25 % von Anteilen am Zielunternehmen nach § 8c Abs. 1 KStG zu realisieren. So ist z.B. ein stufenweiser Anteilswerb möglich oder der Erwerb erfolgt durch verschiedene Parteien zu Anteilen von maximal 25 %. Zu vermeiden ist, dass die verschiedenen Parteien nach § 8c Abs. 1 S. 3 KStG als Erwerberkreis zusammengerechnet werden, wenn ihnen gleichgerichtete Interessen nachzuweisen sind¹⁸¹.

¹⁸¹ Vgl. Sistermann/Brinkmann (2008), S. 902 f.

3.5 Haftung im Rahmen von Unternehmensakquisitionen

Ein letzter relevanter Aspekt bei Unternehmensakquisitionen liegt in der Übertragung steuerlicher Risiken vom Verkäufer auf den Käufer. Unter solchen Risiken werden Steuerschulden verstanden, die noch nicht im Rahmen der Steuerdeklaration und -festsetzung erfasst oder in der Vermögenslage des Unternehmens nicht durch Rückstellungen oder Verbindlichkeiten berücksichtigt sind.

Diese stellen aus ökonomischer Sicht eine Wertminderung des akquirierten Unternehmens dar, die sich auf den Kaufpreis auswirken, sofern sie den Parteien bekannt sind. Solche Steuerschulden können durch unbewusst realisierte Tatbestände entstanden sein oder auf einer abweichenden Rechtsauslegung der Finanzverwaltung basieren. Solche Risiken werden auch als Betriebsprüfungsrisiken bezeichnet.

Bei einem Share Deal führt die übertragene Gesellschaft das Unternehmen fort, aufgrund der Rechtsträgeridentität werden daher sämtliche bilanzierten und nichtbilanzierten Steuerschulden übernommen. Bei einem Asset Deal dagegen verbleiben die Steuerschulden zunächst beim Verkäufer des Unternehmens. Allerdings sieht das deutsche Steuerrecht bei einem Unternehmenskauf den Sondertatbestand der Haftung nach §§ 33, 37, 69 ff. AO vor. Haftung bedeutet das Entstehen für eine fremde Steuerschuld. Im Asset Deal greift die Haftung des Betriebsübernehmers nach § 75 AO. Durch die Betriebsübernahme wird dem Finanzamt die wesentliche Vollstreckungsgrundlage genommen¹⁸². Werden die wesentlichen Betriebsgrundlagen eines Unternehmens übertragen, steht der Käufer mit diesen für die Betriebssteuern seit dem Beginn des letzten vor der Übertragung liegenden Kalenderjahres nach § 75 AO ein.

¹⁸² Vgl. Klein (2016), § 75 Tz. 1.

4 Unternehmensbewertung unter dem Einfluss von Ertragsteuern

4.1 Überblick

Die Unternehmensbewertung hat einen wesentlichen Einfluss auf die Preisbildung bei Unternehmensakquisitionen. Sie dient den Parteien im Akquisitionsprozess dazu, über eine strategische und operative Planung potenzielle Preisvorstellungen für Unternehmen zu entwickeln¹⁸³. Der Käufer wird sich ein subjektives Urteil über den Wert des zu akquirierenden Unternehmens bilden, bevor er ein Kaufangebot abgibt. Auch ein Verkäufer wird regelmäßig eine Wertvorstellung über das von ihm verkaufte Unternehmen entwickeln, bevor er ein Kaufangebot annimmt oder ablehnt.

Zur individuellen Wertfindung bietet die Methodik der Unternehmensbewertung das betriebswirtschaftliche Instrumentarium für einen rationalen Käufer und Verkäufer. Insbesondere in den 70er und 80er Jahren war die Methodik der Unternehmensbewertung intensiver Gegenstand der wissenschaftlichen Diskussion¹⁸⁴. Diese entwickelte sich ausgehend von der bis etwa 1960 vorherrschenden objektiven Werttheorie, die einen für alle Parteien allgemeingültigen und objektiv ermittelbaren Unternehmenswert vertreten hat¹⁸⁵. Aus der Kritik an dieser statischen Betrachtung heraus wurde die subjektive Werttheorie entwickelt, die den Wert des Bewertungsobjektes ausgehend von den subjektiven Einschätzungen und Erwartungen der bewertenden Partei ermittelt. Dieser Ansatz konnte jedoch nicht für alle Bewertungszwecke überzeugen, so dass sich schließlich ab Mitte der 70er Jahre die bis heute anerkannte funktionale Werttheorie durchgesetzt hat¹⁸⁶. Nach dieser kann die Funktion der Unternehmensbewertung in eine Beratungsfunktion, Vermittlungsfunktion und die Funktion des neutralen Gutachters unterschieden werden¹⁸⁷.

In der bei Unternehmensakquisition relevanten Beratungsfunktion liefert die Unternehmensbewertung den Grenzpreis als subjektiven Entscheidungswert, für den der Käufer oder

¹⁸³ Vgl. Peemöller (2012), S. 3.

¹⁸⁴ Vgl. Peemöller (2012), S. 31 ff. m.w.N.

¹⁸⁵ Vgl. Obermeier/Gasper (2008), S. 149 f.

¹⁸⁶ Vgl. Matschke/Brösel (2007), S. 22 ff. m.w.N.

¹⁸⁷ Vgl. IDW (2008), Tz. 12.

Verkäufer zwischen Kauf oder Verkauf des Unternehmens und des bestehenden Zustands indifferent ist.

Wenn der Verkäufer eines Unternehmens vor die Alternative des Verkaufs oder der Weiterführung gestellt wird, so wird seine Entscheidung auf dem Vergleich des zu erzielenden Kaufpreises zu den erwarteten zukünftigen Erträgen aus dem Unternehmen basieren¹⁸⁸. Dabei hat der Verkäufer auch persönlichen Restriktionen z.B. in Form eines persönlichen oder organisatorisch begrenzten Investitionszeitraums zu berücksichtigen. Auch der Käufer wird seine Kaufentscheidung auf erwartete Erträge stützen, die er mit seiner Organisation realisieren kann. Die Unternehmensbewertung in ihrer Beratungsfunktion bildet diese individuellen Restriktionen und Erwartungen des Verkäufers oder Käufers ab¹⁸⁹.

In der Theorie der Unternehmensbewertung finden sich verschiedene Bewertungsverfahren, die zunächst anhand ihrer Konzeption in drei Verfahrensgruppen unterschieden werden können¹⁹⁰.

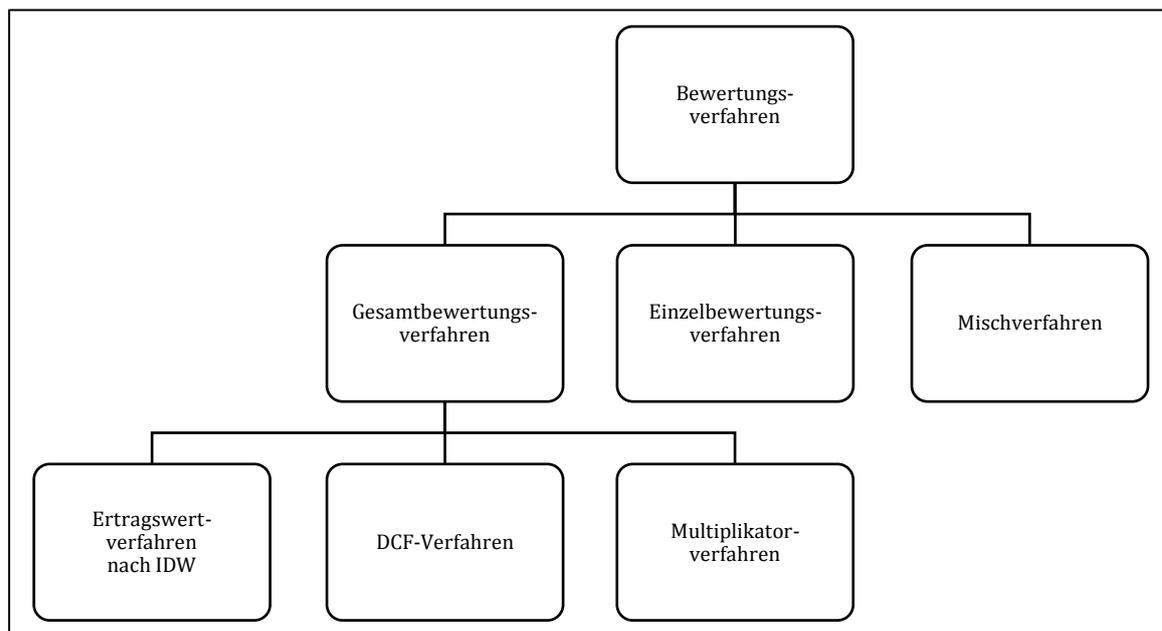


Abbildung 5: Bewertungsverfahren im Überblick

Quelle: Peemöller (2012), S. 51

¹⁸⁸ Vgl. Moxter (1983), S. 123.

¹⁸⁹ Vgl. Peemöller (2012), S. 8.

¹⁹⁰ Vgl. Mandl/Rabel, in: Peemöller (2012), S. 51.

Bei den Gesamtbewertungsverfahren wird das Unternehmen als eine wirtschaftliche Bewertungseinheit betrachtet, die anhand des zukünftigen Ertrags bewertet wird, der aus dem Unternehmen zu erwarten ist. Bei den Einzelbewertungsverfahren wird der Unternehmenswert anhand seiner einzelnen Bestandteile, also Vermögenswerte und Schulden, ermittelt. Neben diesen beiden Bewertungsverfahren bestehen noch Mischverfahren, die Bestandteile der Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren kombinieren. Dagegen sind die vereinfachenden Multiplikator-Verfahren nicht als Unternehmensbewertungsverfahren anerkannt und werden in der Praxis regelmäßig nur für die Prüfung auf Plausibilität herangezogen¹⁹¹.

Bei Unternehmensakquisitionen finden ganz überwiegend die Gesamtbewertungsverfahren Anwendung¹⁹². Während in Deutschland zunächst das vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer verbreitete Ertragswertverfahren vorherrschte, wurden ab den 90er Jahren zunehmend auch angelsächsische Bewertungsverfahren wie das DCF-Verfahren diskutiert, die unter dem Einfluss internationaler Investmentbanken und Beratungsunternehmen Eingang in die deutsche Bewertungspraxis fanden. Beide Verfahren werden mittlerweile als konzeptionell gleichwertig angesehen¹⁹³.

4.2 Ertragsteuern im Ertragswertverfahren

4.2.1 Grundlagen

Das Ertragswertverfahren ist ein insbesondere im deutschsprachigen Raum verbreitetes Bewertungsverfahren, welches unter dem Einfluss der betriebswirtschaftlichen Forschung zur Unternehmensbewertung über die Facharbeit des IDW (Instituts der Wirtschaftsprüfer) in die Bewertungspraxis eingezogen ist¹⁹⁴.

Das IDW hat die Grundzüge des Ertragswertverfahrens erstmals in der Stellungnahme des Hauptfachausschusses HFA 2/1983 Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen festgelegt¹⁹⁵. Dieses Fachgutachten ist im Jahr 2000 im IDW-Standard

¹⁹¹ Vgl. Rode (2016), S. 1566; IDW (2008), Tz. 164.

¹⁹² Vgl. Nölle (2009), S. 9 ff.

¹⁹³ Vgl. IDW (2008), Tz. 101.

¹⁹⁴ Vgl. Diedrich/Dierkes (2015), S. 146 f.

¹⁹⁵ Vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller (2012), S. 273.

„Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S1)¹⁹⁶ aufgegangen, durch den die Methodik des Ertragswertverfahrens überarbeitet und an die insbesondere theoretische Entwicklung in der Literatur angepasst wurde. Als wesentliche Änderung ist die Berücksichtigung von Steuerwirkungen auf Ebene des Anteilseigners hervorzuheben. Nach der Reform des Körperschaftsteuergesetzes und der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens wurde der IDW S1 im Jahr 2005 überarbeitet, wobei die Berechnung der Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern im Halbeinkünfteverfahren sowie die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese als wesentliche Änderungen zu verzeichnen waren¹⁹⁷. Im Jahr 2008 wurde eine weitere Überarbeitung des Standards veröffentlicht, in der die Unternehmensteuerreform 2008 mit der neu eingeführten Abgeltungsteuer berücksichtigt wurde¹⁹⁸.

4.2.2 Kapitalisierungsgröße

Das Ertragswertverfahren bewertet den ausschüttungsfähigen Ertragsüberschuss des Unternehmens. Dieses setzt eine Prognose dieser Überschüsse voraus. Grundlage dieser Prognose ist eine konsistente Unternehmensplanung anhand von Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn-und-Verlust-Rechnungen und Plan-Cashflow voraus. Der ausschüttungsfähige Ertragsüberschuss ist im Ertragswertverfahren der handelsrechtliche Jahresüberschuss, der nach den Regelungen des HGB ermittelt wird. Dabei werden die Geschäftsvorfälle des Unternehmens in Form von Einnahmen und Ausgaben unabhängig vom Ein- oder Auszahlungszeitpunkt buchhalterisch erfasst und bilden als Ertrag oder Aufwand das periodisierte handelsrechtliche Ergebnis.

Nach IDW S 1 in der Fassung von 2000 wurde die Vollausschüttung des handelsrechtlichen Jahresüberschusses unterstellt. Demnach ist dem Anteilseigner dieser Betrag als fiktiv zugeflossen zuzurechnen. In der neueren Fassung des IDW S 1 von 2005 sind aufgrund des Unternehmenskonzeptes geplante Thesaurierungen explizit zu berücksichtigen¹⁹⁹.

Im Anwendungsbereich des Ertragswertverfahrens werden bei der Bewertung von Anteilen an Kapitalgesellschaften daher sowohl die Gewerbesteuer als auch die Körperschaftsteuer berücksichtigt. Aufgrund möglicher Abweichungen zwischen der Handels- und Steuerbilanz,

¹⁹⁶ Vgl. IDW (2000).

¹⁹⁷ Vgl. IDW (2005).

¹⁹⁸ Vgl. IDW (2008).

¹⁹⁹ Vgl. IDW (2005), Tz. 26.

der Berücksichtigung von steuerfreien Einnahmen sowie nicht abziehbaren Betriebsausgaben sind die steuerlichen Bemessungsgrundlagen regelmäßig in gesonderten Nebenrechnungen zu planen²⁰⁰.

In der im deutschsprachigem Raum entwickelten Theorie der Unternehmensbewertung wird die Meinung vertreten, dass der Wert eines Unternehmens nur durch die Höhe der Nettozuflüsse an die Anteilseigner bestimmt werden kann. Daher wird der als ausgeschüttet geltende Ertragsüberschuss im nächsten Schritt um die Einkommensteuer des Anteilseigners gemindert und bildet damit den diskontierungsfähigen finanziellen Überschuss²⁰¹.

Allerdings hat das IDW anerkannt, dass die Berücksichtigung der Einkommensteuer auf Ebene des Anteilseigners in Abhängigkeit der Bewertungsfunktion und -situation unterbleiben kann²⁰². So soll es bei Bewertungen im Rahmen von unternehmerischer Initiativen, zu denen Unternehmensakquisitionen regelmäßig gehören, im Hinblick auf das Informationsbedürfnis und die Informationserwartungen der Adressaten sowie vor dem Hintergrund der Internationalisierung der Kapitalmärkte zulässig sein, auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern zu verzichten²⁰³.

4.2.3 Kapitalisierungszins

Der Kapitalisierungszinssatz ermittelt sich aus der Rendite einer Investitionsalternative. Damit wird der Nettoertrag des Anteilseigners mit der erreichbaren Rendite aus der Investitionsalternative verglichen. Diese muss zum Nettoertrag aus dem zu bewertenden Unternehmen hinsichtlich des Risikos sowie der zeitlichen Struktur und der Besteuerung äquivalent sein²⁰⁴.

Dabei wird regelmäßig ein Bündel von am Kapitalmarkt gehandelten Unternehmensanteilen als Ausgangsgröße zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes verwendet. Die daraus erwartete Rendite wird in einen sicheren Basiszinssatz sowie einen Risikozuschlag zerlegt. Auf Basis des Kapitalmarktpreisbildungsmodells des CAPM entwickelten und an die Verhältnisse des deutschen Steuerrechts angepassten Tax-CAPM anhand von empirischen

²⁰⁰ Vgl. IDW (2008), Tz. 27.

²⁰¹ Vgl. IDW (2008), Tz. 28.

²⁰² Vgl. Jonas in: Oestreicher (2010), S. 213.

²⁰³ Vgl. IDW (2008), Tz. 45.

²⁰⁴ Vgl. Moxter (1983), S. 155.

Ausgangsgrößen wird der Risikozuschlag nach Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern ermittelt²⁰⁵.

Bei Unternehmensbewertungen im Rahmen von unternehmerischen Initiativen kann davon ausgegangen werden, dass die persönliche Ertragsteuerbelastung der Nettozuflüsse aus dem zu bewertenden Unternehmen der persönlichen Ertragsteuerbelastung der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio entspricht²⁰⁶. In diesen Fällen unterbleibt also die Berücksichtigung von Ertragsteuern auf Ebene des Anteilseigners²⁰⁷.

4.3 Ertragsteuern in den DCF-Verfahren

4.3.1 Grundlagen

Die Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) wurden in der angelsächsischen Bewertungspraxis entwickelt. Sie werden insbesondere bei internationalen Investmentbanken und Beratungsunternehmen, die in einem vom Kapitalmarkt geprägten Umfeld agieren, eingesetzt. Bei größeren und internationalen Unternehmensakquisitionen, bei denen diese Institutionen beteiligt sind, kommen daher die DCF-Verfahren bei der Ermittlung von Unternehmenswerten während des Transaktionsprozesses zur Anwendung.

Grundsätzlich sind die DCF-Verfahren ebenfalls Gesamtbewertungsverfahren, bei denen der Wert der Unternehmenseinheit im Ganzen ermittelt wird. Sie basieren auf der Kapitalwertberechnung und lassen sich auf die Annahme zurückführen, dass sich der Unternehmenswert als Barwert der in der Zukunft generierten Zahlungen des Unternehmens bestimmt. In der Gruppe der DCF-Verfahren werden zwei Ansätze unterschieden, die Entity- und Equity-Ansatz genannt werden.

Beim Entity-Ansatz, auch als Verfahren der Bruttokapitalisierung bezeichnet, wird zunächst der Wert des Gesamtkapitals des Unternehmens bestimmt. Das Gesamtkapital besteht aus der Summe aller Eigen- und Fremdkapitalpositionen des Unternehmens. Dazu wird der gesamte Cashflow, der den Eigen- und Fremdkapitalgebern aus dem Unternehmen zufließt, diskontiert. Dieser Wert wird im zweiten Schritt um den Wert des Fremdkapitals gekürzt, so dass der Marktwert des Eigenkapitals verbleibt. Innerhalb des Entity-Ansatzes werden zwei

²⁰⁵ Vgl. Brennan (1970); Jonas/Löffler/Wiese (2004) und Wiese (2007).

²⁰⁶ Vgl. IDW (2008), Tz. 45.

²⁰⁷ Vgl. IDW (2008), Tz. 119.

verschiedene Verfahren unterschieden, der WACC-Ansatz (Weighted Average Cost of Capital) und der APV-Ansatz (Adjusted Present Value). Der WACC-Ansatz wird wiederum in zwei Varianten differenziert, das Free-Cash-Flow- und das Total-Cash-Flow-Verfahren. Die Ansätze unterscheiden sich im Wesentlichen dadurch, wie der Steuervorteil, der sich aus einer Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen ergibt (Tax Shield), in den Marktwert eingerechnet wird.

Dagegen wird bei der Equity-Methode, die als Verfahren der Nettokapitalisierung bezeichnet wird, direkt der Wert des Eigenkapitals ermittelt. Dazu werden bereits bei der Ermittlung des relevanten Cashflows die Zahlungen an die Fremdkapitalgeber abgesetzt und damit nur die Zahlungsströme, die den Eigenkapitalgebern zufließen, als Kapitalisierungsgröße angesetzt und diskontiert (Flow to Equity).

4.3.2 Kapitalisierungsgröße

Die Kapitalisierungsgröße bei den DCF-Verfahren ist der Cashflow, der als Zahlungsstrom des zu bewertenden Unternehmens an seine Anteilseigner verstanden wird²⁰⁸. Der in den DCF-Verfahren eingesetzte Cashflow wird zukunftsbezogen aus einer Unternehmensplanung abgeleitet. In Abhängigkeit vom Bewertungsverfahren wird der Cashflow zudem um die Einflüsse aus der Fremdkapitalfinanzierung sowie der Unternehmenssteuern bereinigt.

In Abhängigkeit vom Bewertungsansatz wird der Free Cashflow, der Total Cashflow oder der Flow to Equity als Diskontierungsgröße unterschieden. Der Zusammenhang ergibt sich aus der folgenden Übersicht:

²⁰⁸ Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in: Peemöller (2012), S. 378.

	Jahresüberschuss
+	Abschreibungen
+/-	Veränderung der Rückstellungen
-/+	Veränderung des Working Capital
-/+	Investitionen bzw. Desinvestitionen in das Anlagevermögen
+/-	Aufnahme bzw. Tilgung von Fremdkapital
=	Flow to Equity
-/+	Aufnahme bzw. Tilgung von Fremdkapital
+	Fremdkapitalzinsen
=	Total Cashflow
-	Ertragsteuerersparnis aufgrund Fremdfinanzierung
=	Free Cashflow

Tabelle 6: Ableitung des Cashflows

Quelle: Eigene Darstellung.

Der Free Cashflow ergibt sich als Zahlungsmittelzufluss unter Annahme der vollständigen Eigenkapitalfinanzierung. Ausgangspunkt ist der Flow to Equity, also der Einzahlungsüberschuss aus operativer Geschäftstätigkeit und der Investitionstätigkeit. Diesem werden die Zinszahlungen an Fremdkapitalgeber hinzugerechnet, so dass sich der Total Cashflow ergibt. Diesem werden die fiktiven Ertragsteuern, die auf diesen Betrag anfallen, vom Total Cashflow abgezogen („Tax Shield“). Dieser Betrag wird als Ertragsteuerersparnis, die sich durch die Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen bei der Bemessungsgrundlage ergibt, interpretiert. Der sich so ergebende Wert stellt den Free Cashflow dar. Damit wird der Diskontierungsgröße Free Cashflow eine fiktive Ertragsteuerbelastung bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung berücksichtigt, welche unabhängig von der tatsächlichen bzw. geplanten Finanzierung ist²⁰⁹.

Der Total Cashflow unterscheidet sich vom Free Cashflow dadurch, dass die Ertragsteuerersparnis aus der Fremdkapitalfinanzierung im Cashflow berücksichtigt wird. Ertragsteuern

²⁰⁹ Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in: Peemöller (2012), S. 357 ff.

werden daher in der Diskontierungsgröße in Höhe der tatsächlich zu leistenden Zahllast einbezogen. Der Flow to Equity-Ansatz berücksichtigt dagegen nur den Cashflow, der nach Abzug der Fremdkapitalzinsen auf die Eigenkapitalgeber entfällt. Er enthält ebenfalls nur die Ertragsteuern, die unter Berücksichtigung der Fremdkapitalfinanzierung zu zahlen sind. Daher sind sowohl der Total Cashflow als auch der Flow to Equity abhängig vom Verschuldungsgrad und damit finanzierungsabhängig.

Im Grundmodell der DCF-Verfahren werden zunächst nur die Steuern auf Unternehmensebene berücksichtigt. Die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner fließen weder bei der Berechnung des Cashflows noch bei der des Kapitalisierungszinssatzes ein. Nach einer überwiegend in Deutschland vertretenen Auffassung sind jedoch die Ertragsteuern der Anteilseigner auch im Rahmen der DCF-Verfahren zu berücksichtigen²¹⁰. Erfolgt eine Thesaurierung von Gewinnen, so ist zusätzlich zur Fremdfinanzierung die Ersparnis von persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner aus der Thesaurierung hinzuzurechnen. Dabei kann die Steuerersparnis aus der Fremdfinanzierung sowie aus der Thesaurierung entweder gemeinsam im Cashflow, getrennt im Cashflow und im Kapitalkostensatz oder gemeinsam im Kapitalkostensatz abgebildet werden²¹¹. Aufgrund dieser Komplexität, die sich bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes in einer Nachsteuerrechnung fortsetzt, wird gerade im internationalen Bewertungskontext auf die Einbeziehung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner verzichtet. Die Relevanz für den Unternehmenswert wird als gering eingeschätzt²¹².

4.3.3 Kapitalisierungszins

Da die DCF-Verfahren unterschiedliche Diskontierungsgrößen kennen, werden entsprechend unterschiedliche Kapitalkostensätze verwendet. Beim Flow-to-Equity-Ansatz kommt der Eigenkapitalkostensatz des verschuldeten Unternehmens zum Ansatz, so dass sich nach der Diskontierung direkt der Wert des Eigenkapitals ergibt.

Beim Total Cash Flow- und Free Cashflow-Ansatz kommt dagegen der gewichtete Kapitalkostensatz (WACC) zum Ansatz. Da beim Free Cashflow die Steuerersparnis aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen nicht berücksichtigt wird, wird der Kapitalkosten-

²¹⁰ Vgl. Diedrich/Dierkes (2015), S. 180 und S. 379.

²¹¹ Vgl. Löffler in: Schacht/Fackler (2008), S. 370 f.

²¹² Vgl. Mandl/Rabel in: Peemöller (2012), S. 91.

satz des Fremdkapitals um die Steuerentlastung gekürzt. Beim Total Cashflow ist die Steuerentlastung dagegen bereits in der Diskontierungsgröße enthalten, entsprechend wird der Kapitalkostensatz des Fremdkapitals vor Ertragsteuern angesetzt. Bei beiden Ansätzen ergibt sich nach Diskontierung der Marktwert des gesamten Unternehmens, der zur Ableitung des Marktwertes des Eigenkapitals um das Fremdkapitals zu kürzen ist.

4.4 Zwischenergebnis

Während die Notwendigkeit der Berücksichtigung von Ertragsteuern auf Ebene des Unternehmens in der Theorie der Unternehmensbewertung unbestritten ist, wird die Behandlung von Steuern auf Ebene der Anteilseigner kontrovers diskutiert. In der theoretischen Literatur im deutschsprachigen Raum wurde schon früh die Berücksichtigung der Einkommensteuer des Anteilseigners gefordert²¹³. Diese Forderung hat Eingang in die vom Institut der Wirtschaftsprüfer vorgelegten Bewertungsgrundsätze nach IDW S 1 gefunden. Daher kann davon ausgegangen werden, dass die persönlichen Ertragsteuern des Anteilseigners in den Wertgutachten dieser Berufsgruppe zumindest in gutachterlichen Unternehmensbewertungen ihren Niederschlag finden, die aufgrund des Bewertungsanlasses wie z.B. des aktienrechtlichen Squeeze-Out eines höheren Detaillierungsgrads bedürfen²¹⁴.

Im kapitalmarktgeprägten Umfeld ist dagegen davon auszugehen, dass Ertragsteuern auf Ebene des Anteilseigners nicht berücksichtigt werden. Entsprechend wird der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls vor Einkommensteuern ermittelt. Das wesentliche Argument für diesen in der Praxis gewählten Ansatz ist, dass sich der Unternehmenswert bei einer korrespondierenden Berücksichtigung der Einkommensteuer auf Ebene des Anteilseigners bei der zu kapitalisierenden Ertragsgröße und dem Kapitalisierungszins kaum verändern würde.

Zuletzt ist festzuhalten, dass die Unternehmensbewertung nicht alle Auswirkungen, die Ertragsteuern auf eine Unternehmensakquisition haben, berücksichtigt. In der Planung des diskontierten Zahlungsstroms werden lediglich die zukünftigen Ertragsteuern des Unternehmens und gegebenenfalls der Anteilseigner berücksichtigt.

²¹³ Vgl. z.B. Ballwieser in: Elschen/Siegel/Wagner (1995), S. 19 und Wagner/Rümmele (1995), S. 433.

²¹⁴ Vgl. Jonas in: Oestreicher (2010), S. 214.

Aus Sicht des Verkäufers wird der Lock-in Effekt des Verkäufers nicht in der Unternehmensbewertung berücksichtigt. Unterliegt der Verkäufer einer einmaligen Veräußerungsgewinnbesteuerung („Capital Gain Taxation“), so verringert er sein absolutes Vermögen beim Wechsel in eine Alternativanlage um die Steuerbelastung. Da er den Betrag der Steuerbelastung nicht in einer risikoäquivalenten Alternativanlage investieren kann, vermindert sich sein zukünftiger Zahlungsstrom entsprechend.

Aus Sicht des Käufers werden Steuerersparnisse, die aufgrund einer Einflussnahme auf das erworbene Unternehmen und der damit verbundenen Umsetzungsmöglichkeit von steuerlich motivierten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen in die Planung einbezogen.

Da die Unternehmensbewertung von der Fortführung des Unternehmens ausgeht, wird jedoch der aus Sicht des Käufers wirkende Kapitalisierungseffekt ebenfalls nicht berücksichtigt werden. Unterliegt der Käufer des Unternehmens bei einem Weiterverkauf einer Veräußerungsbesteuerung, wird sich dieses negativ auf sein Bewertungskalkül niederschlagen. Zudem werden im Rahmen der Planung Annahmen zur Ausschüttung oder Thesaurierung getroffen, die in den Planungsmodellen ab einem bestimmten Planungszeitraum schlicht fortgeschrieben. Allerdings ist es spätestens im Rahmen der Liquidation steuerlich von Bedeutung, ob die Rücklagen aus früheren Einlagen oder aufgrund von thesaurierten Gewinnen stammen. Während Einlagen durch Kapitalgesellschaften – im Rahmen der Verwendungsreihenfolge – steuerfrei an die Anteilseigner zurückgezahlt werden, sind die Gewinnvorträge mit Kapitalertragsteuer auf Ebene des Anteilseigners belastet. Diese latente Ausschüttungsbelastung wird konzeptionell im Rahmen der Unternehmensbewertung nicht berücksichtigt.

Wenn der Verkäufer oder der Käufer also Unternehmensbewertungen zur Ableitung von subjektiven Preisvorstellungen vornehmen, müssen diese im Rahmen einer Grenzpreisbestimmung um steuerliche Zu- oder Abschläge aus den individuellen, einmaligen Besteuerungsfolgen der Unternehmensakquisition erweitert werden.

5 Preisbildung unter dem Einfluss von Ertragsteuern

5.1 Überblick

Im Akquisitionsprozess ist die im vorherigen Abschnitt 4 dargestellte Unternehmensbewertung das Instrument, mit dessen Hilfe der veräußerungswillige Gesellschafter die Vorteilhaftigkeit eines Verkaufs beurteilt. Die Unternehmensbewertung dient in ihrer Beratungsfunktion insbesondere der Ermittlung von Grenzpreisen.

Danach wird der Unternehmenswert aus einer vom Unternehmen erwirtschafteten Ertragsgröße nach Ertragsteuern auf Unternehmensebene und in Abhängigkeit von dem vertretenen Bewertungsansatz gegebenenfalls unter Berücksichtigung von Ertragsteuern auf Ebene des veräußerungswilligen Gesellschafters betrachtet. Basierend auf dem so ermittelten Grenzpreis wird ein Verkäufer jedoch immer einen höheren Kaufpreis nachfragen, um die Ertragsteuerbelastung auf Veräußerungsgewinne zu kompensieren. Der Lock-in Effekt führt grundsätzlich dazu, dass der in einer Unternehmensakquisition verhandelte Kaufpreis des Unternehmens steigt (vgl. Abschnitt 1.2.2.2).

Auf der Seite des Käufers werden in einer Unternehmensakquisition ebenfalls verschiedene Effekte der Ertragsbesteuerung in das Entscheidungskalkül einfließen. Im Gegensatz zum Erwerb von Unternehmensanteilen an der Börse kann der Käufer in einem M&A-Szenario auf das erworbene Unternehmen und durch Vertragsvereinbarungen auf die wirtschaftliche Gestaltung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage und damit die Steuerbemessungsgrundlage Einfluss nehmen. Daher wird der Käufer im Rahmen seiner Grenzpreisbestimmung aus der Ertrags- oder Liquiditätsgröße neben den laufenden Ertragsteuern auch nutzbare Steuerersparnisse nach steuerlich motivierten Umstrukturierungsmaßnahmen berücksichtigen. Hier ist zum einen – korrespondierend zur Veräußerungsgewinnbesteuerung – die steuerwirksame Abschreibung des Kaufpreises zu nennen. Durch die Abschreibung entsteht ein Steuerersparnis, das den Grenzpreis des Käufers entsprechend erhöht. Zum anderen können potenzielle Steuerersparnisse aufgrund möglicher Optimierungsmaßnahmen vorliegen, die im Rahmen der Unternehmensbewertung zu einer Steigerung der Nettozuflüsse führen.

Zuletzt bewirkt der Kapitalisierungseffekt, dass der Käufer die Besteuerung zukünftiger Veräußerungsgewinne ebenfalls in sein Kalkül einbeziehen wird. Je höher diese Veräuße-

rungsgewinnbesteuerung ausfällt, desto niedriger ist die kumulierte Nettorendite seiner Investition in das zu erwerbende Unternehmen.

Daher sind also – über die in der Unternehmensbewertung unter dem Einfluss von Ertragsteuern ermittelten Grenzpreise hinaus – weitere Steuereffekte in der Preisbildung zu berücksichtigen. Diese Steuereffekte hängen dabei ausschließlich von individuellen Parametern auf der Seite des Verkäufers und der Seite des Käufers ab.

5.2 Bewertungskalküle und Grenzpreise

5.2.1 Grenzpreis des Verkäufers

Zunächst wird das theoretische Bewertungskalkül des Verkäufers betrachtet. Dieser ermittelt seinen individuellen Grenzpreis, indem er seine Unternehmensbeteiligung anhand seiner individuellen Erwartungen im Rahmen einer formellen oder informellen Unternehmensbewertung bewertet.

In einem einfachen Bewertungsmodell kann angenommen werden, dass der Verkäufer aus seiner Unternehmensbeteiligung Erlöse in Höhe von $1+r$ erzielt. Er tätigt jährliche Reinvestitionen in Höhe von 1 , die sofort abgeschrieben werden dürfen. Sein Ergebnis vor Steuern beträgt damit r . Dieses Ergebnis unterliegt einer Ertragsteuerbelastung in Höhe des Steuersatzes s . Damit ergibt sich der folgende Nettozufluss für den Verkäufer:

Erlöse	$1 + r$
./. Reinvestition	$- 1$
= Vorsteuerergebnis	r
./. Steuern	$- s r$
= Nachsteuerergebnis	$(1-s) r$

Tabelle 7: Ermittlung des Gewinns aus dem Verkauf eines Einzelunternehmens

Der Verkäufer vergleicht den Nettozufluss aus seiner Unternehmensbeteiligung mit einer Alternativinvestition. Dieses ist eine Anlage am Kapitalmarkt, mit der er eine Vorsteuerrendite von r erzielt. Diese ist ebenfalls mit einer Steuer in Höhe des Steuersatzes s belastet.

Kapitalmarkttrendite	i
./. Steuern	$-s i$
= Kapitalmarkttrendite nach Steuern	$(1-s) i$

Tabelle 8: Ableitung der Kapitalmarkttrendite nach Steuern

Der Ertragswert E^V der Unternehmensbeteiligung des Verkäufers unter Berücksichtigung von Ertragsteuern ermittelt sich durch Diskontierung mit der Kapitalmarkttrendite nach Steuern:

$$(1) \quad E^V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{(1-s) r}{(1+(1-s) i)^t}$$

Nach Anwendung der Formel der ewigen Rente bei periodisch nachschüssigen Erträgen ergibt sich folgender Term für den Ertragswert E^V :

$$(2) \quad E^V = \frac{(1-s) r}{(1-s) i} = \frac{r}{i}$$

Bei der Ermittlung des Grenzpreises des Verkäufers ist jedoch noch die einmalige Ertragsteuerbelastung aus dem Verkauf seiner Unternehmensbeteiligung zu berücksichtigen. Der Veräußerungsgewinn des Verkäufers, der als Differenz des Verkaufspreises p und den Anschaffungskosten a ermittelt wird, unterliegt dabei einer Ertragsbesteuerbelastung S mit einem Steuersatz s .

$$(3) \quad S = (p - a) s$$

Der Verkäufer wird einem Verkauf nur zustimmen, wenn er im Ergebnis aus dem Verkauf ein entsprechenden Nettozufluss erzielt, den er in eine äquivalente Alternativenanlage am Kapitalmarkt investieren kann. Der Nettozufluss q aus der Veräußerung bestimmt sich daher Kaufpreis p abzüglich der Steuerbelastung S wie folgt.

$$(4) \quad q(p) = p - S = p - (p - a)s = p(1 - s) + a$$

Der Verkäufer wird allerdings nur dann verkaufen, wenn er einen Nettozufluss q aus der Veräußerung erzielt, der dem Ertragswert E^V der Unternehmensbeteiligung entspricht. Der Grenzpreis $GP^V = p^*$ kann daher wie folgt hergeleitet werden²¹⁵:

$$(5) \quad E^V = q (p^*)$$

$$(6) \quad \frac{r}{i} = p^* (1 - s) + a s$$

$$(7) \quad GP^V = p^* = \frac{1}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a s \right)$$

Je kleiner die Anschaffungskosten sind, desto größer ist der steuerpflichtige Veräußerungsgewinn des Verkäufers. Um die Steuerzahllast zu überwälzen, steigt der Grenzpreis des Verkäufers bei positivem Steuersatz s entsprechend an.

5.2.2 Grenzpreis des Käufers

5.2.2.1 Allgemeines Bewertungskalkül

Der Käufer kann zunächst den Kaufpreis p im Rahmen einer Alternativenanlage am Kapitalmarkt zum Zins i anlegen. Nach Abzug von Ertragsteuern erzielt er aus der Alternativenanlage eine Rendite R , die wie folgt definiert wird.

$$(8) \quad R = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{p i (1-s)}{(1+(1-s) i)^t}$$

Nach Anwendung der Formel der ewigen Rente bei periodisch nachschüssigen Erträgen entspricht der Barwert seiner Investition in der Alternativenanlage dem investierten Kaufpreis p .

$$(9) \quad R = \frac{p i (1-s)}{i (1-s)} = p$$

Gleichzeitig kann der Käufer den Kaufpreis p auch zum Erwerb des Unternehmens verwenden und dabei die Unternehmensrendite r zuzüglich einer Zusatzrendite in Höhe von \mathcal{G} aufgrund von Synergien oder anderen strategischen Zielen erzielen. Er tätigt dabei ebenfalls jährliche Reinvestitionen von 1, die in gleicher Höhe abgeschrieben werden.

²¹⁵ Vgl. zu alternativen Formulierungen z.B. Schreiber (2012), S. 793 ff., Elser (2002), S. 1827 f., Rogall (2003), S. 102.

Zusätzlich kann der Käufer bei seiner ertragsteuerlichen Bemessungsgrundlage eine Abschreibung A mit einem Satz von δ auf den gezahlten Kaufpreis ansetzen, wobei δ als degressive Abschreibung formuliert wird und $0 \leq \delta \leq 1$ gilt.

Periode	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3	(...)	t = n
Abschreibung	δp	$\delta p (1 - \delta)$	$\delta p (1 - \delta)^2$	$\delta p (1 - \delta)^3$		$\delta p (1 - \delta)^n$

Tabelle 9: Verlauf der degressiven Abschreibung für $t = 1, \dots, n$

Für $0 < \delta < 1$ kann die degressive Abschreibung A wie folgt formuliert werden:

$$(10) \quad A(t) = p \delta (1 - \delta)^t$$

Damit ergibt sich der folgende Nettozufluss aus dem erworbenen Unternehmen:

Erlöse	$1 + r + \mathcal{G}$
./. Reinvestition	-1
./. Kaufpreisabschreibung im Jahr t	$-p \delta (1 - \delta)^t$
= Vorsteuerergebnis	$r + \mathcal{G} - p \delta (1 - \delta)^t$
./. Ertragsteuern	$-s (r + \mathcal{G} - p \delta (1 - \delta)^t)$
= Nachsteuerergebnis	$(1 - s) (r + \mathcal{G} - p \delta (1 - \delta)^t)$
+ Zahlungsunwirksame Kaufpreisabschreibung	$p \delta (1 - \delta)^t$
= Nettozufluss	$(1 - s) (r + \mathcal{G}) + s p \delta (1 - \delta)^t$

Tabelle 10: Ableitung des Nettozuflusses des Käufers

Der Nettozufluss setzt sich damit in jeweils in jeder Periode aus der Rendite r zuzüglich der Zusatzrendite \mathcal{G} – jeweils nach Ertragsteuern – sowie der Steuerersparnis aus der degressiven Abschreibung des Kaufpreises zusammen.

Aus Sicht des Käufers bemisst sich der Ertragswert E^K aus dem angebotenen Unternehmen wie folgt:

$$(11) \quad E^K = \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{(1-s)(r+6)}{(1+(1-s)i)^t} + \frac{sp\delta(1-\delta)^t}{(1+(1-s)i)^t} \right) = \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{(1-s)(r+6)}{(1+(1-s)i)^t} \right) + \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{sp^*\delta(1-\delta)^t}{(1+(1-s)i)^t} \right)$$

Der Ertragswert des Käufers E^K setzt sich damit aus dem Ertragswert des Unternehmens unter Berücksichtigung von Synergien zuzüglich der Steuerersparnis aus der Abschreibung des Kaufpreises zusammen.

Der Käufer ist indifferent, wenn die Anlage am Kapitalmarkt dem Ertragswert E^V der Unternehmensbeteiligung entspricht. Für den Grenzpreis $GP^K = p^*$ gilt daher die folgende Bedingung:

$$(12) \quad E^K = q(p^*)$$

$$(13) \quad \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{(1-s)(r+6)}{(1+(1-s)i)^t} \right) + \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{sp^*\delta(1-\delta)^t}{(1+(1-s)i)^t} \right) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{p^*i(1-s)}{(1+(1-s)i)^t}$$

Zur weiteren Analyse wird diese Gleichung nachfolgend für die beiden Referenzpunkte $\delta = 0$ und $\delta = 1$ aufgelöst.

5.2.2.2 Grenzpreis ohne Berücksichtigung einer Kaufpreisabschreibung

Ist eine steuerlich wirksame Kaufpreisabschreibung nicht möglich, gilt für $\delta = 0$ der folgende Abschreibungsverlauf:

Periode	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3	(...)	t = n
Abschreibung	0	0	0	0		0

Tabelle 11: Verlauf der degressiven Abschreibung bei $\delta = 0$ für $t = 1, \dots, n$

Damit gilt für die Höhe der Abschreibung für alle Perioden t :

$$(14) \quad A(t) = 0$$

Daraus ergibt sich für den Grenzpreis $GP^K = p^*$ die folgende Bedingung:

$$(15) \quad \sum_{t=0}^{\infty} \frac{p^*i(1-s)}{(1+(1-s)i)^t} = \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{(1-s)(r+6)}{(1+(1-s)i)^t} \right) + 0$$

$$(16) \quad \sum_{t=0}^{\infty} \frac{(1-s)(p^*i - (r+6))}{(1+(1-s)i)^t} = 0$$

Unter Anwendung der Formel der ewigen Rente bei periodisch nachschüssigen Erträgen ergibt sich folgende Formulierung:

$$(17) \quad \frac{(1-s)(p^* i - (r+6))}{(1-s)i} = 0$$

$$(18) \quad \frac{p^* i - (r+6)}{i} = 0$$

Aufgelöst nach p^* ergibt sich folgender Grenzpreis des Käufers:

$$(19) \quad GPK = p^* = \frac{(1-s)(r+6)}{(1-s)i} = \frac{(r+6)}{i}$$

Der Grenzpreis des Käufers entspricht damit der Rendite des Unternehmens einschließlich der Synergieeffekte nach Steuern, diskontiert mit dem Zinssatz der Alternativanlage nach Steuern. Unterliegen die Unternehmensgewinne der gleichen Besteuerung wie die Alternativanlage, lässt sich die Steuerbelastung kürzen.

5.2.2.3 Grenzpreis unter Berücksichtigung einer sofortigen Kaufpreisabschreibung

Ein weiterer Grenzfall ist die Zulässigkeit einer sofortigen steuerlich wirksame Kaufpreisabschreibung nicht möglich, gilt für $\delta = 1$ der folgende Abschreibungsverlauf:

Periode	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3	(...)	t = n
Abschreibung	p	0	0	0		0

Tabelle 12: Verlauf der degressiven Abschreibung bei $\delta = 1$ für $t = 1, \dots, n$

Damit gilt für die Höhe der Abschreibung für alle Perioden t :

$$(20) \quad A(t = 0) = p; A(t > 0) = 0$$

Daraus ergibt sich für den Grenzpreis $GPK = p^*$ die folgende Bedingung:

$$(21) \quad \sum_{t=0}^{\infty} \frac{p^* i (1-s)}{(1+(1-s)i)^t} = \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{(1-s)(r+6)}{(1+(1-s)i)^t} \right) + s p^*$$

Unter Anwendung der Formel der ewigen Rente bei periodisch nachschüssigen Erträgen ergibt sich folgende Formulierung:

$$(22) \quad \frac{p^* i (1-s)}{(1-s) i} = \frac{(1-s)(r+6)}{(1-s) i} + s p^*$$

$$(23) \quad \frac{p^* i (1-s)}{(1-s) i} = \frac{(1-s)(r+6)}{(1-s) i} + \frac{(1-s) i s p^*}{(1-s) i} \quad | : \frac{(1-s)}{(1-s)}$$

$$(24) \quad \frac{p^* i}{i} = \frac{(r+6)}{i} + \frac{i s p^*}{i}$$

$$(25) \quad \frac{p^* i - i s p^*}{i} = \frac{r+6}{i}$$

$$(26) \quad \frac{p^* i (1-s)}{i} = \frac{r+6}{i} \quad | : (1-s)$$

$$(27) \quad GP^K = p^* = \frac{r+6}{i(1-s)}$$

Der Grenzpreis des Käufers entspricht damit der Rendite des Unternehmens einschließlich der Synergieeffekte vor Steuern, diskontiert mit dem Zinssatz der Alternativenanlage nach Steuern.

5.2.2.4 Gegenüberstellung der Grenzpreise des Verkäufers

Wie erwartet, ist der Grenzpreis GP^K im Referenzfall der Abschreibung ($\delta = 1$) und einem positiven Steuersatz s höher als im Referenzfall ohne Abschreibung ($\delta = 1$). Die Zulässigkeit einer steuerwirksamen Abschreibung A bei einem positiven Steuersatz den Ertragswert des Käufers erhöht, wird der Käufer einen höheren Grenzpreis akzeptieren können. Dieses kann wie folgt überprüft werden:

$$(28) \quad GP^K(\delta = 1) > GP^K(\delta = 0)$$

Die Einsetzung der Formeln für GP^K in den Referenzpunkten ergibt:

$$(29) \quad \frac{r+6}{i(1-s)} > \frac{r+6}{i}$$

Auflösen der Gleichung ergibt:

$$(30) \quad \frac{1}{(1-s)} > 1 \quad | \times (1-s)$$

$$(31) \quad 1 > (1-s) \quad | -1$$

$$(32) \quad s > 0$$

Ein positiver Steuersatz s ist annahmegemäß erfüllt, so dass die Annahme bewiesen ist.

5.2.3 Interdependenzen zwischen Grenzpreisen von Käufer und Verkäufer

Steuerkosten und Steuervorteile einer Unternehmensakquisition auf Seiten des Verkäufers und des Käufers treten nicht zwingend unabhängig voneinander auf. Wenn z.B. beim Asset Deal der Verkäufer den Unterschiedsbetrag zwischen Kaufpreis und Buchwert der Besteuerung unterwerfen muss und damit Steuerkosten entstehen, kann in Abhängigkeit von der Ausgestaltung des Steuerbilanzrechts der Käufer die erworbenen Wirtschaftsgüter zu den gezahlten Anschaffungskosten ansetzen und damit ein höheres Abschreibungspotenzial erzielen. Ihm entsteht damit ein Steuervorteil in Höhe der zusätzlichen Abschreibung. Der Steuervorteil des Käufers fällt umso höher aus, je mehr stille Reserven aufgedeckt und damit beim Verkäufer versteuert werden²¹⁶.

Bis zum Veranlagungszeitraum 2001 war eine solche Interdependenz auch beim Share Deal gegeben. So musste der Verkäufer seinen Gewinn aus der Veräußerung einer Kapitalgesellschaft voll versteuern, während der Käufer im Rahmen von Umwandlungsmodellen üblicherweise die stillen Reserven aufgedeckt und abgeschrieben hat. Nach Einführung des Halb- und nachfolgendem Teileinkünfteverfahrens sind diese Interdependenzen nicht mehr zu beobachten. Der Veräußerungsgewinn aus einem Share Deal wird beim Verkäufer nach §§ 3 Nr. 40 EStG, 8b KStG n.F. ermäßigt besteuert, während der Käufer keine Möglichkeit hat, eine entsprechende Buchwertaufstockung zu erzielen. Damit stehen nach dem aktuellen Rechtsstand in Deutschland den Steuerkosten seitens des Verkäufers keine entsprechenden Steuervorteile auf Seiten des Käufers gegenüber.

Korrespondierende Steuervorteile und Steuerkosten werden jedoch regelmäßig nicht in derselben Periode anfallen. So kommt es in der Regel beim Verkäufer zu einer sofortigen Besteuerung der stillen Reserven, während die korrespondierenden Steuervorteile beim Käufer in Form der erhöhten Abschreibung erst über die Restnutzungsdauer der Wirtschaftsgüter realisiert werden können. Der Barwert der Steuervorteile ist daher regelmäßig niedriger als der Barwert der korrespondierenden Steuerkosten.

²¹⁶ Vgl. Elser (2002), S. 1827.

5.3 Verhandlungssituation zwischen Käufer und Verkäufer

5.3.1 Grenzpreise und Einigungsbereich

Sind die Bedingungen für die Transaktion erfüllt, stehen sich Käufer und Verkäufer in einer Verhandlungssituation gegenüber, die von den individuellen Grenzpreisen („reservation price“) des Käufers und des Verkäufers bestimmt wird. Als Grenzpreis des Verkäufers wird der Preis bezeichnet, bei dem er zwischen Verkauf und Halten seines Unternehmens indifferent ist. Der Grenzpreis des Käufers ist der Preis, bei dem er zwischen Investition in das zu erwerbende Unternehmen und einer Alternativanlage indifferent ist. Ein Grenzpreis ist stets ein subjektiver Wert, der vom Käufer und Verkäufer aufgrund von individuellen Erwartungen gebildet wird. Sofern der Grenzpreis des Käufers z.B. wegen möglicher Synergieeffekte größer als der subjektive Grenzpreis des Verkäufers ist, eröffnet sich ein Einigungsbereich, in dem es zu einer Verhandlungslösung kommen kann²¹⁷.

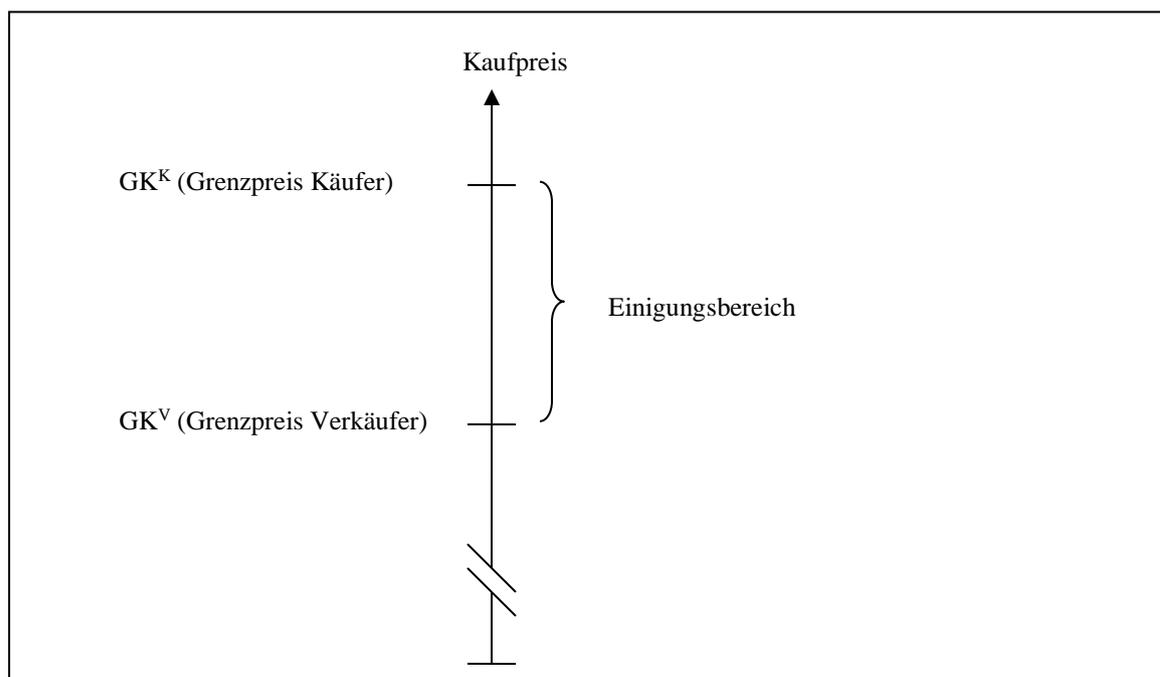


Abbildung 6: Grenzpreise und Einigungsbereich

Quelle: Eigene Darstellung.

²¹⁷ Vgl. Drykazek/Schüler (2009), S. 90.

Im Folgenden werden zunächst die Bedingungen für die Transaktion formuliert und anschließend anhand von Preisbildungsmodellen die unter den jeweiligen Verhandlungssituationen erzielbaren Preise p hergeleitet.

5.3.2 Bedingung für die Transaktion

5.3.2.1 Grenzpreisuntergrenzen

Nach den im Abschnitt 5.2.1 entwickelten Grenzpreisformel für den Verkäufer sowie in den in den Abschnitten 5.2.2.2 und 5.2.2.3 entwickelten Grenzpreisformeln des Käufers in Abhängigkeit von der Zulässigkeit einer Kaufpreisabschreibung gilt:

$$(33) \quad GP^V = \left(\frac{r}{i} - a s \right) \frac{1}{(1-s)}$$

$$(34) \quad GP^K = \frac{r+6}{i} \quad | \text{ Für } \delta = 0$$

$$(35) \quad GP^K = \frac{r+6}{i(1-s)} \quad | \text{ Für } \delta = 1$$

Die Transaktion wird nur dann zustande kommen, wenn der Grenzpreis des Käufers GP^K den Grenzpreis des Verkäufers GP^V übersteigt. In diesem Fall eröffnet sich für beide Parteien ein Verhandlungsbereich²¹⁸. Diese Bedingungen kann wie folgt formuliert werden:

$$(36) \quad GP^K > GP^V$$

Aus den Grenzpreisen unter Berücksichtigung der beiden Grenzfälle ohne Berücksichtigung einer Kaufpreisabschreibung bzw. unter Berücksichtigung einer sofortigen Kaufpreisabschreibung werden die Bedingungen für das Zustandekommen in den folgenden beiden Abschnitten formuliert.

5.3.2.2 Bedingung ohne Berücksichtigung einer Kaufpreisabschreibung

Im Referenzfall $\delta = 0$, in dem der Käufer keine Abschreibung geltend machen kann, gilt unter Einsetzung der Grenzpreise in die Formel (X) folgende Bedingung:

$$(37) \quad \frac{r+6}{i} > \left(\frac{r}{i} - a s \right) \frac{1}{(1-s)} \quad | \times i$$

$$(38) \quad r + 6 > i \left(\frac{r}{i} - a s \right) \frac{1}{(1-s)} \quad | -r$$

²¹⁸ Laux/Schabel, M. (2009), S. 8.

$$\begin{aligned}
(39) \quad & 6 > i \left(\frac{r}{i} - a s \right) \frac{1}{(1-s)} - r \\
(40) \quad & 6 > i \left(\frac{r}{i} - a s \right) \frac{1}{(1-s)} - \frac{r(1-s)}{(1-s)} \\
(41) \quad & 6 > \frac{r}{(1-s)} - \frac{i(as)}{(1-s)} - \frac{r(1-s)}{(1-s)} \\
(42) \quad & 6 > \frac{sr}{(1-s)} - \frac{i(as)}{(1-s)} & | : i \\
(43) \quad & \frac{6}{i} > \frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a \right) \\
(44) \quad & \frac{6}{i} > \frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - as + as - a \right) \\
(45) \quad & \frac{6}{i} > s GP^V + \frac{s}{(1-s)} (as - a) \\
(46) \quad & \frac{6}{i} > s GP^V - \frac{s}{(1-s)} (a - as) \\
(47) \quad & \frac{6}{i} > s GP^V - a \\
(48) \quad & \frac{6}{i} > s (GP^V - a)
\end{aligned}$$

Die Transaktion kommt zustande, wenn der Barwert der Synergien größer ist als die Steuerlast, die der Verkäufer auf seinen Veräußerungsgewinn aus seinem Grenzpreis unter Berücksichtigung seiner individuellen Anschaffungskosten zu zahlen hat.

5.3.2.3 Bedingung mit Berücksichtigung einer sofortigen Kaufpreisabschreibung

Im Referenzfall $\delta = 1$, in dem der Käufer den Kaufpreis sofort steuerlich abschreiben kann, gilt folgende Bedingung:

$$\begin{aligned}
(49) \quad & \frac{r+6}{i(1-s)} > \left(\frac{r}{i} - a s \right) \frac{1}{(1-s)} & | \times i(1-s) \\
(50) \quad & r + 6 > i \left(\frac{r}{i} - a s \right) & | -r \\
(51) \quad & 6 > i \left(\frac{r}{i} - a s \right) - r \\
(52) \quad & 6 > - i a s & | \div i \\
(53) \quad & \frac{6}{i} > -s a
\end{aligned}$$

Diese Formulierung ist für jedes positive Abschreibung a und positive Synergie 6 erfüllt. Durch die sofortige Abschreibung auf den vollen Kaufpreis ($\delta = 1$) ist die Steuerersparnis des Käufers größer als die Steuerbelastung des Verkäufers, der lediglich die Differenz zwischen Kaufpreis und historischen Anschaffungskosten zu versteuern hat.

5.4 Verhandlungstheorie und Preisbildungsmodelle

5.4.1 Allgemeine Herleitung eines Verhandlungsergebnisses

5.4.1.1 Verhandlungsbereich

Sofern die Bedingungen für eine Transaktion erfüllt sind, also der Grenzpreis des Käufers den Grenzpreis Verkäufers übersteigt, kann eine Verhandlungslösung für den Kaufpreis p gefunden werden, in dem α den Anteil des Käufers am Verhandlungsbereich bezeichnet. Dabei gilt für alle α mit $0 \leq \alpha \leq 1$:

$$(54) \quad p = (1 - \alpha)GP^K + \alpha GP^V$$

Im Folgenden werden die Verhandlungslösungen für die beiden Grenzfälle ohne Berücksichtigung einer Kaufpreisabschreibung bzw. unter Berücksichtigung einer sofortigen Kaufpreisabschreibung formuliert.

5.4.1.2 Verhandlungsergebnis ohne Berücksichtigung einer Kaufpreisabschreibung

Ist eine ertragsteuerliche Kaufpreisabschreibung nicht zulässig, gilt für die Grenzpreise von Verkäufer und Käufer folgendes:

$$(55) \quad GP^K = \frac{r+6}{i} \quad | \text{Für } \delta = 0$$

und

$$(56) \quad GP^V = \left(\frac{r}{i} - a s\right) \frac{1}{(1-s)}$$

Für den Referenzfall $\delta = 0$ ergibt sich in einer Verhandlungslösung folgende Formulierung des Kaufpreises p :

$$(57) \quad p = (1 - \alpha)GP^K + \alpha GP^V$$

$$(58) \quad p = (1 - \alpha) \frac{r+6}{i} + \alpha \left(\frac{r}{i} - a s\right) \frac{1}{(1-s)}$$

$$(59) \quad p = \frac{r+6}{i} - \alpha \frac{(1-s)r}{(1-s)i} - \alpha \frac{(1-s)6}{(1-s)i} + \alpha \frac{r}{(1-s)i} - \frac{\alpha a s}{(1-s)}$$

$$(60) \quad p = \frac{r+6}{i} - \alpha \frac{(1-s)6}{(1-s)i} + \alpha \frac{r-r+sr}{(1-s)i} - \frac{\alpha a s}{(1-s)}$$

$$(61) \quad p = \frac{r}{i} + (1 - \alpha) \frac{6}{i} + \alpha \frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a \right)$$

Dabei steht der Term $\frac{r}{i}$ für den Ertragswert des Unternehmens, $\frac{6}{i}$ für den Barwert der Synergien und $\frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a \right)$ für die Steuerbelastung des Verkäufers.

5.4.1.3 Verhandlungsergebnis unter Berücksichtigung einer Kaufpreisabschreibung

Ist eine Kaufpreisabschreibung zulässig, kommt es Referenzfall $\delta = 1$ zu folgenden Grenzpreisen:

$$(62) \quad GP^K = \frac{r+6}{i(1-s)} \quad | \text{Für } \delta = 1$$

und

$$(63) \quad GP^V = \left(\frac{r}{i} - a s \right) \frac{1}{(1-s)}$$

In einer Verhandlungslösung ergibt sich daraus die folgende Formulierung des Kaufpreises p:

$$(64) \quad p = (1 - \alpha) GP^K + \alpha GP^V$$

$$(65) \quad p = (1 - \alpha) \frac{r+6}{i(1-s)} + \alpha \left(\frac{r}{i} - a s \right) \frac{1}{(1-s)}$$

$$(66) \quad p(1-s) = (1 - \alpha) \frac{r+6}{i} + \alpha \left(\frac{r}{i} - a s \right) \quad | \times (1-s)$$

$$(67) \quad p(1-s) = \frac{r}{i} - \alpha \frac{r}{i} + (1 - \alpha) \frac{6}{i} + \alpha \frac{r}{i} - \alpha a s$$

$$(68) \quad p(1-s) = \frac{r}{i} + (1 - \alpha) \frac{6}{i} - \alpha a s$$

$$(69) \quad p(1-s) = \frac{r}{i} + (1 - \alpha) \frac{6}{i} - \alpha a s + s \frac{r}{i} - s \frac{r}{i}$$

$$(70) \quad p(1-s) = (1-s) \frac{r}{i} + (1 - \alpha) \frac{6}{i} + (1 - \alpha + \alpha) s \frac{r}{i} - \alpha a s$$

$$(71) \quad p(1-s) = (1-s) \frac{r}{i} + (1 - \alpha) \frac{6}{i} + (1 - \alpha) s \frac{r}{i} + \alpha s \frac{r}{i} - \alpha a s$$

$$(72) \quad p(1-s) = (1-s) \frac{r}{i} + (1 - \alpha) \frac{6}{i} + (1 - \alpha) s \frac{r}{i} + \alpha s \left(\frac{r}{i} - a \right)$$

$$(73) \quad p(1-s) = (1-s) \frac{r}{i} + (1-s)(1 - \alpha) \frac{6}{i} + s(1 - \alpha) \frac{6}{i} + (1 - \alpha) s \frac{r}{i} + \alpha s \left(\frac{r}{i} - a \right) \quad | \div (1-s)$$

$$(74) \quad p = \frac{r}{i} + (1 - \alpha) \frac{6}{i} + \frac{s}{(1-s)} (1 - \alpha) \frac{6}{i} + (1 - \alpha) \frac{s}{(1-s)} \frac{r}{i} + \alpha \frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a \right)$$

$$(75) \quad p = \frac{r}{i} + (1 - \alpha) \frac{6}{i} + \alpha \frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a \right) + (1 - \alpha) \frac{s}{(1-s)} \frac{r+6}{i}$$

Dabei steht $\frac{r}{i}$ für den Ertragswert des Unternehmens, $\frac{6}{i}$ für den Barwert der Synergien und $\frac{s}{(1-s)}\left(\frac{r}{i} - a\right)$ für die Steuerbelastung des Verkäufers. Bis dahin entspricht die Gleichung der Regression für Referenzfall $\delta = 0$. Zusätzlich erhöht sich der beobachtete Preis jedoch um den entsprechend des Anteils des Käufers am Verhandlungsbereich durch ihn realisierbare Steuerersparnis aufgrund der sofortigen Abschreibung $\frac{s}{(1-s)} \frac{r+6}{i}$.

5.4.2 Verhandlungstheorie und Preisbildungsmodelle

5.4.2.1 Nash-Verhandlungslösung

Ein elegantes Lösungsmodell der Preisfindung in Verhandlungssituationen ist das von John Nash entwickelte spieltheoretische Konzept zur Lösung von kooperativen Verhandlungssituationen²¹⁹. Allgemein formuliert werden sich danach Käufer und Verkäufer den durch den oberen und unteren Grenzpreis des Käufers und Verkäufers eröffneten Eingangsbereich aufteilen, indem ein Preis in der Mitte vereinbart wird. Demnach gilt für eine Verhandlungslösung:

$$(76) \quad p = \frac{1}{2}GP^K + \frac{1}{2}GP^V$$

Im Grenzfall ohne Berücksichtigung einer Kaufpreisabschreibung ergibt sich durch Einsetzen in Formel (61) folgendes Verhandlungsergebnis:

$$(77) \quad p = \frac{r}{i} + \frac{1}{2} \frac{6}{i} + \frac{1}{2} \frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a \right)$$

Im Grenzfall mit Berücksichtigung einer sofortigen Kaufpreisabschreibung ergibt sich durch Einsetzen in Formel (75) folgendes Verhandlungsergebnis:

$$(78) \quad p = \frac{r}{i} + \frac{1}{2} \frac{6}{i} + \frac{1}{2} \frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a \right) + \frac{1}{2} \frac{s}{(1-s)} \frac{r+6}{i}$$

Es ist ableitbar, dass das Verhandlungsergebnis im zweiten Fall höher ausfällt, da der Käufer aufgrund des Steuervorteils aus der Kaufpreisabschreibung einen höheren Grenzpreis akzeptieren kann und diesen zur Hälfte an den Verkäufer weitergibt.

²¹⁹ Vgl. Nash (1950).

5.4.2.2 Auktionsmodelle

Wie der tatsächliche Kaufpreis zwischen Verkäufer und Käufer innerhalb des Einigungsbereichs festgesetzt wird, kann von einer Vielzahl von Determinanten abhängen. Dabei wird es insbesondere von der Bierrivalität („bidder rivalry“) und strategischen Synergien („strategic fit“) als Determinanten für die Preisfindung abhängen²²⁰.

Eine Alternative zu einer kooperativen Verhandlungslösung stellen daher die spieltheoretischen Auktionsmodelle dar. Solche Situationen sind im M&A-Prozess häufig vorzufinden. Oftmals ist gerade erklärtes Interesse des Verkäufers, eine Wettbewerbssituation zwischen Kaufinteressenten herzustellen, um einen möglichst hohen Kaufpreis zu erreichen²²¹.

Eine Auktion stellt einen Verkauf in einem Gebotsverfahren dar, an dem mindestens ein Kaufinteressent teilnehmen muss. Dabei können im Rahmen des „Mechanism Design“ unterschiedliche Auktionsregeln aufgestellt werden, nach denen bestimmt wird, welcher Kaufinteressent das Verfahren gewinnt und welchen Kaufpreis er zu zahlen hat.

Formal kann eine Auktion so dargestellt werden, dass der Verkäufer nur seinen eigenen Grenzpreis GP^V kennt, welchen er als Mindestgebot aufrufen wird. Er hat nur unvollständige Informationen über die Grenzpreise der Kaufinteressenten (Bieter). Die Anzahl der Bieter ist bekannt, es nehmen N Bieter an der Auktion teil. Die Bieter ($i=1,2,\dots,N$) kennen nur jeweils ihren eigenen Grenzpreis ($GP^K_i = GP^K_1, GP^K_2, GP^K_N$) und sind risikoneutral. Die Grenzpreise der Käufer sind innerhalb eines Intervalls gleichverteilt mit $GP^V \leq GP^K_1 \leq GP^K_i \leq GP^K_N$.

Die Auktionsregeln des „Second-Price-Sealed-Bid“-Auktionsmodells besagen, dass der höchste Bieter gewinnt und das Gebot des zweithöchsten Bieters als Kaufpreis zahlt. Diese verdeckte Zweitpreis-Auktion ist strategisch äquivalent zur Englischen Auktion, bei der das höchste, offen aufgerufene Gebot gewinnt. Hier wird der Bieter $i = N$ mit dem höchsten Grenzpreis gerade das Gebot des Bieters $i = N - 1$ mit dem zweitgrößten Preis überbieten.

Ein anderes Auktionsmodell ist das des „First-Price-Sealed-Bid“. Hier gewinnt ebenfalls der höchste Bieter und zahlt sein Gebot als Kaufpreis. Die optimale Strategie des Bieters ist es hier, ein Gebot unterhalb seines Grenzpreises abzugeben. Diese Auktion ist strategisch

²²⁰ Vgl. Datta/Pinches/Narayanan (1992).

²²¹ Vgl. z.B. Kopp (2010) und Sommer (2012).

äquivalent zur Holländischen Auktion, bei der ein hoher Preis aufgerufen wird, der während der Auktion offen sichtbar für alle Bieter abgesenkt wird, bis ein Gebot erfolgt ist.

Nach dem erstmals von Vickrey²²² formulierten Erlös-Äquivalenz-Theorem („Revenue Equivalence-Theorem“) führen alle vier Auktionstypen zum gleichen erwarteten Erlös. Das Auktionsergebnis kann aus Sicht des Verkäufers wie folgt formuliert werden²²³:

$$(79) \quad p^* = GP^V + (GP^{K_N} - GP^V) \times \frac{(N-1)}{(N+1)}$$

$$(80) \quad p^* = \frac{(N-1)}{(N+1)} \times GP^{K_N} + \left(1 - \frac{(N-1)}{(N+1)}\right) \times GP^V$$

Im Ergebnis wird der erzielte Kaufpreis immer unter dem Grenzpreis des Käufers mit der höchsten Zahlungsbereitschaft liegen. Der Abschlag ist umso niedriger, je mehr Bieter an dem Auktionsverfahren teilnehmen.

5.4.2.3 „Take-it-or-leave-it“-Modell

Ein weiteres spieltheoretisches Modell, das als Sonderfall einer Auktion angesehen werden kann, ist das „Take-it-or-leave-it“-Modell. Hier setzt der Verkäufer für das zu verkaufende Unternehmen einen Angebotspreis p fest, für den er das Unternehmen veräußern wird. Ein Verkauf kommt in diesem Modell nur dann zustande, wenn mindestens der Bieter $i = N$ mit dem höchsten Grenzpreis GP^{K_N} über dem festgesetzten Kaufpreis p liegt.

Der Verkäufer erzielt einen Gewinn $G(p)$ in Abhängigkeit vom festgesetzten Kaufpreis, sofern ein potenzieller Käufer ein Angebot zu diesem Preis abgibt. Er erwartet, dass eine Anzahl N von potenziellen Käufern mit einer zufälligen Verteilung von Grenzpreisen GP^{K_1} bis GP^{K_N} bereitsteht. Das Problem des Verkäufers ist daher, den Verkaufspreis so festzusetzen, dass sein erwarteter Gewinn so hoch wie möglich ausfällt. Dazu wird er den erwarteten Gewinn $G(p)$ in Abhängigkeit von dem von ihm gesetzten Kaufpreis p ermitteln und über diesen maximieren. Formal kann der Gewinn in der folgenden Auszahlungsmatrix dargestellt werden:

Gewinn	Bedingung	Wahrscheinlichkeit
--------	-----------	--------------------

²²² Vgl. Vickrey (1961).

²²³ Vgl. Barron (2013), S. 266 ff.

$G = p - GP^V$	$\max \{GP^{K_1}, \dots, GP^{K_N}\} \geq p$	α
$G = 0$	$\max \{GP^{K_1}, \dots, GP^{K_N}\} < p$	$1-\alpha$

Tabelle 13: Auszahlungsmatrix im „Take-it-or-leave-it“-Modell

Quelle: Barron (2013), S. 273

Da die Verteilung der Grenzpreise eine Zufallsvariable ist, stellt die Funktion $G(p)$ ebenfalls eine Zufallsvariable dar. Der erwartete Gewinn lässt sich damit formal wie folgt schreiben:

$$(81) \quad E(G) = (1 \times p (\max\{GP^{K_1}, \dots, GP^{K_N}\} \geq KP) + 0 \times p (\max\{GP^{K_1}, \dots, GP^{K_N}\} < KP)$$

Daraus wird der optimale vom Verkäufer geforderte Preis folgendermaßen formuliert²²⁴:

$$(82) \quad p^* = \left(\frac{1}{N+1}\right)^{1/N} \times GP^{K_N} + \left(1 - \left(\frac{1}{N+1}\right)^{1/N}\right) \times GP^V$$

Steht also nur ein potenzieller Käufer bereit, entspricht der Kaufpreis der Nash-Verhandlungslösung²²⁵. Je höher die Anzahl N der an dem Verfahren teilnehmenden Bieter wird, desto höher fällt der vom Verkäufer geforderte Kaufpreis innerhalb des Verhandlungsbereichs aus. Der Verkäufer kann also bei einer ansteigenden Nachfrage einen größeren Anteil an der innerhalb des Verhandlungsbereichs zu verteilenden Rente erzielen.

Mit diesem Preisbildungsmodell und den im Abschnitt 5.2.1 entwickelten Grenzpreisformeln für den Verkäufer sowie in den in den Abschnitten 5.2.2.2 und 5.2.2.3 entwickelten Grenzpreisformeln des Käufers lässt sich der Kaufpreis in Abhängigkeit von der Zulässigkeit einer Kaufpreisabschreibung wie folgt darstellen. Im Grenzfall ohne Berücksichtigung einer Kaufpreisabschreibung ergibt sich durch Einsetzen folgendes Verhandlungsergebnis:

$$(83) \quad p = \frac{r}{i} + \left(\frac{1}{N+1}\right)^{1/N} \frac{6}{i} + \frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a\right)$$

²²⁴ Vgl. Barron (2013), S. 272 ff.

²²⁵ Vgl. Nash (1950).

Im Grenzfall mit Berücksichtigung einer sofortigen Kaufpreisabschreibung ergibt sich durch Einsetzen in Formel (75) folgendes Verhandlungsergebnis:

$$(84) \quad p = \frac{r}{i} + \left(\frac{1}{N+1}\right)^{1/N} \frac{6}{i} + \left(1 - \left(\frac{1}{N+1}\right)^{1/N}\right) \frac{s}{(1-s)} \left(\frac{r}{i} - a\right) + \left(\frac{1}{N+1}\right)^{1/N} \frac{s}{(1-s)} \frac{r+6}{i}$$

Der erste Teil des Terms für den optimalen Kaufpreis stellt den Unternehmenswert aus Sicht des Verkäufers bei unveränderter Weiterführung des Unternehmens dar. Dieser Wert ist zunächst nicht abhängig von der Anzahl der potenziellen Käufer, den möglichen Synergieeffekten sowie den Steuerfolgen aus dem Unternehmensverkauf beim Verkäufer und beim Käufer.

Der zweite Bestandteil ist ein Zuschlag für den Wert von Synergien und anderen Vorteilen, die ein Käufer aus dem erworbenen Unternehmen generieren kann. Wenn nur ein potenzieller Käufer bereitsteht, teilen sich Käufer und Verkäufer durch die Kaufpreisfestsetzung im Rahmen der Verhandlungen diesen Zusatzwert. Je mehr potenzielle Käufer Angebote für das Unternehmen abgegeben haben, desto größer wird die Verhandlungsmacht des Verkäufers. Er wird daher einen größeren Anteil an den Synergien verlangen können.

Der dritte Bestandteil des Kaufpreises errechnet sich aus den Steuerkosten des Verkäufers. Dieser Anteil nimmt jedoch ab, je mehr potenzielle Käufer für das Unternehmen bieten. Der Verkäufer kann dann einen immer höheren Anteil am Synergiewert sowie an den Steuervorteilen des Käufers verlangen, so dass sich der Kaufpreis an den Grenzpreis des Käufers annähert. Mehr als diesen wird ein Käufer jedoch nicht bezahlen, so dass der Verkäufer seine Steuerkosten nicht mehr auf den Käufer überwälzen kann. Umgekehrt gilt, dass der Verkäufer versuchen wird, die Steuerkosten der Veräußerung über den Kaufpreis auf den Käufer zu überwälzen, je geringer der Kaufpreis aufgrund einer schwachen Verhandlungsposition bei wenigen Bietern ausfällt. Je mehr potenzielle Käufer also für das Unternehmen bieten, desto weniger fließen die steuerlichen Kosten des Verkäufers in den Kaufpreis ein.

Der vierte Kaufpreisbestandteil sind die Steuervorteile des Käufers aus der Kaufpreisabschreibung, die er nach dem Erwerb im Vergleich zum bisherigen Unternehmenseigentümer realisieren kann. Je mehr potenzielle Bieter, desto schwächer ist die Verhandlungsposition des Käufers und desto mehr wird er diese Vorteile über einen hohen Kaufpreis an den Verkäufer abgeben müssen.

Daraus lässt sich die Wirkung der Einflussfaktoren auf den Kaufpreis in dem einfachen „Take-it-or-leave-it“-Preisbildungsmodell mit einem Käufer wie folgt ableiten:

- Die Synergieeffekte des Käufers wirken sich positiv auf den Kaufpreis aus. Steigt die Zahl der potenziellen Käufer, steigt der Einfluss der Synergieeffekte auf den Kaufpreis zugunsten des Erlöses des Verkäufers.
- Je höher die Bemessungsgrundlage des Verkäufers für die Besteuerung des Unternehmensverkaufs ist, desto höher wird der verlangte Kaufpreis ausfallen. Der Anstieg des Kaufpreises hängt unmittelbar vom anzuwendenden Steuersatz des Verkäufers ab. Je mehr Käufer bieten, desto geringer ist der Einfluss dieses Faktors als Kaufpreisuntergrenze, da sich der Kaufpreis an den Grenzpreis des Käufers annähert.
- Steuervorteile in Form einer Kaufpreisabschreibung, die der Käufer nach der Akquisition geltend machen kann, werden den Kaufpreis ebenfalls erhöhen. Je mehr Käufer vorhanden sind, desto mehr wird der Steuervorteil an den Verkäufer abgegeben.

5.5 Zwischenergebnis

Eine Unternehmensakquisition kommt nur zustande, wenn der Käufer dem Unternehmen einen höheren individuellen Grenzpreis kalkuliert hat als der Verkäufer.

Daraus ergibt sich, dass die vom Käufer erwarteten Synergien und Steuervorteile nach der Akquisition größer sein müssen als die Steuerkosten auf Seiten des Verkäufers. Wird dieses Verhältnis nicht erreicht, kommt die Unternehmensakquisition nicht zustande.

Wenn jedoch ein Einigungsbereich zwischen zwei Verhandlungspartnern eröffnet wird, ist nach der Nash-Verhandlungslösung zunächst von einem ausgewogenen Einfluss der Kosten auf der einen Seite und der Synergien und Steuervorteile auf der anderen Seite auszugehen. Besteht jedoch ein Nachfrageüberhang nach Unternehmen und stehen dadurch mehrere Käufer im Wettbewerb, kann der Verkäufer einen größeren Anteil an den Synergien und Steuervorteilen des Käufers für sich einfordern.

6 Auswirkungen der Ertragsbesteuerung auf das Verhalten nach Unternehmensakquisitionen

6.1 Methodischer Ansatz

Zielsetzung dieses Abschnitts ist es, steuerlich motivierte Gestaltungsmaßnahmen nach Unternehmensakquisitionen anhand von Fallstudien aus den verfügbaren Finanzinformationen zu identifizieren. Es wird auf die Frage abgestellt, ob Käufer nach Unternehmensakquisitionen solche Restrukturierungen vornehmen, die vorrangig oder ausschließlich dem betriebswirtschaftlichen Ziel der Minimierung der Ertragsteuerbelastung dienen. Dabei wird zwischen den folgenden wesentlichen Gestaltungsmaßnahmen aus Abschnitt 3.5.7 unterschieden:

- Kaufpreisaktivierung und -abschreibung („Step-up“),
- Abzugsfähigkeit der Finanzierungskosten des Anteilskäufers, und
- Übernahme steuerlicher Verlustvorträge.

Die Untersuchung erfolgt anhand von Fallstudien, die aus einer Datenbasis von Daten über Unternehmensakquisitionen und den Finanzinformationen der übertragenen Unternehmen erhoben werden.

6.2 Datenerhebung

Zur Identifikation einer geeigneten Datenbasis, die für die Analyse in Form von Fallstudien und für andere empirische Zwecke nutzbar ist, wurden zunächst die verfügbaren M&A-Datenbanken ausgewertet.

Diese Datenbanken enthalten im Wesentlichen nur transaktionsbezogene Informationen, wie den Zeitpunkt, die beteiligten Unternehmen und Berater. Überwiegend werden auch Angaben zur Art der Unternehmensakquisition im rechtlichen Sinne (Asset Deal oder Share Deal) gemacht. Der Kaufpreis wird in der Regel dann angegeben, wenn einer der Beteiligten ein publikationspflichtiges Unternehmen ist. Sofern Privatpersonen oder nur beschränkt berichtspflichtige Beteiligte in die Unternehmensakquisition involviert sind, werden der Kaufpreis und vertragliche Details oftmals nicht veröffentlicht. Eine weitere Eigenschaft

aller untersuchten M&A-Datenbanken ist, dass sie grundsätzlich nur geringe Informationen zu den finanziellen Daten und Kennziffern des verkauften Unternehmens beinhalten. Aus den verfügbaren Daten lassen sich regelmäßig keine Daten gewinnen, aus denen für die Besteuerung relevante Sachverhalte und Bemessungsgrundlagen ermittelt werden können. Um für die Untersuchung von Steuerwirkungen verwendbare Datensätze zu generieren, müssen diese M&A-Datensätze um detaillierte Finanzdaten ergänzt werden. Diese Finanzdaten können aus Unternehmensdatenbanken gewonnen werden, die mit der Ausrichtung auf Unternehmensfinanzdaten anders strukturiert sind. Solche Unternehmensdatenbanken werden ebenfalls von verschiedenen Anbietern vertrieben.

Datenbank	Anbieter	Inhalt
Mergermarket	Mergermarket Ltd.	Weltweite M&A-Informationen
ZEPYHR	Bureau van Dijk Elektronik Publishing“ (BvDEP)	Weltweite M&A-Informationen
M&A DATABASE	GoingPublic Media AG	M&A-Informationen im deutschsprachigen Raum (Deutschland, Österreich, Schweiz)
Bloomberg	Bloomberg L.P.	Weltweite M&A-Informationen
PLS M&A Database	PLS Inc.	M&A-Informationen in den USA und Kanada
The Middle Market M&A Database	SourceMedia LLC	M&A-Informationen in den USA

Tabelle 14: Übersicht über M&A-Datenbanken

Quelle: Eigene Darstellung.

Ein wesentliches Auswahlkriterium für die Auswahl der zu verwendenden M&A-Datenbank war daher die Verknüpfbarkeit mit Finanzdaten aus anderen Datenbanken zu einer gemeinsamen Datenbasis. Dieses erfüllt nur die M&A-Datenbank ZEPHYR des Anbieters Bureau van Dijk Elektronik Publishing (BvDEP)“, der auch die Datenbank AMADEUS bereitstellt. Die Datenbank AMADEUS enthält detaillierte Finanzinformationen auf unkonsolidierter und konsolidierter Basis für Unternehmen in Europa. Der Anbieter versieht jedes Unternehmen

mit einer BvDEP-Identifikationsnummer, die eine Verbindung zwischen den Datensätzen erlaubt.

Nach der Auswahl der Datenbank wurden im ersten Schritt die M&A-Daten aus der Datenbank ZEPHYR ausgelesen und aufbereitet²²⁶. Aufgrund der Finanzkrise und des damit einhergehenden starken Rückgangs von M&A-Aktivitäten in den Jahren 2009 und 2010 wurde der Zeitraum von 1997 bis 2008 eingeschränkt. Die so gewonnene Datenbasis umfasst im ausgewählten Zeitraum insgesamt 405.855 Datensätze zu Unternehmensakquisitionen, die in der Datenbank ZEPHYR als „Deal“ bezeichnet werden.

Im nächsten Schritt wurde die Liste der Unternehmen, die Gegenstand einer Unternehmensakquisition waren („Target“), als Datensatz in die Suchabfragefunktion der Datenbank AMADEUS eingelesen und als Datensatz aufbereitet²²⁷. Nachdem die Datensätze aus der ZEPHYR- und AMADEUS-Datenbank vorbereitet waren, wurden diese im nächsten Schritt zu einer einheitlichen Datenbasis mit Informationen zu Unternehmensakquisitionen und Jahresabschlussdaten verknüpft und damit zusammengeführt.

Steuerlich motivierte Restrukturierungen werden in der Regel innerhalb der ersten beiden Jahre nach der Unternehmensakquisition umgesetzt. Um im Rahmen von Fallstudien eine umfassende Betrachtung der Situation vor und nach der Akquisition zu ermöglichen, werden solche Unternehmensakquisitionen ausgewählt, für die neben transaktionsbezogenen Daten auch detaillierte Finanzdaten für das Jahr vor der Unternehmensakquisition, das Jahr der Unternehmensakquisition selbst sowie die darauffolgenden zwei Jahre verfügbar sind. Da die in der Datenbasis enthaltenen Akquisitionen ganz überwiegend Zielunternehmen in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft haben, werden als Fallstudien nur Unternehmen dieser Rechtsform ausgewählt.

6.3 Fallstudien zu Steuerwirkungen nach Akquisitionen

6.3.1 Fallstudie zur Kaufpreisaktivierung

Zur Identifikation einer Fallstudie, die die Gestaltung im Rahmen von Kaufpreisaktivierungen enthält, wurde der Datensatz nach solchen Unternehmen durchsucht, die einen Anstieg des Sachanlagevermögens von mehr als 50% im Jahr der Unternehmensakquisition ver-

²²⁶ Die verwendete Datenbank ZEPHYR ist Stand 2011.

²²⁷ Die verwendete Datenbank AMADEUS ist Nr. 125 (Stand 2005), Nr. 147 (Stand 2009) und Nr. 175 (Stand 2012)

zeichnet haben. Als Fallstudie wurde ein Konzern ausgewählt, der im Jahr 2000 im Rahmen eines Share Deals übertragen wurde. Der Kaufpreis beträgt 217 Mio. EUR für einen Anteil von 100 % am Gesellschaftskapital. Das Unternehmen ist als Aktiengesellschaft organisiert und im Maschinen- und Anlagenbau tätig.

Deal No	70060
Year Completed	2000
Previous Year Financial Due Date	1999
All Deal values	217.948.700 EUR
Acquired stake	100%
Target BvDEP ID number	DE5310000419
Target NACE Rev. 2 code	2894 / 2899
Reporting Basis	Consolidated data

Tabelle 15: Transaktionsdaten zur Fallstudie zur Kaufpreisaktivierung
Quelle: Eigene Darstellung.

Aus den konsolidierten handelsrechtlichen Finanzdaten ist zunächst der starke Anstieg der immateriellen Vermögenswerte im Jahr der Unternehmensakquisition, also in 2000, erkennbar. Beliefen sich die immateriellen Vermögenswerte in 1999 noch auf ca. 2 Mio. EUR, steigen Sie in 2000 auf 39 Mio. TEUR an. In diesem Jahr war letztmalig ein Step-up durch ein Umwandlungsmodell möglich (vgl. Abschnitt 3.4.5.2.2). Allerdings ist aus den Daten nicht erkennbar, ob die Gesellschaft die dafür notwendigen Umstrukturierungen nach der Akquisition vorgenommen hat.

Assets	1999	2000	2001	2002
Intangible fixed assets	2.056	39.177	36.429	35.905
Tangible fixed assets	61.389	71.844	66.435	56.394
Other fixed assets	1.606	2.292	3.013	1.064
Fixed assets	65.053	113.314	105.877	93.363
Stocks	47.303	72.256	65.076	109.873
Debtors	40.330	53.706	48.950	43.605
Other current assets	116.891	75.512	64.459	93.476
Current assets	204.524	201.474	178.485	246.954
Total assets	269.578	314.788	284.362	340.317

Shareholder funds & liabilities	1999	2000	2001	2002
Capital	34.104	34.104	34.105	34.105
Other shareholders funds	76.196	73.943	51.271	26.402
Shareholders funds	110.301	108.047	85.376	60.507
Long term debt	0	0	0	72.017
Other non-current liabilities	119.083	127.518	132.247	135.313
Non current liabilities	119.083	127.518	132.247	207.330
Loans	0	0	0	0
Creditors	18.977	46.091	38.081	34.413
Other current liabilities	19.337	31.442	28.658	38.067
Current liabilities	38.315	77.533	66.739	72.480
Total shareholder funds & liabilities	269.578	314.788	284.362	340.317

Tabelle 16: Entwicklung der Bilanz in der Fallstudie zur Kaufpreisaktivierung
Quelle: Eigene Darstellung. Alle Angaben in TEUR.

Fraglich ist daher, ob der Anstieg der langfristigen Vermögenswerte aus einer steuerlich motivierten Kaufpreisallokation resultiert oder lediglich aus einer handelsrechtlichen Neubewertung heraus erfolgte. Der Kaufpreis von 218 Mio. EUR übersteigt das im Jahr vor Abschluss der Unternehmensakquisition ausgewiesene Eigenkapital von 110 Mio. EUR wesentlich. Die erworbenen stillen Reserven würden daher eine Buchwertaufstockung entsprechend des Anstiegs des Anlagevermögens erlauben.

P/L	1999	2000	2001	2002
Operating revenue	341.116	385.922	463.112	442.871
Costs of goods sold	-256.766	-302.519	-369.416	-345.961
Gross profit	84.349	83.402	93.696	96.910
Depreciation	-12.360	-13.225	-16.208	-13.165
Costs of employees	-132.957	-140.340	-152.486	-129.807
Other operating expenses	-88.510	-97.039	-118.909	-115.270
Operating P/L	-4.160	-13.636	-25.213	-18.360
Financial revenue	3.189	2.830	723	5.793
Financial expenses	-4.506	-4.754	-4.988	-5.330
Financial P/L	-1.316	-1.924	-4.265	463
P/L before tax	-5.476	-15.560	-29.478	-17.897
Taxation	-4.327	6.517	5.711	9.313
P/L after tax	-9.804	-9.042	-23.767	-8.584
Extr. and other P/L	0	0	0	348
P/L for period	-9.804	-9.042	-23.767	-8.236

Tabelle 17: Entwicklung der Gewinn-und-Verlust-Rechnung in der Fallstudie zur Kaufpreisaktivierung

Quelle: Eigene Darstellung. Alle Angaben in TEUR.

Dazu wird im Folgenden die Gewinn- und Verlustrechnung analysiert. Hier ist erkennbar, dass die Abschreibungen korrespondierend zu den Buchwerten in den Jahren nach der Unternehmensakquisition ansteigen. Allerdings ist ebenfalls erkennbar, dass im Jahr vor der Unternehmensakquisition trotz eines negativen Ergebnisses vor Steuern („P/L before Tax“) ein Steueraufwand ausgewiesen wird. Dieser kehrt sich in den Jahren 2000 bis 2002 um und wird zu einem Steuerertrag. Daher ist anzunehmen, dass im Rahmen einer handelsrechtlichen Kaufpreisallokation auch latente Steuern passiviert wurden, die mit der Abschreibung aufgelöst werden. Da die latenten Steuern nur aus einer Buchwertdifferenz zwischen Handels- und Steuerbilanz entstehen können, wird die Kaufpreisallokation wohl nicht steuerbilanziell wirksam geworden sein. Daher kann in diesem Fall nicht abgeleitet werden, dass das Unternehmen eine Gestaltung zur Kaufpreisaktivierung und -abschreibung angewendet hat.

Der Datensatz enthält nur wenige andere Unternehmensakquisitionen, die vergleichbare Zuwächse im Anlagevermögen aufweisen. In diesen Fällen sind ebenfalls keine anderen Einschätzungen möglich. Das im Rahmen der Fallstudie keine eindeutigeren Fälle identifiziert werden konnten, liegt zum einen an der reduzierten Verfügbarkeit von Unternehmens-

daten in den Jahren, in denen eine steuerwirksame Kaufpreisallokation noch möglich war. Zum anderen war damit oft eine Umwandlung verbunden, so dass das Unternehmen in anderer Rechtsform fortbestanden hat und damit die Finanzinformationen für die Jahre nach der Unternehmensakquisition nicht mehr verfügbar waren.

6.3.2 Fallstudie zur Fremdfinanzierung

Zur Identifikation einer Fallstudie zur Fremdfinanzierung wurde der Datensatz nach Unternehmen durchsucht, bei denen die Eigenkapitalquote nach der Unternehmensakquisition mehr als 10% zurückgegangen ist. Hier wurde ein Konzern ausgewählt, der ebenfalls im Jahr 2000 im Rahmen eines Share Deals übertragen wurde. Der Kaufpreis beträgt 123 Mio. EUR für einen Anteil von 98 % am Gesellschaftskapital. Das Unternehmen ist ebenfalls eine Aktiengesellschaft und gehört dem verarbeitenden Gewerbe an.

Deal No	60938
Year Completed	2000
Previous Year Financial Due Date	1999
All Deal values	122.710.051 EUR
Acquired stake	98 %
Target BvDEP ID number	DE7330248812
Target NACE Rev. 2 code	1623
Reporting Basis	Consolidated data

Tabelle 18: Transaktionsdaten zur Fallstudie zur Fremdfinanzierung

Quelle: Eigene Darstellung.

Auf der Aktivseite ist neben der Minderung des sonstigen Umlaufvermögens insbesondere ein Rückgang des sonstigen Anlagevermögens („Other fixed assets“) von 27 Mio. EUR auf null zu verzeichnen. Dieses Divestment erfolgte noch im Jahr, in dem die Unternehmensakquisition durchgeführt wurde. Auf der Passivseite fällt auf, dass die kurzfristigen Verbindlichkeiten („Other current liabilities“) um 32 Mio. EUR gestiegen sind. Gleichzeitig ist das Eigenkapital um mehr als 73 Mio. EUR gesunken, ohne dass in der Gewinn- und Verlustrechnung ein entsprechender Verlust verzeichnet wurde. Daraus kann geschlossen werden, dass das Unternehmen in unmittelbarem zeitlichen Zusammenhang mit der Unternehmensakquisition zum einen Aktiva liquidiert und zum anderen Verbindlichkeiten aufgenommen hat, die an die Gesellschafter ausgeschüttet wurden.

Damit ist klar, dass der Käufer die Herabsetzung und Ausschüttung des Eigenkapitals des Zielunternehmens verlasst und eine Refinanzierung durch Fremdkapital vorgenommen hat. War dieses Fremdkapital im Jahr 2000, also dem Jahr der Unternehmensakquisition noch als kurzfristig ausgewiesen, erfolgt im Jahr 2001 offensichtlich eine Umfinanzierung des Betrags von 32 Mio. EUR in langfristiges Fremdkapital („Long term debt“).

Assets	1999	2000	2001	2002
Intangible fixed assets	3.320	4.844	6.784	6.167
Tangible fixed assets	73.581	68.320	61.662	52.807
Other fixed assets	27.574	0	9.030	9.900
Fixed assets	104.475	73.164	77.475	68.874
Stocks	11.728	11.794	10.984	10.872
Debtors	6.595	8.781	7.280	5.580
Other current assets	31.777	21.525	18.222	32.576
Current assets	50.100	42.100	36.486	49.028
Total assets	154.576	115.265	113.961	117.902

Shareholder funds & liabilities	1999	2000	2001	2002
Capital	14.833	14.833	14.833	14.833
Other shareholders funds	109.697	36.242	32.612	30.462
Shareholders funds	124.530	51.075	47.445	45.295
Long term debt	0	0	32.600	29.400
Other non-current liabilities	21.021	23.676	21.748	23.527
Non current liabilities	21.021	23.676	54.348	52.927
Loans	0	1	2.596	8.662
Creditors	3.097	3.329	2.802	3.729
Other current liabilities	5.929	37.184	6.770	7.289
Current liabilities	9.025	40.513	12.168	19.680
Total shareholder funds & liabilities	154.576	115.265	113.961	117.902

Tabelle 19: Entwicklung der Bilanz in der Fallstudie zur Fremdfinanzierung

Quelle: Eigene Darstellung. Alle Angaben in TEUR.

Korrespondierend zum Anstieg der Finanzierung durch Fremdkapital steigt der Zinsaufwand („Financial expenses“) des akquirierten Unternehmens an. Besonders zu erwähnen ist, dass das Unternehmen im Jahr 2001 einen außerordentlichen Aufwand von 0,9 Mio. EUR

zeigt, der das Jahresergebnis auf null stellt. Hier könnte vermutet werden, dass das akquirierte Unternehmen eine Organschaft mit dem Käufer begründet hat und über diese Position sein Ergebnis des Jahres 2001 aufgrund des Ergebnisabführungsvertrags abgeführt hat. Eine Organschaft ist ebenfalls ein Instrument, um Finanzierungsaufwendungen steuerwirksam mit operativem Ergebnis zu verrechnen. Dagegen spricht aber, dass diese Buchung im Folgejahr nicht mehr erfolgt ist, und das Unternehmen auch in 2001 einen Steueraufwand ausweist. Im Fall einer Organschaft wäre jedoch – sofern kein Steuerumlagevertrag vorliegt – die Ertragsteuern nur auf Ebene des Organträgers angefallen. Insofern ist eher plausibel, dass ein Darlehensverzicht mit Besserungsschein hinter dem außerordentlichen Aufwand steht. Da Anhangsangaben jedoch in der Datenbank nicht zur Verfügung stehen, ist eine weitere Analyse nicht möglich.

P/L	1999	2000	2001	2002
Operating revenue	197.353	188.135	164.136	158.633
Costs of goods sold	-77.820	-79.935	-68.696	-61.575
Gross profit	119.533	108.200	95.440	97.058
Depreciation	-11.784	-11.673	-10.109	-9.955
Costs of employees	-61.970	-65.221	-57.464	-54.633
Other operating expenses	-31.470	-32.756	-28.003	-28.396
Operating P/L	14.310	-1.451	-137	4.074
Financial revenue	612	2.652	1.423	10.011
Financial expenses	-232	-313	-305	-2.794
Financial P/L	380	2.339	1.118	7.217
P/L before tax	14.690	888	981	11.291
Taxation	-562	199	-78	-51
P/L after tax	14.128	1.088	903	11.241
Extr. and other P/L	0	0	-903	0
P/L for period	14.128	1.088	0	11.241

Tabelle 20: Entwicklung der Gewinn-und-Verlust-Rechnung in der Fallstudie zur Fremdfinanzierung

Quelle: Eigene Darstellung. Alle Angaben in TEUR.

Im Ergebnis ist also lediglich erkennbar, dass der Käufer Fremdkapital aus der Finanzierung der Unternehmensakquisition auf das erworbene Unternehmen übertragen hat. Damit ist in der Regel die Nutzung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Finanzierungskosten verbunden. Darüber hinaus ist erkennbar, dass die Konzernsteuerquote nach der Akquisition deutlich

reduziert wurde. Dieses lässt auf ein effizientes Management von Ertragsteuern schließen. Aus dieser Fallstudie können jedoch keine anderen Rückschlüsse auf zugrundeliegenden Strategien und Unternehmenskaufmodelle wie z.B. Kaufpreisaktivierung und Verlustvortragsnutzung gezogen werden.

6.3.3 Fallstudie zur Verlustnutzung

Um die Nutzung von Verlusten durch Unternehmen zu zeigen, wurde als Fallstudie ein Unternehmen ausgewählt, das im Jahr 1999 durch einen Share Deal im Rahmen einer Übernahme durch das Management transferiert wurde. Der Kaufpreis betrug 11 Mio. EUR für 100% der Anteile. Das Unternehmen stellt Maschinen für die Papiererzeugung und -verarbeitung her und ist als GmbH organisiert.

Deal No	70610
Year Completed	1999
Previous Year Financial Due Date	1998
All Deal values	11.282.100 EUR
Acquired stake	100 %
Target BvDEP ID number	DE5230082647
Target NACE Rev. 2 code	2829
Reporting Basis	Unconsolidated data

Tabelle 21: Transaktionsdaten zur Fallstudie zur Verlustnutzung

Quelle: Eigene Darstellung.

Während auf der Aktivseite der Bilanz lediglich die niedrige Anlagenquote auffällt, ist auf der Passivseite die negative Position „Other shareholder funds“ festzustellen. Diese verändert sich von 1998 bis 2000 im Wesentlichen aufgrund der jeweiligen Jahresergebnisse („P/L for period“), und es daher angenommen werden, dass diese Position die Verluste aus dem Jahr vor der Unternehmensakquisition aufgenommen hat. Aus den handelsrechtlichen Bilanzinformationen kann daher geschlossen werden, dass das Unternehmen im Jahr 1998 vor der Unternehmensakquisition mit hoher Wahrscheinlichkeit über signifikante steuerliche Verlustvorträge verfügt.

In 2001 wird sowohl das Stammkapital als auch die „Other shareholder funds“ erhöht, ohne dass das Unternehmen entsprechende Gewinne erzielt hat. Hier ist anzunehmen, dass diese Eigenkapitalpositionen durch Kapitalerhöhungen von außen zugeführt wurden.

Assets	1998	1999	2000	2001
Intangible fixed assets	0	0	0	448
Tangible fixed assets	7.200	8.900	6.500	6.825
Other fixed assets	0	1.300	1.200	987
Fixed assets	7.200	10.190	7.700	8.261
Stocks	25.000	22.500	27.400	43.320
Debtors	10	10	0	23.556
Other current assets	39.190	23.090	17.100	2.925
Current assets	64.200	45.600	44.500	69.801
Total assets	71.400	55.800	52.200	78.062

Shareholder funds & liabilities	1998	1999	2000	2001
Capital	9.300	9.300	9.300	9.328
Other shareholders funds	-1.610	-3.300	-2.000	16.150
Shareholders funds	7.700	6.000	7.300	25.478
Long term debt	3.200	0	0	3.482
Other non-current liabilities	17.000	12.800	12.200	15.767
Non current liabilities	20.200	12.800	12.199	19.250
Loans	0	0	0	9.351
Creditors	6.900	4.700	2.900	9.360
Other current liabilities	36.600	32.300	29.800	14.621
Current liabilities	43.500	37.000	32.700	33.333
Total shareholder funds & liabilities	71.400	55.800	52.200	78.062

Tabelle 22: Entwicklung der Bilanz in der Fallstudie zur Verlustnutzung

Quelle: Eigene Darstellung. Alle Angaben in TEUR.

Fraglich ist, ob dem Unternehmen gelingt, die aufgrund der handelsrechtlichen Bilanzinformationen angenommenen steuerlichen Verlustvorträge nach der Unternehmensakquisition zu nutzen.

Hierzu wird in der handelsrechtlichen Gewinn- und Verlustrechnung die Steuerposition „Taxation“ analysiert. Diese nimmt in den Jahren 2000 und 2001 trotz eines positiven

Jahresergebnisses sowie im Jahr 2001 sogar trotz eines positiven Ergebnisses vor Steuern und außerordentlichen Effekten („P/L before tax“) Werte von Null bzw. nahe Null an.

P/L	1998	1999	2000	2001
Operating revenue	64.390	73.300	72.200	103.469
Costs of goods sold	-42.900	-39.900	-47.000	-69.079
Gross profit	21.490	33.400	25.200	34.390
Depreciation	-1.700	-2.200	-1.900	-1.982
Costs of employees	-31.300	-26.100	-26.400	-28.237
Other operating expenses	0	0	0	0
Operating P/L	-11.510	5.100	-3.100	4.171
Financial revenue	500	200	200	112
Financial expenses	-1.600	-800	-1.300	-1.630
Financial P/L	-1.100	-600	-1.100	-1.518
P/L before tax	-12.610	4.500	-4.200	2.653
Taxation	200	-100	0	-29
P/L after tax	-12.410	4.400	-4.200	2.624
Extr. and other P/L	1.810	-6.200	5.500	0
P/L for period	-10.600	-1.800	1.300	2.624

Tabelle 23: Entwicklung der Gewinn-und-Verlust-Rechnung in der Fallstudie zur Verlustnutzung

Quelle: Eigene Darstellung. Alle Angaben in TEUR.

Die Steuerquote liegt damit deutlich unter dem in den jeweiligen Jahren geltenden durchschnittlichen Steuerbelastung. Daraus gefolgert werden, dass es dem Unternehmen nach dem im Akquisitionszeitpunkt geltenden § 8 Abs. 4 KStG a.F. gelungen ist, die steuerlichen Verlustvorträge fortzuführen und nach der Unternehmensakquisition zu nutzen.

6.4 Zwischenergebnis

Im Ergebnis kann festgehalten werden, dass Unternehmen, die im Rahmen einer Unternehmensakquisition übertragen werden, unter dem Einfluss des Käufers Umstrukturierungen vornehmen. Diese können zum einen primäre wirtschaftliche Ziele verfolgen, andererseits aber auch steuerlich motiviert sein.

Während der steuerliche Step-up bei den als Fallstudien ausgewählten Unternehmensakquisitionen nur schwer nachweisbar ist, können die Zielsetzungen der Verrechnung von Fremdkapitalzinsen sowie der Verlustnutzung in konkreten Situationen nachgewiesen

werden. Dieses Ergebnis wird auch durch neuere empirische Untersuchungen wie z.B. Belz/Robinson/Ruf/ Steffens (2013) bestätigt.

Wenn der Käufer nach einer Unternehmensakquisitionen Steuervorteile durch Umstrukturierungen oder Gestaltungen tatsächlich nutzen, kann daraus geschlossen werden, dass diese Steuervorteile in die seine Grenzpreisermittlung einfließen. Über den Grenzpreis werden diese in Abhängigkeit von der Verhandlungssituation den Kaufpreis einer Unternehmensakquisition beeinflussen (siehe Abschnitt 0). Fraglich ist daher, ob diese Steuervorteile einen empirisch nachweisbaren Effekt auf den beobachteten Kaufpreis im Rahmen einer Unternehmensakquisition haben.

7 Auswirkungen der Ertragsbesteuerung auf Kaufpreise deutscher Kapitalgesellschaften zwischen 1997 und 2008

7.1 Überblick

In diesem Abschnitt werden die Ergebnisse der als Anlage angefügten empirischen Untersuchung der Steuerwirkungen auf Unternehmenspreise in Deutschland zwischen 1997 und 2008 von Habben/Oestreicher (2016) dargestellt. Basierend auf der im vorstehenden Abschnitt 6.2 beschriebenen Datenbasis wird untersucht, ob Steuerbelastungen Auswirkungen auf Kaufpreise von Unternehmen haben. Die Kaufpreise werden aus beobachteten M&A-Transaktionen abgeleitet. Da in der Datenbasis die verkauften Unternehmen ganz überwiegend die Rechtsform der Kapitalgesellschaft haben, wird die Untersuchung auf diese Rechtsform beschränkt.

7.2 Hypothesen

Ausgehend von der Ertragsbesteuerung von Unternehmensakquisitionen in Deutschland und der Verhandlungssituation zwischen Käufer und Verkäufer in einer Unternehmenstransaktion wird abgeleitet vom Lock-in Effekt und angepasst auf die besonderen Verhältnisse bei Unternehmensakquisitionen die folgende Hypothese zur Wirkung der Ertragsbesteuerung des Verkäufers entwickelt:

- Hypothese 1A: Die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen resultiert in einer Erhöhung des Kaufpreises, der zwischen dem Käufer und Verkäufer in einer Unternehmensakquisition verhandelt wird.

Da im deutschen Ertragsteuerrecht der Käufer eines Unternehmens Steuervorteile nutzen kann, wird zu den daraus entstehenden Steuerwirkungen folgende Hypothese aufgestellt:

- Hypothese 1B: Steuervorteile beim Käufer des Unternehmens erhöhen den Kaufpreis, der zwischen dem Käufer und Verkäufer in einer Unternehmensakquisition verhandelt wird.

Da aufgrund von mehreren Bietern eine Wettbewerbssituation entstehen kann, die aufgrund der Effekte in der Verhandlungssituation zu einer Verschiebung der Steuerwirkungen führen kann, wird die folgende Hypothese überprüft:

- Hypothese 2 Mit zunehmender Anzahl von Bietern steigt der Anteil des Verkäufers im Einigungsbereich zwischen Verkäufer und Käufer.

Während die ersten Hypothesen nur den Lock-in Effekt auf der Seite des Verkäufers und mögliche individuelle Steuervorteile des Käufers betrachten, wird zum Kapitalisierungseffekt folgende Hypothese formuliert:

- Hypothese 3: Eine mögliche Besteuerung zukünftiger Veräußerungsgewinne bei Weiterverkauf durch den Käufer wird seinen Grenzpreis und damit den erzielten Kaufpreis mindern.

7.3 Methodischer Ansatz und Datenerhebung

Wie bereits in Abschnitt 6.2 dargestellt, können für die Kaufpreisbestimmung zwischen Käufer und Verkäufer Bewertungskalküle unterstellt werden, die auf Finanzinformationen in zeitlicher Nähe zu der jeweiligen Unternehmensakquisition zurückgreifen. Es kann unterstellt werden, dass sich nur solche Finanzinformationen auf den Kaufpreis auswirken, die in einer zeitlichen Nähe vor dem Datum der Unternehmensakquisition stehen. Dieses Problem der zeitlichen Relevanz wird noch durch eine weitere Eigenschaft der Datenbasis vergrößert. So ist in einzelnen Datensätzen beobachtbar, dass Finanzinformationen nur für die Kalenderjahre vor oder nach der Unternehmensakquisition verfügbar sind. Dieses lässt sich durch die Eingliederung des verkauften Unternehmens in den Konzern des Verkäufers oder Käufers erläutern, aufgrund derer eine Offenlegung von Finanzinformationen unterblieben ist.

Als relevante Finanzinformation werden daher die Finanzdaten für das Jahr vor der Unternehmensakquisition abgefragt und der Datenbasis zugrunde gelegt. Diese Vorgehensweise stützt sich auf die Annahme, dass Unternehmenskäufer und -verkäufer jeweils vorrangig die Finanzinformationen des Vorjahres analysieren werden. Auf Basis der so verfügbaren Informationen der Vergangenheit werden die Beteiligten auch Planwerte für die folgenden Geschäftsjahre sowie den Einfluss von ertragsteuerlichen Faktoren ermitteln und in ihre individuelle Unternehmensbewertung als Grundlage der Kaufpreisverhandlung einfließen lassen.

Die Datenbasis beinhaltet im Ergebnis 446 Datensätze, bei denen der Kaufpreis bekannt ist und ausreichende Finanzdaten für das Jahr vor der Unternehmensakquisition verfügbar sind.

7.4 Repräsentanz der Datenbasis

Eine Datenbasis, die für empirische Auswertungen zugrunde gelegt wird, muss repräsentativ sein. Das Problem ist hier, dass sich die ZEPHYR-Datenbank des Anbieters Bureau von Dijk auf freiwillige Informationsbereitstellung von beteiligten Unternehmen und deren Beratern stützt. Diese Datenquelle wurde um die Unternehmen bereinigt, für die keine Finanzinformationen zum relevanten Zeitpunkt der Unternehmensakquisition vorliegen.

Fraglich ist, ob aus dieser aus mehreren Datenquellen zusammengesetzten und ausgewählten Datenbasis Ergebnisse ermittelt werden können, die einen Rückschluss auf die Grundgesamtheit zulassen. Die Datenbasis beinhaltet insgesamt 446 Datensätze, bei denen der Kaufpreis bekannt ist und ein vollständiger AMADEUS-Finanzdatenbestand verfügbar ist. Dieses entspricht nur ca. 4,3 % der in diesem Zeitraum in Deutschland durchgeführten Akquisitionen (9.700 Datensätze) und 19,5 % der Unternehmensakquisitionen, bei denen der Kaufpreis bekannt gegeben wurde (2.182 Datensätze).

Bei der Beurteilung der Qualität der Datenbasis stellt sich die Frage nach der Ursache für die niedrige Quote sowie die Frage nach ihrer Repräsentativität. Zur Beurteilung der Repräsentativität wurde die Verteilung des Kaufpreisvolumens und der Zeitverteilung der Unternehmensakquisitionen untersucht. Daraus lässt nicht ableiten, dass die gewonnenen Datensätze nicht repräsentativ sind oder durch Unter- oder Überrepräsentativität verzerrt sind. Im Vergleich der beiden Darstellungen fällt jedoch auf, dass der verfügbare Datenbestand für Deutschland mit bekanntem Preis und verfügbaren AMADEUS-Daten insbesondere in der zweiten Hälfte des Beobachtungszeitraums 1997 bis 2008 größer ausfällt. Dieses lässt sich damit erklären, dass die Publizitätsrichtlinie der EU erst mit Wirkung für die Geschäftsjahre ab 1999 (für Kapitalgesellschaften) und ab 2000 (publizitätspflichtige Personengesellschaften) in das deutsche Handelsgesetzbuch umgesetzt und damit der Verstoß gegen Offenlegungsverpflichtungen wirksamer sanktioniert wurde. Ab dem Jahr 2000 wurden dadurch die Transparenz und die Verfügbarkeit von Finanzinformationen erheblich verbessert.

7.5 Untersuchungsansatz

Habben/Oestreicher (2016) untersuchen, ob ein Zusammenhang zwischen dem Unternehmenskaufpreis und den ertragsteuerlichen Einflussfaktoren besteht. Als abhängige Variable wird der aus dem Kaufpreis des Unternehmensanteils abgeleitete Unternehmenswert eingesetzt. Als unabhängige Kontrollvariablen werden verschiedene transaktionsspezifische und nichtsteuerliche Variablen verwendet, die aus den Finanzdaten des Unternehmens abgeleitet werden. Dazu gehören der Buchwert des Anlagevermögens, die Verschuldung und die Profitabilität. Während die Profitabilität und die Verschuldung in ertrags- oder Cashflow-orientierten Unternehmensbewertungsmodellen direkt auf den Kaufpreis wirken, wird der Substanzwert des Anlagevermögens grundsätzlich nicht berücksichtigt. Da die Datensätze aber auch Unternehmen mit Verlusten enthalten, kann der Wert des Anlagevermögens in diesen Fällen als Indikator des Liquidations- oder Substanzwertes dienen²²⁸. Zur Erfassung von Synergieeffekten zwischen dem Käufer und dem erworbenen Unternehmen wird eine Dummy-Variable eingesetzt. Für Unternehmensanteilskäufe von weniger als 100 %, aber mehr als 75 % der Anteile wird zusätzlich eine weitere Kontrollvariable eingeführt. Mit einer Mehrheit von 75 % sind in der Regel gesellschaftsrechtliche Vorteile verbunden, die eine Erhöhung des Käufernutzens bewirken.

Zur Erfassung ertragsteuerlicher Faktoren werden als weitere unabhängige Variablen die transaktionsspezifischen Steuerbelastungen und -vorteile eingesetzt. Diese Variablen werden als Interaktionsterme rechnerisch aus den anzuwendenden steuerlichen Regelungen sowie den Finanzkennzahlen des Unternehmens abgeleitet, die für die Höhe der Besteuerung maßgeblich sind. Die Steuerbelastung aus der Veräußerungsgewinnbesteuerung des Verkäufers wird aus den thesaurierten Gewinnen ermittelt, auf die der in Abhängigkeit von der Rechtsform anfallende Ertragsteuersatz angewendet wird. Die Steuervorteile des Verkäufers werden durch Interaktionsterme für Verlustvorträge und Zinsabzug abgebildet. Diese zielen auf den Steuervorteil durch einen nutzbaren Verlustvortrag sowie auf die Steueraufwendungen aufgrund nicht abziehbarer Zinsaufwendungen ab. Die Variablen werden jeweils durch den anzuwendenden persönlichen Steuersatz des Käufers oder des Zielunternehmens ermittelt.

²²⁸ Vgl. z.B. zum Einsatz der Variablen „Tangibility“ Belz/Robinson/Ruf/Steffens (2013).

Zusätzlich werden Kontrollvariablen für das wirtschaftliche Umfeld im Kalenderjahr der Akquisition und ein Branchenindikator zur Berücksichtigung branchenspezifischen Risikofaktoren berücksichtigt.

7.6 Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse

Im Ergebnis bestätigt die empirische Untersuchung von Kaufpreisen deutscher Kapitalgesellschaften von 1997 bis 2008 von Habben/Oestreicher (2016), dass sich Ertragsteuern auf Preise bei Unternehmensakquisitionen wirken. Insbesondere führt eine Veräußerungsgewinnbesteuerung beim Verkäufer dazu, dass die in individuellen Verhandlungssituationen entstehenden Unternehmenskaufpreise steigen.

Im Einzelnen lassen sich anhand der verfügbaren Daten die Hypothese 1A und 1B bestätigen, nach der sowohl die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen also auch Steuervorteile beim Käufer in einer Erhöhung des Kaufpreises resultieren, der zwischen dem Käufer und Verkäufer in einer Unternehmensakquisition verhandelt wird. Hinsichtlich der Hypothese 2 lässt sich bestätigen, dass Steuervorteile des Verkäufers im Einigungsbereich zwischen Verkäufer und Käufer einen höheren Kaufpreiseffekt haben als die Steuerkosten des Verkäufers. Dieser Effekt kann damit erklärt werden, dass durch einen Bieterwettbewerb der Verkäufer einen höheren Anteil an möglichen Steuervorteilen durchsetzen kann. Die Wirkungen des Kapitalisierungseffekts sind dagegen erkennbar, aber nicht signifikant, so dass die Hypothese 3 nicht bestätigt werden kann.

Allerdings stehen die Ergebnisse unter der Einschränkung hinsichtlich der verfügbaren Daten. Da die Steuerbelastung des Verkäufers aufgrund fehlender Daten nicht erhoben werden kann, wird der Veräußerungsgewinn aus den thesaurierten Gewinnen des verkauften Unternehmens abgeleitet. Neben diesen offenen Reserven werden jedoch regelmäßig verdeckte „stille“ Reserven über den Kaufpreis vergütet. Ferner bleiben mangels detaillierter Finanzdaten der Verkäufer im Zeitraum 1997 – 2008 die über das Stammkapital hinausgehenden Anschaffungskosten verborgen. Daher können die offenen Reserven nur ein Indikator für den Veräußerungsgewinn bilden.

8 Zusammenfassung und Ergebnis der Untersuchung

Investitionen in Form von Unternehmensakquisitionen haben für die durchführenden Unternehmen und Konzerne auch aufgrund der eingesetzten Mittel eine große strategische und finanzielle Bedeutung. Auch für den Verkäufer stellt der Verkauf des Unternehmens eine bedeutende Vermögensumschichtung dar, die ihm eine veränderte Kapital- und Risikoallokation erlaubt. Zuletzt kann ein Gesellschafterwechsel auch für das verkaufte Unternehmen strategische und operative Veränderung bedeuten.

Bei Unternehmensakquisitionen wirken sich Ertragsteuern in drei Bereichen aus. Zum Ersten wird der Verkäufer mit Ertragsteuern auf den Veräußerungsgewinn belastet, was bei ihm zu einem Lock-in-Effekt führen kann. Zum Zweiten wird der Käufer Ertragsteuern auf Erträge aus seiner Unternehmensbeteiligung antizipieren, was zu einem Kapitalisierungseffekt führt. Und zum Dritten wird der Käufer des Unternehmens mögliche Steuervorteile realisieren wollen, die sich auf Ebene des akquirierten Unternehmens über steuerlich motivierte Umstrukturierungen und ein effizientes „Tax Management“ erreichen lassen. Diese Steuervorteile können durch den Käufer des Unternehmens mit seinem gesellschaftsrechtlichen Einfluss durchgesetzt werden. Sie stellen daher – im Gegensatz zum Erwerb von Minderheitsanteilen an börsennotierten Unternehmen – eine Besonderheit bei Unternehmensakquisitionen dar. Eine weitere Besonderheit ist, dass diese Steuervorteile insbesondere hinsichtlich einer steuerlich wirksamen Kaufpreisabschreibung mit der Ertragsbesteuerung des Verkäufers interagieren können. Daraus ergeben sich bei Unternehmensakquisitionen komplexe Steuerplanungssituationen.

Die bisherige empirische Forschung hat nachgewiesen, dass sich Ertragsteuern auf Unternehmenspreise auswirken. Dabei wurden steuerindizierten Preiseffekte insbesondere bei börsennotierten Unternehmen untersucht, wo sie „kollektiv“ alle Anleger beeinflussen und damit kursrelevant werden können. Dann, wenn die Ertragsteuern nur auf einzelne Gruppen von Anlegern wirken, ist jedoch eher zu beobachten, dass Änderungen der Ertragsteuerbelastung im Kapitalmarktgleichgewicht kompensiert werden und nicht zu Preiseffekten führen. Die betroffenen Anlegergruppen werden aufgrund der Änderung der Ertragsteuerbelastung ihr Engagement in der entsprechenden Wertpapierkategorie erhöhen oder

vermindern, was in offenen Kapitalmärkten eine kursneutrale Umschichtung zwischen Anlegergruppen bewirkt²²⁹.

Dagegen wirken Ertragsteuern bei Unternehmensakquisitionen in Abhängigkeit vom individuellen Lock-in-Effekt des Verkäufers, über den individuellen Kapitalisierungseffekt des Käufers sowie durch die individuellen Möglichkeiten des „Tax Management“ des Käufers beim akquirierten Unternehmen.

Wie in Abschnitt 4 gezeigt, werden diese Effekte bei der Ermittlung von Grenzpreisen über das betriebswirtschaftliche Instrument der Unternehmensbewertung nicht vollständig abgebildet. Es ist zu erwarten, dass Verkäufer und Käufer diese individuellen Steuerwirkungen durch Zu- und Abschläge in ihre Grenzpreise einbeziehen. Aufgrund der in Abschnitt 5 beschriebenen Preisbildung in einer individuellen Verhandlungssituation zwischen Käufer und Verkäufer ist daher zu erwarten, dass sich diese Steuereffekte auf den Unternehmenspreis auswirken in Abhängigkeit von der jeweiligen Verhandlungsposition unmittelbar auswirken.

Eine Datenbasis zur empirischen Untersuchung von individuellen Steuerwirkungen bei Unternehmensakquisitionen ist derzeit aufgrund unterschiedlicher Erhebung von Transaktions- und Finanzdaten nur durch Verknüpfung von Datenbanken gewerblicher Anbieter zu erhalten. Die dieser Untersuchung zugrundeliegende Datenbasis hat – wie die ganz überwiegenden bisherigen empirischen Untersuchungen zu Steuerwirkungen – die Einschränkung, dass die für die Besteuerung relevanten Informationen nicht direkt beobachtbar sind. Hier können Steuerbemessungsgrundlagen nur anhand entsprechender Finanzdaten geschätzt werden.

Aus diesen Finanzdaten lässt sich anhand der in Abschnitt 6 beschriebenen Fallstudien zeigen, dass die Käufer nach Unternehmensakquisitionen Maßnahmen im Rahmen eines „Tax Management“ durchführen. Es ist daher zu erwarten, dass daraus entstehende Steuervorteile auch preiswirksam werden. Aus der empirischen Untersuchung für den Beobachtungszeitraum 1997 bis 2008 von Habben/Oestreicher (2016) ergibt sich aufgrund der Einschränkung verfügbaren Daten lediglich die eingeschränkte Aussage, dass Auswirkungen der Ertragsbesteuerung des durch den Verkäufer erzielten Veräußerungsgewinns auf den Kaufpreis erkennbar sind. In diesem Fall werden sie über einen Zuschlag auf den

²²⁹ Vgl. z.B. Bond/Devereux/Klemm (2007).

Käufer überwälzt. Dadurch entsteht der Lock-in-Effekt, der aus gesamtwirtschaftlicher Sicht zu einer nicht optimalen Allokation von Unternehmensanteilen führen kann. Der deutsche Steuergesetzgeber hat mit dem in 2001 eingeführten Halb- und dem nachfolgenden Teileinkünfteverfahren nach § 8b KStG n.F. im Bereich der Veräußerungsgewinnbesteuerung eine weitgehende Entlastung für Unternehmensverkäufe insbesondere auf der Ebene von Kapitalgesellschaften geschaffen. Damit wird durch Holding-Strukturen eine steuerneutrale Reinvestition in Alternativenanlagen ermöglicht, so dass der Einfluss des Lock-in-Effekts aus der Ertragsbesteuerung von Veräußerungsgewinnen in Deutschland mittlerweile reduziert ist. Dieses ist unter dem Aspekt der optimalen Allokation von Unternehmensanteilen auch gerechtfertigt.

Da die Regelungen des § 8c KStG auch für den Käufer eines Unternehmens gelten, ist der Kapitalisierungseffekt in Deutschland für einen Käufer durch den Einsatz einer Holding im Rahmen einer Unternehmensakquisition ebenfalls vermeidbar. Daher ist es nachvollziehbar, wenn Unternehmen zunehmend in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft in entsprechenden Holdingstrukturen organisiert werden.

Die Fortführung von steuerlichen Verlustvorträgen wirkt sich positiv auf den Grenzpreis des Käufers aus, da dieser die Steuerfreiheit künftiger Gewinne einkalkulieren kann. Kommt es dagegen zu einer restriktiven steuerlichen Berücksichtigung von Verlustvorträgen, kann aus Allokationsgesichtspunkten sogar eine entsprechende Unternehmensakquisition verhindert werden, die bei Berücksichtigung eines Verlustvortrags eine Fortführung des Unternehmens ermöglicht hätte. Der in Deutschland geltende § 8c KStG ist als eine solche restriktive Verlustabzugsbeschränkung einzuordnen. Neben dem reinen Beteiligungsübergang ohne stille Reserven macht die deutsche Finanzverwaltung in den entsprechenden Anwendungsschreiben den Verlustvortrag in bestimmten Fällen nur von veranlagungstechnischen Voraussetzungen abhängig. Daher sollte sich der deutsche Gesetzgeber – jenseits des schädlichen Handels mit Verlustmänteln – auch unter dem § 8c KStG einer differenzierten wirtschaftlichen Betrachtung öffnen, wie sie der BFH mit den ersten Urteilen zu dieser seit 2008 geltenden Neuregelung eingefordert hat.

Zuletzt wird mit der Zinsschranke eine fiskalisch motivierte Belastung gerade von fremdkapitalfinanzierten Unternehmensakquisitionen auf der Seite des Käufers vorgenommen, die sich über eine Grenzpreisminderung des Käufers nachteilig auf die Allokation von Unternehmensanteilen auswirken kann. Eine quotale Abzugsbeschränkung vom EBITDA, wie sie der § 4h EStG i.V.m. § 8a KStG vorsieht, mag zur Vermeidung aggressiver Fremdkapitalfi-

finanzierung grundsätzlich sinnvoll sein. Da der deutsche Gesetzgeber in der konkreten Regelung des § 4h EStG aber eine willkürlich gesetzte Freigrenze von 3 Mio. EUR vorsieht, kann es gerade im Bereich kleinerer Transaktionen zu einer hohen Fremdkapitalfinanzierung ohne steuerliche Einschränkungen kommen. Internationale Konzerne können so das steuerliche Einkommen in Deutschland zugunsten ausländischer Finanzierungsgesellschaften reduzieren. Dagegen wird die Fremdkapitalfinanzierung größerer Transaktionen mit einem erwarteten Zinsaufwand oberhalb der Freigrenze und bei volatilen Erfolgsaussichten durch die quotale Abzugsbeschränkung benachteiligt werden.

Anlage 1

The Effects of Income Taxation on M&A Transaction Prices – Empirical Evidence from Investments in German Corporations between 1997-2008

Siebelt Christian Habben and Andreas Oestreicher

1 Research question

To investigate the effects of capital gains taxation on asset prices, existing studies scrutinize its impact of on the (equilibrium) market price and the trade volumes of a particular investment identifiable in the event of an unanticipated tax reform or transfer of tax base (e.g., Dai, Maydew, Shackelford and Zang (2008)). Further literature explores the reaction of market prices in individual transactions based on estimated capital gains taxation (e.g., Ayers, Lefanowicz and Robinson (2003)). However, research on the effects of capital gains taxation lacked individual tax data with respect to the companies and their shareholders which would allow more specific estimation of income tax effects.

In our study, we consider how (corporate) income taxation affects the marginal price asked by a vendor and offered by an acquirer of shares in a corporation, and the transaction price ultimately agreed. We focus on individual transactions involving substantial interests in non-listed companies, for which no market price exists until seller and acquirer define their marginal price as a result of transaction negotiations. In these transactions, a central issue is the effect of capital gains taxation on the marginal price of both vendor and acquirer. However, as the potential tax effects are not limited to capital gains taxation, we also look at the impact of other tax features such as depreciation and amortization of investment costs and the loss offset potential.

Our study evaluates pricing effects associated with income taxation in an acquisition scenario for that we use a new identification strategy. We established a combined database of individual M&A deal values and financial information of the target as well as information on the type of vendor and acquirer. Based on this information, we estimated proxies for income tax burden at each level. Furthermore, we look at the effects in an M&A transaction exerted by bidder rivalry on the sales price. We find that individual tax costs and tax benefits on the part of both the vendor and the acquirer result in an increase in the transaction price negotiated. While capital gains taxation plays a major role in this context, the extent of its impact is not determined by the applicable capital gains tax rate but by the estimated parties' ultimate tax burden. Moreover, we can show that the number of bidders involved has a significant effect on the price agreed between the vendor and the ultimate acquirer.

Our study is structured as follows: Section 2 of the paper gives an overview of prior research. Section 3 describes the income taxation of companies in Germany between 1997 and 2008. Section 4 develops hypotheses regarding the impact of income taxes on the transaction price

based on theoretical models. Section 5 presents the empirical methodology and results, while section 6 draws relevant conclusions.

2 Prior Research

The influence of capital gains taxation on the decision of investors and the share price of investments is the subject of intense discussion in the literature, where a distinction is made between a “lock-in effect” and a “capitalization effect”. The lock-in effect refers to the fact that taxation of capital gains reduces net income accrued through sale of investments, which can lead a shareholder considering sale of shares to defer realization of such gains. A current investor is de facto locked in to his investment. However, he is willing to part with the shares if this tax on a capital gains being realized is calculated into, and paid for by, the selling price. Thus, a rise in tax rate on capital gains will lead to a need for greater compensation of tax on capital gains, having the effect of lower “supply” of shares and higher share prices. The capitalization effect is based on the assumption that taxation of future capital gains is taken into account by a potential acquirer at the net present value of those gains (“capitalization”), at the time of the investment decision. Accordingly, a rise in tax rate on capital gains will lead to higher capitalization and thus lower demand, having a negative effect on share prices.

The relevance of capital gains taxation at shareholder level is confirmed by a number of empirical studies.²³⁰ Amoako-Adu, Rashid, and Stebbins (1992) examine the effects of both the introduction (first reform) and later reduction in amount (second reform) of a capital gains exemption. Although the authors note in their study that the stock price reaction did not vary across dividend yields in the first place, they find that high-dividend-yield firms experienced a smaller price decrease than low-dividend-yield firms when exemption was reduced at a later point in time. Likewise, Lang und Shackelford (2000) point out that stock price moved inversely with dividend yield during the week of the 1997 budget that included a reduction in the capital gains tax rate. They find that the mean return for non-dividend-paying stocks significantly exceeded that for dividend-paying stocks.²³¹ On the basis of issue prices in small initial public offerings (IPOs) Guenther and Willenborg (1999) were able to show that on the day after the issue, shares enjoying a specific capital gains tax privilege in

²³⁰ At the same time, the results of these studies make it clear that taxation at the shareholder level has impact on the company value (“tax relevance view”), see Brennan (1970).

²³¹ For a discussion, see Guenther (2001), Phillips (2002), Liang, Matsunaga and Morse (2004), and Cook (2007).

the context of such IPOs are quoted at a higher price than shares not meeting the requirements of the particular tax relief.

With respect to the lock-in effect Eilbott und Hersh (1976) are able to show that the tax rate on capital gains regarding assets held in private property correlate negatively with their trading volume on the NYSE.²³² Likewise, Feldstein und Yitzhaki (1978) demonstrate the suspensive effect of capital gains taxation on the sale of shares. Feldstein, Slemrod and Yitzhaki (1980) find a negative correlation between the realization of capital gains and the tax rate on capital gains. On the basis of the IRS tax statistics regarding the effects of the 1986 US tax reform, Burmann, Clausing and O'Hare (1994) show that in the run-up to higher capital gains tax entering into force on long-term assets, capital gains realized on the sales of shares increased significantly.

On the basis of detailed transaction data, Landsman und Shackelford (1995) are able to show a direct link between capital gains tax and the offer price per share as part of a leveraged buy-out. According to their study, shareholders featuring high capital gains require higher buy-out prices than shareholders showing low capital gains. The lock-in effect is also evidenced by the deferred sale of assets that have grown in value, if sale of these assets is postponed until the resulting capital gains are taxable at a lower tax rate or can be sold tax free. On this note, Shackelford and Verecchia demonstrate analytically that inter-temporal tax discontinuities (e.g., distinction between long-term and short-term capital gains tax) may dampen trade volume and amplify price changes at the time of "good news" disclosure. Ayers, Lefanowicz and Robinson (2003, 2007) demonstrate the impact of capital gains taxation on the sales price in acquisition deals and activity on the stock market. They find that capital gains taxation on deal-related capital gains increases the sales price of an acquisition and reduces acquisition activity on the stock market. Reese (1998) shows that where IPO shares have risen in value, the trade volume of such assets is temporarily increased as soon as the shares have reached the status of long-term capital gains.²³³ At the same time the authors note that the increased trade volume results in pressure on the stock market prices of the shares involved. Blouin, Raedy and Shackelford (2002) demonstrate that shortening, with retrospective effect, the holding period for long-term capital gains

²³² Slemrod (1982) and Henderson (1990), however, were not able to demonstrate significant effects or achieve unambiguous results for all subsequent tax rate changes.

²³³ Watrin and Benhof (2009) find similar results for the German IPO market regarding a tax exemption for long-term capital gains resulting from a sale of assets held in private property. By the same token, Baule (2011) shows that market activities dropped for certain financial instruments that could no longer be sold tax free where the time to maturity fell below the minimum holding period.

from the sale of IPO shares (bringing with it the application of a lower capital gains tax rate) results in an increased trade volume and abnormal negative return. As far as shares newly included in the S&P Index is concerned, Blouin, Raedy and Shackelford (2003) find that large differences between short-term and long-term tax rates exert a negative effect on trading volume. Jacob (2013) finds that short-term capital losses and deferred realization of accrued capital gains are more likely among high-income individuals whereas short-term gains are predominantly realized by taxpayers with lower tax rates.

Unlike these studies analyzing the demand-side capitalization effect and the supply-side lock-in effect separately, Dai, Maydew, Shackelford and Zang (2008) evaluate these effects in combination, and document empirically the relative dominance of each effect surrounding a change in a tax rate. They show that “the capitalization effect dominates the lock-in effect in the week following an increase in the probability of a reduction in the capital gains tax rate as buyers respond to information that future capital gains tax rates will be lower. The lock-in effect, however, dominates the capitalization effect after the tax rate reduction actually becomes effective.” By the same token, Ayers, Li and Robinson (2008) identify such capitalization and lock-in effects on the basis of detailed buy and sell orders following the announcement and entry into force of the 1997 US budget that included a reduction in the capital gains tax rate. On the basis of international M&A data, Huizinga, Voget and Wagner (2014) estimate the impact of capital gains taxation on the asset price and the cost of capital. They find significant evidence for a capitalization effect resulting from an unanticipated cross-border transfer of the taxation of future capital gains from target shareholders to acquirer shareholders having the effect that other tax rates apply to future capital gains. However, no significant lock-in effect is identified. This is explained by the difficulties found when taking into account the investors’ holding period prior to the transaction, the heterogeneity among target investors, and the possibility that lock-in considerations applying to the domestic target shareholders (not subject to any change in their tax situation) might already be reflected in the pre-merger stock price, whereas on the part of the acquirer, the transfer of tax base can lead to a change in capital gains taxation.²³⁴

Besides the impact of income taxation on capital allocation through M&A, other studies deal with effects of domestic income tax regimes on the behaviour of companies after acquisitions. The acquirer might use tax management tools to reduce the income tax base of the target. However, Blouin, Collins and Shackelford (2005) find no evidence for changes in the

²³⁴ Such effect would be in line with the findings of Dai, Maydew, Shackelford and Zang (2008).

taxable income of U.S. companies after acquisitions. Belz, Robinson, Ruf and Steffens (2013) scrutinize financial data of German companies and find that tax management of the acquirer results in a reduction of the target's effective tax rate. They also show that foreign acquirers follow a more aggressive tax management strategy compared to domestic acquirers with regard to the reduction of the tax rate and the use of leverage. Benhof and Watrin (2008) find that in Germany the decrease of capital gains tax following on from the German income tax reform 1999/2000/2001 resulted in a significant increase of restructuring activities, which constitutes a strong allocation effect.²³⁵

3 Income Taxation of Acquisitions in Germany from 1997 to 2008

3.1 Overview of the German income tax system

German civil law distinguishes between asset and share deals. In an asset deal, individual assets forming a business are transferred to the acquirer in such a way that there is a change in the legal entity operating the business. In a share deal, the shares of the corporation operating the business are subject to the transfer. The corporation continues to exist as a taxable entity.

The tax reform 1999/2000/2001 brought about major structural changes to the German income tax system. Until 2000, corporations were subject to a split corporate tax using a higher tax rate for retained earnings and a reduced tax rate for distributed earnings. For domestic shareholders, corporate income tax was imputed to their personal income tax if, and to the extent that, corporate income was distributed ("imputation system"). This resulted in distributed corporate income being taxed, in effect, at personal income tax rates. From 2001, the corporate income tax rate was significantly lowered and the imputation system at the level of the individual shareholder was replaced by a shareholder relief system ("half

²³⁵ This result, however, is in contrast to the findings of Edwards, Lang, Maydew, and Shackelford (2004); looking at the economic effects resulting from "Germany's Repeal of the Corporate Capital Gains Tax", their results suggest that the economic effects are highly concentrated. They find a positive association between firms' event period abnormal returns and the extent of their crossholdings. However, the reaction is limited to the six largest banks and insurers and their extensive minority holdings in industrial firms.

income system”).²³⁶ Moreover, at corporate level, in order to avoid multiple taxation of capital income, intra-group dividends are tax exempted (Sec. 8 para 1 German Corporate Income Tax Act, CITA). This gave rise to a higher net income tax burden for all shareholders except those subject to top tax rates (see PricewaterhouseCoopers (2000, 47)). At the same time, there was a reduction in the overall income tax rate for individuals.

Driven by the 1999/2000/2001 tax reform and its simple legal structure, the share deal is now predominant for acquisitions in Germany. We therefore limit the scope of this paper to cover share deals only.

3.2 Taxation of Capital Gains

Changing the system of corporate taxation from the imputation system to the exemption/half income system had the knock-on effect that taxation of capital gains and the acquisition of companies also underwent significant changes. This applies to both direct shareholdings and indirect shareholdings.

In principle, if the vendor of the shares is an individual, capital gains were subject to income tax until 2008 only if the shares were held as a business asset or exceeded the limit of a significant interest (until 1998: 25, 1999 – 2001: 10, since 2002: 1 percent within a five-year period). Otherwise the sale was treated as a tax free private transaction if it was accomplished outside the one year “speculation period”. The introduction of the flat rate withholding income tax for capital income from tax year 2009 had the effect that from this time on, selling newly acquired shares in a company tax free was no longer possible. Regarding shares held as business assets or holdings exceeding the significant interest limit, until 2000 the personal income tax rate of the vendor had been applicable. After introduction of the shareholder relief system in 2001 by the tax reform 1999/2000/2001, 50 percent of the gains from the sale of shares in corporations were exempted from taxation and thus income tax free. In 2008, the ratio of tax free gains was reduced to 40 percent but this still leaves a significant tax exemption of capital gains.

If the shares are sold by a corporation, the income is always part of the taxable income of the corporation. Until tax year 2001, the corporate tax imputation system was applied to dividends while capital gains were taxed at the regular corporate tax rate. After the tax reform

²³⁶ The term “half income system” refers to the fact that only 50 percent of capital earnings from participations are subject to income taxation.

1999/2000/2001, the imputation system was replaced by a shareholder relief system from tax year 2002. At the corporate level, the German shareholder relief system involves the exemption of intra-group income and, thus, effectively exempts profits accruing to corporations on the sale of shares (Para 8b sec. 2 Corporate Income Tax Act).

3.3 Tax management techniques for the acquirer of shares

Shares in corporations constitute non-amortizable assets. Acquisition costs can in principle only be offset against future sales proceeds when the shares are sold again, thus lowering the tax burden of the investor, depending upon the tax regime applicable. Where immediate tax amortization is not possible per se, a share deal has no immediate impact on the income tax situation of the acquirer and the target.

However, an acquirer might seek to reduce the income tax burden resulting from the new structure by way of tax management. Tax advantages were, and to a reduced extent still are, possible regarding:

- tax effective transaction price allocation and amortization (“step-up”),
- transfer and usage of existing tax loss carry forward positions of the target, and
- offset of debt financing costs against taxable income (“tax shield”).

As far as the “step-up” was concerned, in a share deal, the target corporation continued to report the book value of the assets and liabilities, whereas the acquirer recognised shares at acquisition price. If the transaction price of the shares exceeded the book value of the equity, any exceeding amount reflected in the price of the shares could not be depreciated. For the acquirer, it was advantageous to re-adjust the book value of the assets held by the target. This step-up increased the depreciation basis of the target and reduced its income tax burden. Under the corporate tax imputation system in place until 1999/2000, the step-up was common practice in the area of tax management. There were several models allowing a step-up following share deals (for details see Blumers, Beinert and Witt 2001). The most common models used a form of post-merger restructuring. Here, gains resulting from a step-up at the level of the target were offset against the corresponding losses caused by devaluation of the shares at the level of the acquirer. Such models resulted in a fully tax-neutral step-up and were applicable until 2000. With the change to the corporate income tax relief system in 2001, income realised from shares in other corporations was rendered tax free at the level of a corporate acquirer. This ruled out tax effective write-down of shares, which

was a crucial component of the acquisition models used in the former imputation system. Since the 2002 assessment period, a tax neutral step-up has no longer been possible in Germany.

In the context of loss carry-forward positions, under German tax law it has always been possible for a tax loss suffered by a corporation to be carried forward indefinitely. It can be set off against future taxable profits (Para 10d Income Tax Act). This gives rise to acquisition models involving “shell purchases” of corporations without economic substance but substantive tax loss carry-forward. As a result, the tax loss carry-forward was limited from 1990 on if more than 75 percent of the shares in a company were transferred and predominantly new business assets were added to the shell corporation. In 2000, the rules were tightened again and the ratio of the share transfer was lowered to 50 percent, but at the same time relief was implemented for corporate restructuring by new shareholders. From 2008 on, Para 8 sec. 4 Corporate Income Tax Act was replaced by a revised Para 8c Corporate Income Tax Act. According to this, tax loss carry-forward is limited depending on the change of ownership only. If more than 25 percent but less than 50 percent of total shares are transferred to new shareholders, the tax loss carry-forward is reduced by the same quota. If more than 50 percent of shares are transferred, the tax loss carry-forward is lost completely.

Concerning debt financing costs, another factor in tax planning is the financing of the acquisition. As interest on debt is generally tax-deductible, the acquirer’s tax planning generally aims to match interest expenses with operating earnings of the acquired company. Therefore, interest-bearing debt and operating assets must be brought together in one tax base. Basically, three options are available:

- Acquisition of the target company through an acquisition vehicle which is taking on the debt, followed by a merger of the target and the acquisition vehicle by up-stream or down-stream merger;
- Increase of debt leverage in the acquired company and transfer of the cash to the acquirer by loan or dividend, thereby shifting the debt from the acquirer to the target;
- Usage of a fiscal unit to offset of the acquired company’s taxable income against the taxable income of the acquirer.

From a fiscal perspective, the interest tax shield leads to a tax deficit if the lender is resident abroad. Therefore, the tax deductibility of interest is a subject of regulation which was

initially governed by Para 8a Corporate Income Tax Act. This provision referred only to payments for debt granted to a corporation by foreign shareholders. From tax year 2004 on, the provision has been adapted and extended to all shareholders. Under the amended rules, the deduction of interest was disallowed in so far as the granted debt exceeded 1.5 times the equity and the company was not able to provide arm's length documentation. As of the 2008 tax year, new earning stripping rules were implemented by Para 4h Income Tax Act, also applicable to corporations. The interest cap applies to all interest expenses, irrespective of whether the underlying debt was taken up from third parties or from shareholders. The threshold of tax deductible interest is calculated at 30 percent of EBITDA. Non-deductible interest expense may be carried forward to subsequent tax years.

Whereas in the context of mergers and acquisitions these curtailments of scope for reduction of tax burden through tax management all tended in one direction, the introduction of the shareholder relief system and, from 2008 onwards the 2008 Tax Reform, headed a different way, since it resulted in a significant reduction of corporate tax rates. In addition, also the progressive income tax rates were subject to frequent change. In combination with the 1999/2000/2002 tax reform, the following tax rates on income, corporate income, dividends, and capital gains result for the period 1997 to 2008.

Table 1: Tax rates in Germany (Source: Statistisches Bundesamt, KPMG Tax Survey)

Year	Corporation			Individual			
	Combined tax rate on income at corporate level	Corporate income tax rate	Combined tax rate on capital gains at corporate level	Combined tax rate on income at individual level	Combined tax rate on dividends at individual level	Combined tax rate on capital gains (private property)	Combined tax rate on capital gains business property)
	TR _{CORP}		TR _{DIV(CORP)}	TR _{INC}	TR _{DIV(IND)}	TR _{CG(PP)}	TR _{CG(BP)}
1997	57.50	45.00	57.50	55.92	55.92	0	55.92
1998	56.60	45.00	56.60	55.92	55.92	0	55.92
1999	52.30	40.00	52.30	55.92	55.92	0	55.92
2000	51.60	40.00	51.60	53.81	53.81	0	53.81
2001	38.36	25.00	1,92	53.81	53.81	0	53.81
2002	38.36	25.00	1,92	51.17	25.58	0	25.58
2003	39.58	26.50	1,98	51.17	25.58	0	25.58
2004	38.29	25.00	1,91	47.48	23.74	0	23.74
2005	38.31	25.00	1,92	44.31	22.16	0	22.16
2006	38.34	25.00	1,92	44.31	22.16	0	22.16
2007	38.36	25.00	1,92	47.48	23.74	0	23.74
2008	29.51	15.00	1,48	47.48	28.49	0	28.49

Top tax rate*

4 Tax relevance of capital gains, depreciation and amortization

4.1 Significance of income tax effects for transaction prices

Under the German tax provisions as discussed above, a major income tax issue during the acquisition of a company will be capital gains taxation. When weighing up the options available, a vendor facing capital gains taxation upon possible sale will ask for a higher transaction price to compensate this additional income tax on the sales gain, as compared to retaining his shares. This “lock-in” effect will in theory not only increase transaction prices but might also have unsettling effects on the M&A market if there is no corresponding benefit on the part of the acquirer allowing him to accommodate the asking price that includes tax on capital gains realised by the vendor. No such benefit in terms of tax is available to acquirers holding their shares in private property. An acquirer holding his shares in business property, however, may claim tax effective depreciation of the acquisition price, if

available. Where the acquirer is a corporation, under the exemption system such depreciation is only available on the level of their own shareholders and depends on the facts and circumstances at this level. In any case, it has to be taken into account that tax benefits resulting from depreciation of the share value upon distribution of retained reserves occur at a later point in time and, therefore, should be considered at net present value of this benefit, i.e., not compensating in full for the gross-up on the target value for capital gains tax purposes on the vendor side.

On the other hand, an acquirer is likely to take into account his own possible future capital gains taxation if and when he resells the target, which will have the counter-effect of reducing his marginal price ("capitalization effect"). Since this possible future capital gains taxation is dependent on a further increase in the market value and can only take place at a later point in time, such value is highly uncertain and to be discounted to date.

Against this background, our study examines the impact of capital gains taxation and tax benefits resulting from write-down of purchase prices in M&A transactions. The question is to what extent capital gains taxation or tax depreciation benefits at the side of the acquirer, increased the transaction prices paid. The second issue we address concerns the consequence of participation by more than one bidder in the bargaining process. Finally, we address the question to what extent capital gains taxation and tax depreciation benefits indeed increased the transaction prices paid or, as far as the capitalization effect on the part of the acquirer is concerned, had a lowering effect.

4.2 Pricing effects from income taxation

In order to throw light on the first issue we consider an M&A situation according to which a vendor factors the net present value of the shares and deal transaction costs into his marginal price. Among these transaction costs, a possible tax on capital gains plays a prominent role resulting in the lock-in effect. This refers to the fact that taxation of capital gains reduces net income of the vendor from the sale of his shares in a corporation and thus reducing the incentives of the vendor considering a sale of his shares. However, the vendor might be willing to sell his shares if the tax on a capital gains being realized is calculated into, and paid for by, the selling price. Thus, a rise in tax rate on capital gains will lead to a need for greater compensation of tax on capital gains, having the effect of higher share prices negotiated and observed in a transaction. This leads us to formulate the following hypothesis 1

Hypothesis 1: Taxation of individual capital gains may have resulted in an increase of the transaction price negotiated between the two parties to the transaction.

On the other hand, the acquirer takes account of the net present value including possible synergies, possible tax and other benefits, and considers any tax on future capital gains at their fair market value, if relevant. Therefore, tax benefits from tax management of the acquirer have an immediate impact on the annual tax bill of the acquirer and/or the target company after the transaction and, hence, on his marginal price at discounted values. For purposes of simplification, however, and without loss of generality, it is assumed in our study that all tax benefits are realized immediately post acquisition so no discount is assumed here.²³⁷ This leads us to formulate the following hypothesis 1B.

Hypothesis 1B: The tax benefits on the part of the acquirer may have increased the transaction price between the acquirer and the vendor.

4.3 Multiple bidders

Company acquisition models frequently start with the assumption that vendor and acquirer take an equal share in the range between their marginal prices (the price premium). This is the bargaining outcome as proposed by Nash (Nash, J.F., 1950). Transaction practice, however, often tells a different story, in which the pre-conditions for the Nash bargaining solution are not fulfilled. This is already the case when on the acquiring side several potential buyers make a bid for the same target company. In this situation, it is more realistic to take into account the competition playing out among bidders when assessing the shares α and $1 - \alpha$ (share of the vendor and the acquirer in the price premium).

The significance of this bidder competition for the transaction price is discussed in the context of various game theoretical auction models. Where the transaction takes place on the basis of a 'Dutch auction' (first-price-sealed bid), the bidder making the highest offer wins; his offer also determines the purchase price. His strategy is to offer a price that lies below his marginal price. In the context of an 'English auction' (Vickrey auction, second-price-sealed bid) it is likewise laid down that the bidder making the highest offer wins; but in this case, the purchase price is determined on the basis of the offer made by the bidder

²³⁷ In this regard see for example Haufler/Norbäck/Persson (2011).

offering the second highest price (Barron (2013)). Here, it is advantageous for the bidder to offer their own marginal price.

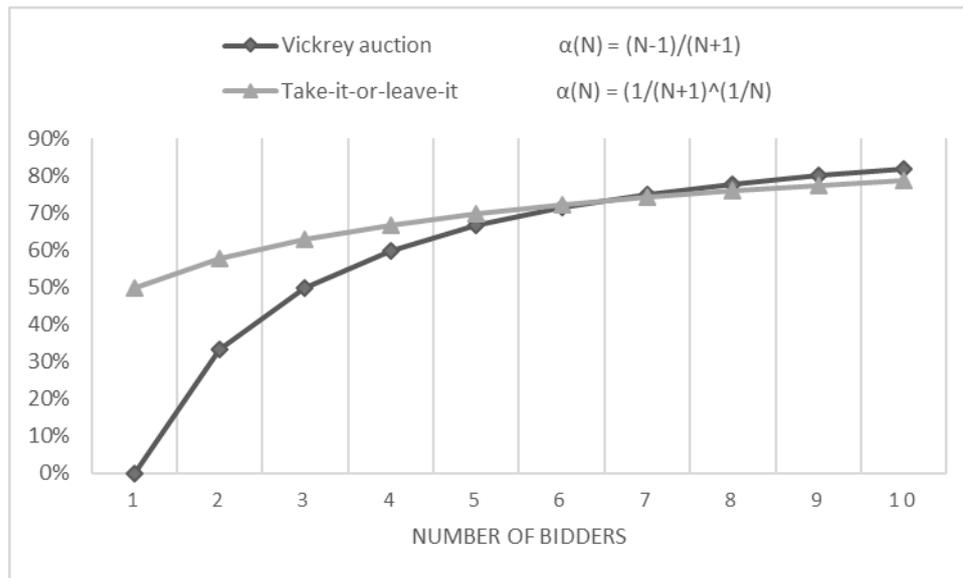
Under the Revenue Equivalence-Theorem postulated by Vickrey (1961), both models accept that in the event of there being only one bidder, the optimal auction price coincides with the marginal price of the vendor. Besides of emergency sales, this result appears not to be typical for company acquisitions. Therefore, we assume in the following that purchase price negotiations are best described using the ‘take-it-or-leave-it’ model (see Barron (2013)). According to this model, the vendor of the company asks a fixed price p . This asking price will be set at or above the marginal price of the vendor MP^V . The potential acquirer will agree to go ahead with the purchase at this price, if his own marginal price MP^A is equal to or higher than the vendor’s asking price. The vendor realises a profit only if a potential acquirer makes an offer at that price. This will be the case only if at least one potential acquirer accepts the asking price. The vendor expects that a number N of potential acquirers with a random distribution of marginal prices MP_1^A to MP_N^A is participating. The task of the vendor is to fix the asking price in such a way that his profit is maximized. Using the ‘take-it-or-leave-it’ model, the share α of the vendor in the price premium depending of the number N of potential acquirers assumes:

$$\alpha^N = \left(\frac{1}{N+1} \right)^{1/N}.$$

The advantage of using this term is that for $N = 1$, the transaction price corresponds to the Nash bargaining solution. The greater the number of potential acquirers N , the higher the vendor’s asking price, increasing his share α^N in the premium to be distributed between the parties.

The following diagram compares the results for α depending on the number of bidders based on the auction models set out above.

Figure 1: Results for α^N in % depending on the number of bidders N



From this scenario, we formulate the following hypothesis 2, using the term α^N to take account of multiple bidders when testing this hypothesis in the course of our econometric analysis later in this paper.

Hypothesis 2: Where more than one bidder competes for the target, the vendor's share in the price premium increases with the number of bidders.

4.4 Capitalization effect

Since income from shareholding may consist of both dividends and capital gains, theory suggests that a potential acquirer calculating his marginal price not only takes taxation of dividends into account but also looks at the tax consequences of possible future capital gains (capitalization effect). This holds even more so if capital gains constitute a significant part of the returns to the acquirer. In this context, it is suggested that the capitalization effect on the part of the acquirer will lead to a negative sign and thus have a lowering effect on the transaction price. This leads us to formulate the following hypothesis 3.

Hypothesis 3: The possible future capital gains taxation on resale of the target by the acquirer is expected to have the counter-effect of reducing his marginal price.

5 Empirical Analysis

5.1 Database

Tax data on companies in Germany is not publicly accessible. Therefore, our empirical analysis is based on the M&A database ZEPHYR and the financial database AMADEUS both of which are made available by "Bureau van Dijk Electronic Publishing" (BvDEP). Both databases include identification numbers for each company. First, M&A data for relevant acquisitions during the observation period 1997 to 2008 was taken from the database ZEPHYR. As a next step, for all companies subject to an acquisition, financial data from the AMADEUS database was incorporated. Where both consolidated and unconsolidated data was available, the former information was used. The information drawn from the two databases was linked by the identification number generating a common set of data including information on both transactions and financial statements.

For additional data concerning the number of bidders during an acquisition process, the M&A database "Mergermarket" provided by Mergermarket Group was also scrutinised for information.

It is assumed that when planning a transaction both vendor and acquirer use the most up-to-date financial information available to determine the marginal price they are willing to pay or accept. Common business valuation models use financial data reported for past periods as a basis for a forecast. For the analysis we assume that parties to the transaction use financial data of the year prior to the particular transaction. As this approach requires only one prior year for assessment, it helps to maximize the number of observations available and minimize any distortion of the financial data involved.

After matching the data from the databases Amadeus, Zephyr and Mergermarket, we clean the resulting data sets as follows. We drop any observations where core financial data is missing, such as the amounts on total assets operating revenue, EBIT and EBT. We also drop observations where the share transferred is below one percent, as this is considered a private transaction from which a company value cannot be derived seriously. Finally, we drop outliers at the five percent level as the database includes some unique observations i.e. the take-over of Mannesmann through Vodafone in 2000.

After eliminating all cases where financial data is lacking, the final set of data includes 446 records for which both the transaction price is known and financial information for the year prior to the transaction is available. This corresponds to approximately 4.6 percent of all acquisitions made during this period in Germany (9,700 records) and 20.4 percent of the transactions with specified transaction prices (2,182 records).

The ZEPHYR database is not a representative survey, but relies on information voluntarily submitted by companies involved in a transaction and their advisers. This is the reason for a high proportion of transactions for which no price is revealed. However, from the distribution – in terms of volume and time – of the transactions included in the final data set there is no indication of any distortion to the data.

Table 2: Overview of available data

Year	German transactions			Vendor			Acquirer		
	Number of transactions (total)	Price indications	Relevant AMADEUS information	Corporation	Foreign corporation	Individual or partnership	Corporation	Foreign corporation	Individual or partnership
1997	336	56	2	2	0	0	2	0	0
1998	968	128	7	7	0	0	7	1	0
1999	1.911	240	15	14	3	1	15	3	0
2000	777	199	23	22	2	1	23	10	0
2001	738	184	18	18	2	0	18	9	0
2002	752	193	29	29	2	0	29	11	0
2003	692	177	31	28	2	3	29	15	2
2004	667	204	48	43	9	5	48	28	0
2005	890	282	61	58	12	3	59	32	2
2006	965	238	94	82	14	12	93	51	1
2007	984	265	112	105	16	7	110	61	2
2008	20	16	6	6	1	0	6	3	0
Total	7,791	2,182	446	414	63	32	439	224	7

Availability of data increases in the second half of the observation period. This can be explained by efforts by the EC to increase publicity of financial data, resulting in an EU Directive²³⁸. This directive was implemented in German law effective for the fiscal years

²³⁸ Council Directive 90/605/EEC of 8 November 1990 amending Directive 78/660/EEC on annual accounts and Directive 83/349/EEC on consolidated accounts as regards the scope of those Directives

beginning 1999 for corporations and 2000 for business partnerships²³⁹. As from this point in time, any breach of disclosure obligations has been effectively sanctioned. From 2000 on, the transparency and availability of financial information improved significantly. In 2008, the number of M&A transactions in Germany fell sharply, which may have been connected with the global financial crisis. Reports show that from 2009 on, M&A transaction prices also declined for this reason.²⁴⁰ We therefore limited our observation period for this study to the twelve years from 1997 to 2008, in order to exclude from our analysis any potentially distorting effects associated with the financial crisis.

It can be observed that in the first and the last two years under review, the proportion of vendors and acquirers in the legal form of an individual or partnership was low. On the other hand, the corporation is the dominant legal form of acquirers throughout this period. Furthermore, it can be observed that the proportion of transaction partner resident abroad increases over the course of the observation period.

5.2 Regression and descriptive statistics

The factors affecting the transaction price are examined using linear regression analysis. We employ variables derived from the M&A and financial data of each observation for our regression model. To ensure that there is a linear relationship between the dependent variable and each of the independent variables included as well as between the dependent variable and the independent variables collectively, we apply the natural logarithm to all numeric variables. The regression equation is formulated as follows:

$$\text{COMPANYVALUE} = \beta_0 + \beta_1 \times S_i + \beta_2 \times X_i + \beta_t + \beta_{\text{IND}} + \varepsilon$$

The dependent variable COMPANYVALUE is the logarithm of the company value derived from the transaction price divided by the percentage of shares in the individual target company transferred in the transaction observed. In M&A practice this variable is referred to as “equity value”, indicating how the equity of the acquired company is valued.

Independent variables S_i are defined for individual tax effects of the transaction observed. In the group S_i , different tax variables are estimated by application of relevant tax rates and tax bases. As the income tax bases are not publicly available, tax bases are derived also from

²³⁹ KapCoRiLiG (“Act to Improve the Disclosure of Annual Returns and to Change other Commercial Regulations”) dated February 24, 2000, BGBl I 2000, 154.

²⁴⁰ See, for example, ZEW M&A Report October 2008, May 2009, and October 2009.

financial data of the last financial year before the transaction took place, also taking into account the income tax legislation applicable at the transaction date. The lack of publicly available tax data leading to use of financial data in its place as a proxy is a common limitation of empirical studies in the area of taxation (Shackelford and Shevlin, 2001). However, as the tax base of the target companies is estimated based on data from the prior to the transaction, potential differences between book and taxable income are not affected by the transaction itself.

The variable `RETAINED_RESERVES_RATIO` measures the extent of the individual retained reserves included in the equity of the target. This value is not expected to correlate with the purchase price as it represents only a part of the accounted equity depending of the extent of internal financing. However, retained reserves will contribute to taxable capital gains of the vendor, thus including a deferred tax burden which results in a lock-in effect for the shareholder seeking to sell their shares. The lock-in effect is then measured by the variable `RETAINED_RESERVES_VENDOR_TAXED` which applies the tax rate of the vendor to the retained reserves depending on the respective tax regime in the year of the transaction. The variable `RETAINED_RESERVES_SHAREHOLDER_VENDOR_TAXED` also includes the tax cost at the level of the shareholder of the vendor company's shareholder assuming that capital gains are fully distributed to the shareholders where the vendor is a corporation. Finally, in the case that the vendor is a corporation, the variable `RETAINED_RESERVES_TOTAL_VENDOR_TAXED` combines the tax burden on the capital gain both from retained reserves at the level of the vendor and at the level of its shareholders.

Besides retained reserves shown in the financial statement, the lock-in effect is also driven by hidden reserves. By selling the shares, the vendor receives compensation for the hidden reserves as part of the purchase price. However, other than the purchase price constituting the dependent variable itself, no reliable indicators for hidden reserves exist in the financial statement data, thus neither hidden reserves nor their tax effects can be identified or measured.

Table 3: Descriptive statistics of the dependent variable and independent tax variables

Name	Description	Scale	Mean	SD	Min	Max
COMPANY VALUE	Dependent Variable: Logarithm of the company value derived from the transaction price divided by shares transferred.	Numeric	11.6237	1.8624	6.5916	16.6087
RETAINED RESERVES	Logarithm of retained reserves of the target as an indicator for the vendor's capital gains resulting from undistributed reserves	Numeric	8.6111	4.1677	0.0000	15.2367
RETAINED RESERVES VENDOR TAXED	Logarithm of the applicable capital gains tax rate of the vendor on the retained earnings of the target representing the income tax burden of the vendor from capital gains tax on undistributed reserves.	Numeric	4.8909	3.9077	-2.8558	13.2735
RETAINED RESERVES SHAREHOLDER VENDOR TAXED	Logarithm of the income tax burden at the level of the shareholder of the vendor in case the vendor is a German corporation assuming that gains are fully distributed.	Numeric	5.3986	4.4747	-0.4085	13.8735
RETAINED RESERVES TOTAL VENDOR TAXED	Logarithm of the accumulated income tax burden at the level of vendor as well as of the shareholder of the vendor in case the vendor is a German corporation.	Numeric	6.3247	4.5003	-0.3255	13.9480
RETAINED RESERVES ACQUIRER TAXED	Logarithm of the applicable corporate income tax rate on the retained earnings of the target showing income tax savings of acquirer resulting from a step-up.	Numeric	5.6661	3.4473	-2.8558	14.0281
TAXLOSS CFWD ACQUIRER TAXED	Logarithm of the nominal value of applicable corporate income tax on negative retained earnings of the target allowed under the tax-loss carry-forward rules in the respective tax year indicating tax savings of the acquirer resulting from tax-loss carry-forward.	Numeric	-0.7286	2.2447	-11.2660	0.9600
ACQUIRER EXIT TAXCOST EST	Logarithm of the applicable capital gains tax rate on the EBIT of the target which is the driver of future capital gains of the acquirer. This term reflects the estimated income tax burden on future dividends and capital gains and thus represents the capitalization effect.	Numeric	2.3116	3.6966	-1.5071	12.2526

However, it may be possible for an acquirer to step up the book values of the assets employed in the target company to their pro rata market value (corresponding in total to the sales gains of the vendor). In so doing the acquirer can realize a tax benefit at the level of the target. The variable `RETAINED_RESERVES_ACQUIRER_TAXED` measures the accumulated value of future tax savings by applying the tax rate at the level of the target to the retained reserves if a step-up was allowed in the year of transaction.

Furthermore, the pricing effect of tax savings from tax-loss carry-forward is measured by the variable TAXLOSS_CFWD_ ACQUIRER_TAXED. We use the accounted negative retained earnings as a proxy for tax loss carry forward. On this proxy, the nominal corporate income tax rate is applied as future tax savings are estimated by the acquirer to be realized at this rate.

Finally, to measure potential future capital gains taxation to which the acquirer may become subject, the variable ACQUIRER_EXIT_TAXCOST_EST estimates the potential future capital gains tax burden by applying the acquirer's exit tax rate to a proxy for the possible capital gains. EBIT representing the target company's profitability is used for this proxy.

Table 4: Descriptive statistics of independent non-tax variables

Name	Description	Scale	Mean	SD	Min	Max
SIZE 50	Control variable taking the value of 1 if the revenue of the target is below 50 million Euro to control for price variations depending on size, and 0 otherwise	Dummy	0.4350	0.4963	0.0000	1.0000
SIZE 250	Control variable taking the value of 1 if the revenue of the target is above 250 million Euro to control for price variations depending on size, and 0 otherwise	Dummy	0.2691	0.4440	0.0000	1.0000
SYN	Control variable taking the value of 1 if acquirer and target have the same NACE REV.2 Code and 0 otherwise	Dummy	0.5650	0.4963	0.0000	1.0000
QUALIFIED MAJOR STAKE	Control variable taking the value of 1 if more than 75 per cent of the shares in the target are acquired, and 0 otherwise	Dummy	0.9619	0.1917	0.0000	1.0000
FIXASSET	The logarithm of fixed assets of the target used as an indicator for the entity value.	Numeric	10.3090	2.5611	0.0000	15.8001
DEBT	The logarithm of financial debt of the target which will be deducted from the entity value.	Numeric	4.2696	4.6031	0.0000	14.1369
PROFTBLTY EBT	The logarithm of the EBT (earnings before tax) of the target which is used as an indicator for profitability.	Numeric	6.0354	4.5164	0.0000	14.8456
BIDDER RIVALRY NUMBER	Logarithm of the number of bidders taken from "Mergermarket" database. If no entry is identified, it is otherwise assumed that there is one bidder if the deal value is lower than 10 million Euro or above one billion Euro, otherwise two bidders assumed	Dummy	0.1633	0.3155	0.0000	1.6094
BIDDER RIVALRY TERM	Control variable transforming the number of bidders to a non-linear pricing function according to the take-it-or-leave-it model $(1/(1+N))^{(1/N)}$, represented in terms of its natural logarithm.	Dummy	-0.6592	0.0656	-0.6931	-0.3584

The group of independent control variables X_i represents typical transaction-specific M&A price drivers. These variables are derived from financial data of the target and from other information relating to the specific transaction. We control for the size of the company (SIZE 50 and SIZE 250), for synergies on the part of the acquirer (SYN) and for shares ultimately transferred to the acquirer in the form of qualified stake (more than 75 percent). Under the provisions of the German Stock Corporation Act this percentage share normally allows the holder to dominate the target (QUALIFIED MAJOR STAKE). To control for bidder rivalry, we investigated the number of bidders by examining the “Mergermarket” database taking additionally into account “rules of thumb” from M&A practice where data was lacking. However, since it is assumed that the number of bidders will not have a linear effect on the transaction price, the non-linear pricing function from the take-it-or-leave-it auction model is used for the variable BIDDER RIVALRY. The key financial ratios of the target are covered by the variables FIXED ASSET, DEBT, and PROFITBLTY EBT. The underlying assumption here is that an acquisition price paid per unit of the target’s revenue will increase if the individual financial ratios of the target improve. All financial ratios are based on financial data from the year prior to the transaction to minimize any endogeneity bias.

To ensure that the interaction terms used do not lead to multicollinearity, in addition to significance, VIF values (“Variance Inflation Factor”) are examined. VIF values greater than three were considered an indication of problematic multicollinearity but did not occur for tax and non-tax variables. We report heteroskedasticity-robust standard errors to reduce any bias on the standard errors from heteroskedasticity.

5.3 Results

5.3.1 Testing Hypothesis 1A

According to Hypothesis 1A the taxation of capital gains results in both a lock-in effect and in an increase of the transaction price negotiated between acquirer and vendor. In order to investigate this hypothesis, we measured the lock-in effect using the variable RETAINED_RESERVES_VENDOR_TAXED as a factor of retained earnings and the tax rate of the vendor depending on the legal form concerned and the respective tax regime in the year of the transaction.

Table 5: Results of testing Hypothesis 1A

Independent Variables	Predicted Sign	1A_1	1A_2	1A_3
RETAINED RESERVES VENDOR TAXED	+	0.0539*** (0.0122)	0.0803*** (0.0243)	
RETAINED RESERVES SHAREHOLDER VENDOR TAXED	+		-0.0285* (0.0157)	
RETAINED RESERVES TOTAL VENDOR TAXED	+			0.0318*** (0.0075)
TAXLOSS CFWD ACQUIRER TAXED	+			
SIZE 50	+ / -	-0.4104*** (0.1067)	-0.4098*** (0.1077)	-0.4124*** (0.1073)
SIZE 250	+ / -	0.6111*** (0.188)	0.6146*** (0.1841)	0.623*** (0.1925)
FIXASSET	+	0.4423*** (0.0345)	0.441*** (0.0354)	0.4537*** (0.0342)
DEBT	-	-0.046*** (0.013)	-0.0448*** (0.012)	-0.0449*** (0.0131)
PROFTBLTY EBIT	+	0.0363*** (0.0094)	0.0366*** (0.0097)	0.0388*** (0.0095)
Observations		446	446	446
Adjusted R-squared		0.6747	0.6763	0.6713

Dependent variable is COMPANYVALUE. Regressions are estimated by ordinary least squares. Industry dummies and year dummies are included in all specifications. Reported standard errors are heteroskedasticity robust. ***, ** and * denote significance at the one percent, five percent and 10 percent level, respectively.

The model underlying Hypothesis 1A likewise shows high accuracy. Again, the non-tax control variables FIXASSET, DEBT and PROFTBLTY_EBT are significant and display factor results as typically observed in M&A practice. Furthermore, for small sized targets, we observe a significant deduction while large targets report a significant mark-up on the purchase price. This is in line with observations in practice.

As far as the tax effects are concerned, model specification 1A_1 shows that the variable RETAINED_RESERVES_VENDOR_TAXED has a significant impact. This variable represents the individual quantified tax burden of the vendor. The results indicate that an increase of the vendor's tax burden by 1 percentage points raise the transaction prices by 0.0539 percentage points. This is a relatively low factor value. However, in our observations the mean retained reserves taxed by the tax rate of the vendor amount to 35,142 kEUR, while the mean company value is 1,475,055 kEUR. Thus, if one unit of tax burden will result in one

unit of the purchase price, the elasticity of the means is equal to 0.0238.²⁴¹ Since the mark-up on the purchase price is subject to capital gains taxation at the level of the vendor, the elasticity of the vendor's tax burden is thus expected to be somewhat above 0.0238. So, the reported elasticity of 0.0539 is approximately twice the value expected.

This result is comparable to that found by Ayers, Lefanowicz and Robinson (2003) who report that the capital gains tax liability increases the takeover premium by a factor between 1.1 and 2.7 depending on the calculation of the proxy for capital gains derived from the market capitalization in the years before the transaction.

As we use financial data as a proxy for tax bases, our results further incorporate the fact that the purchase price is also affected by potential hidden reserves and hidden reserves taxation. While hidden reserves are not directly reported in the financial statements and thus cannot be observed reliably in the available financial data, the transaction data tells us that on average the market value of hidden reserves turns out to be 4.106 times as high as the average of reported reserves. Although the hidden reserves may not be fully taxable, our proxy for the vendor's capital gains tax burden might even underestimate their actual tax liability. Comparing this factor with the factor value of the variable used in the regression, an increase in a vendor's tax burden may raise the transaction price, having the effect that the vendor is able to reflect their capital gains tax liability resulting from the sale of shares in the transaction price agreed.

As a vendor in the legal form of a corporation might also distribute capital gains to the share-holders, they may take into account income taxation upon distribution (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (2008)). Thus, the variable `RETAINED_RESERVES_VENDOR_TAXED` is joined in specification 1A_2 by the variable `RETAINED_RESERVES_SHAREHOLDER_VENDOR_TAXED`. The effect of this variable is however not significant, although factoring income taxation upon a subsequent distribution of capital gains into the vendors purchase price considerations is preferable (Jonas, Löffler, and Wiese (2004)). Again, we cover all tax effects at the level of the vendor by the variable `RETAINED_RESERVES_TOTAL_VENDOR_TAXED`, which reports positive significance driven by the tax burden at the immediate vendor level.

²⁴¹ 35,142 kEUR/1,475,055 kEUR.

Based on these findings, it may be concluded that the tax burden of the acquirer resulting from a release of retained reserves has an upward impact on the transaction price, thereby confirming Hypothesis 1A.

5.3.2 Testing Hypothesis 1B

According to Hypothesis 1B, tax advantages for the acquirer result in an increase of the transaction price negotiated with the vendor. Specification 1B_1 includes the basic variables as well as additional variables for synergies and qualified major stakes which are relevant from the perspective of the acquirer. Again, the size of the company becomes a relevant pricing factor for small targets represented by variable SIZE_50. To investigate the tax benefits of the acquirer, we employ the variable RETAINED_RESERVES_ACQUIRER_TAXED. This applies the corporate income tax rate of the relevant year to the retained reserves of the target provided that the applicable tax system allows for a tax-effective step-up by the acquirer. The fact that reserves can be converted by the acquirer into depreciation has a positive effect on the transaction price, as expressed by the hypothesis. Increasing these benefits to the acquirer by 1 percentage point causes the transaction price to climb by 0.1196 percentage points. As the mean tax benefit of all observations is 37,482 kEUR compared to a mean company value of 1,475,055 kEUR, the calculated elasticity is 0.0254. Again, the variable shows a relatively high factor value. This might again be explained by the existence of hidden reserves which would also be subject to step-up, if allowed under the tax system applicable.

Specification 1B_2 is expanded to include the interaction term TAXLOSS_CFWD_ACQUIRER_TAXED which is identified as a relevant tax benefit for the acquirer. The impact is also significant exerting an upward effect on the transaction price, as set out in Hypothesis 1B. However, if the tax loss is included in specification 1B_3 together with the tax benefit of the acquirer, the variable TAXLOSS_CFWD_ACQUIRER_TAXED no longer shows significance indicating that the result is not stable.

As a result, it can be demonstrated that certain tax benefits to the acquirer exert the expected upward effect on the transaction price. This holds in particular for a tax-effective step-up where this can be achieved by way of a legally permissible tax-driven restructuring, as was common in M&A practice during the observation period. A tax loss carry-forward may also have a positive impact on the transaction price. This may be traced back to prospective income tax savings by the target. Therefore, Hypothesis 1B can also be confirmed.

Table 6: Results of testing Hypothesis 1B

Independent Variables	Predicted Sign	1B_1	1B_2	1B_3
RETAINED RESERVES ACQUIRER TAXED	+	0.1196*** (0.0179)		0.1391** (0.04585)
TAXLOSS CFWD ACQUIRER TAXED	+		0.0656*** (0.0179)	0.0416 (0.0269)
SYN	+	0.1961*** (0.0891)	0.2048*** (0.0779)	0.2094*** (0.0724)
QUALIFED MAJOR STAKE	+	-0.4075 (0.3499)	-0.3663 (0.3644)	-0.3146 (0.3591)
SIZE 50	+ / -	-0.3617*** (0.1049)	-0.4103*** (0.1054)	-0.419*** (0.1065)
SIZE 250	+ / -	0.5869*** (0.1863)	0.6471*** (0.1968)	0.608*** (0.188)
FIXASSET	+	0.3881*** (0.0326)	0.469*** (0.0341)	0.4476*** (0.0361)
DEBT	-	-0.0406*** (0.0127)	-0.0382*** (0.0129)	-0.0424*** (0.0129)
PROFTBLTY EBT	+	0.0312*** (0.0099)	0.0375*** (0.0111)	0.0338*** (0.0103)
Observations		446	446	446
Adjusted R-squared		0.6896	0.6764	0.6799

Dependent variable is COMPANYVALUE. Regressions are estimated by ordinary least squares. Industry dummies and year dummies are included in all specifications. Reported standard errors are heteroskedasticity robust. ***, ** and * denote significance at the one percent, five percent and 10 percent level, respectively.

5.3.3 Testing Hypothesis 2

5.3.3.1 Regression results

According to Hypothesis 2, the vendor's tax costs and the acquirer's tax benefits correspond and thus drive the acquisition price in the same direction. In this final specification 2, tax factors of both the vendor and the acquirer are taken into account.

The variable `RETAINED_RESERVES_VENDOR_TAXED` is included in the Specification 2_1, while the variable `RETAINED_RESERVES_ACQUIRER_TAXED` is tested in specification 2_2. The retained reserves are factored in as a proxy for the capital gains tax base from the perspective of the vendor and for the possible step-up potential from the perspective of the acquirer and prove to have a significantly positive effect on the transaction price. As expected in Hypothesis 2, the results show that both effects work in the same direction. The tax costs of the vendor have a higher factor value and thus a higher price-driving effect on the transaction price compared to the tax benefits of the acquirer. They also show a higher coefficient of determination. As discussed above, this might result from a lower net present value of the acquirer's tax benefits.

In line with the models illustrated above, target-specific factors for size, synergies and qualified major stake are included. Furthermore, the non-tax variable `BIDDER_RIVALRY_TERM` is added to control for the interaction process between vendor and acquirer during acquisition. The variable is derived from the number of bidders involved in the individual acquisition process and is incorporated using a non-linear pricing function according to the take-it-or-leave-it model.

In specification 2_3, both a proxy for the tax burden of the vendor, represented by the variable `RETAINED_RESERVES_VENDOR_TAXED`, and a proxy for the tax benefits of the acquirer, represented by the variable `RETAINED_RESERVES_ACQUIRER_TAXED`, are included. Although the proxy for the tax benefit of the acquirer dominates the regression, due to collinearity no significant statistical effect can be shown.

Table 7: Results of testing Hypothesis 2

Independent Variables	Predicted Sign	2_1	2_2	2_3
RETAINED RESERVES VENDOR TAXED	+	0.0503*** (0.0123)		0.0004 (0.0213)
RETAINED RESERVES ACQUIRER TAXED	+		0.117*** (0.0164)	0.1167*** (0.0295)
BIDDER RIVALRY TERM	+	2.6557* (1.2331)	2.6546* (1.2967)	2.6539* (1.2812)
SYN	+	0.2463*** (0.0681)	0.2259*** (0.0845)	0.2259*** (0.0835)
QUALIFIED MAJOR STAKE	+	-0.2899 (0.3122)	-0.4297 (0.3183)	-0.429 (0.3206)
SIZE 50	+ / -	-0.4568*** (0.0905)	-0.389*** (0.0916)	-0.3892*** (0.0943)
SIZE 250	+ / -	0.502*** (0.1994)	0.5086*** (0.1954)	0.5084*** (0.1952)
FIXASSET	+	0.4495*** (0.0365)	0.3935*** (0.034)	0.3935*** (0.0342)
DEBT	-	-0.0456*** (0.013)	-0.0416*** (0.0122)	-0.0416*** (0.012)
PROFTBLTY EBT	+	0.0377*** (0.0089)	0.0317*** (0.0098)	0.0316*** (0.0095)
Observations		446	446	446
Adjusted R-squared		0.6859	0.6974	0.6974

Dependent variable is COMPANYVALUE. Regressions are estimated by ordinary least squares. Industry dummies and year dummies are included in all specifications. Reported standard errors are heteroskedasticity robust. ***, ** and * denote significance at the one percent, five percent and 10 percent level, respectively.

As the variable is derived from the pricing formula used in the take-it-or-leave-it model resulting in a non-linear pricing function, it is used in its logarithmic form. Therefore, the factor value indicates the percentage rate at which the transaction price rises in relation to a one percent increase in the number of bidders. This reveals that, for example, in the presence of two bidders rather than one, this one hundred percent increase raises the variable from 0.5000 by 0.0774 to 0.5774 which is an increase of 15.47 percentage points. Driven by the elasticity of 2.6557 reported for example in specification 2_1, even a simple bidder competition of two bidders may increase the transaction price by about 41.08 percentage points. For further insights on the influence of bidder rivalry, additional regression results for varying settings and variables for bidder rivalry are reported in the Annex.

5.3.3.2 Robustness checks

Due to the size of the database our regression is generally susceptible to outliers. To assess the validity of our regression results, we calculate the standardized residuals and exclude those observations with residual values exceeding the +/- one per cent-level of the standard normal distribution. The remaining observations are used to retest our hypotheses according to model specifications 2_1, 2_2 and 2_3.

Table 8: Results of retesting Hypothesis 2 excluding outliers (one per cent-level)

Independent Variables	Predicted Sign	2_1 No outlier one per cent	2_2 No outlier one per cent	2_3 No outlier one per cent
RETAINED RESERVES	+ / -			
RETAINED RESERVES VENDOR TAXED	+	0.0298 (0.0167)		-0.0091 (0.0197)
RETAINED RESERVES ACQUIRER TAXED	+		0.1109*** (0.0124)	0.1211*** (0.0199)
BIDDER RIVALRY TERM	+	4.1394*** (1.0187)	3.6568*** (0.9897)	3.7596*** (0.9968)
SYN	+	0.2173*** (0.0589)	0.1919*** (0.0641)	0.1772*** (0.0697)
QUALIFED MAJOR STAKE	+	-0.325 (0.3063)	-0.4792 (0.3118)	-0.4839 (0.3073)
SIZE 50	+ / -	-0.3483*** (0.08)	-0.306*** (0.0724)	-0.3212*** (0.0835)
SIZE 250	+ / -	0.3925*** (0.1784)	0.4096*** (0.1757)	0.4013*** (0.1697)
FIXASSET	+	0.5014*** (0.0283)	0.4423*** (0.0203)	0.4396*** (0.0219)
DEBT	-	-0.0358*** (0.0124)	-0.0417*** (0.0121)	-0.0429*** (0.0121)
PROFTBLTY EBT	+	0.05*** (0.0116)	0.0435*** (0.0108)	0.0439*** (0.0108)
Observations		436	436	435
Adjusted R-squared		0.7424	0.7546	0.7584

Dependent variable is COMPANYVALUE. Regressions are estimated by ordinary least squares. Industry dummies and year dummies are included in all specifications. Reported standard errors are heteroskedasticity robust. ***, ** and * denote significance at the one percent, five percent and 10 percent level, respectively.

As expected, the R-squared rises noticeably for the modified set of data. The influence of the variable `RETAINED_RESERVES_VENDOR_TAXED` still shows a positive effect on the purchase price; however, the significance is lost. The tax variable `RETAINED_RESERVES_ACQUIRER_TAXED` tested in model specification 2_3 still shows a significant factor value of 0.1109. Yet the coefficient continues to exceed values that are justified in the light of given balance sheet data. Again, this may only be explained by the existence of hidden reserves not shown in the financial statements. Here, too, the specification 2_3 fits best where the R-squared rises to 0.59. As discussed above, the potential tax benefits for the acquirer drive the acquisition price more intensively due to probable competition on the buyer side. This continues to have a positive, though not significant, effect.

As the outliers excluded from this specification do not result from data entry errors and originate from the same set of data, we have no compelling reason to revise the original regression results reported in the previous section. Even when these observations are excluded from the data set, the main results of our analysis remain constant, and are therefore robust in this perspective.

Scrutiny of the descriptive statistics shows that the dependent variable `COMPANYVALUE` has a distribution with extreme minimum and maximum values. As a second robustness check designed to remove possible distortions, the winsorization procedure is used for the lowest one percent and highest one percent of the dependent variable values. By this method the deal data concerned remains in sample but the values are condensed to the 1-percentile and 99-percentile values of the underlying distribution, respectively.

This allows their low or high values to influence the analysis but to a reduced extent compared to the extreme minimum and maximum values of the original data. Again, the main results of the analysis are not influenced and can, therefore, be considered as robust in this perspective.

Table 9: Results of retesting Hypothesis 2 using the winsorized dependent variable (one per cent-level)

Independent Variables	Predicted Sign	2_1 Winsorized one percent	2_2 Winsorized one percent	2_3 Winsorized one percent
RETAINED RESERVES	+ / -			
RETAINED RESERVES VENDOR TAXED	+	0.049*** (0.012)		-0.0008 (0.021)
RETAINED RESERVES ACQUIRER TAXED	+		0.1159*** (0.0161)	0.1165*** (0.0293)
BIDDER RIVALRY TERM	+	2.6786*** (1.2042)	2.6754* (1.2638)	2.6768* (1.2486)
SYN	+	0.2401*** (0.0621)	0.2199*** (0.078)	0.2198*** (0.0772)
QUALIFED MAJOR STAKE	+	-0.2913 (0.3124)	-0.4292 (0.318)	-0.4304 (0.3205)
SIZE 50	+ / -	-0.4542*** (0.0898)	-0.3871*** (0.0904)	-0.3867*** (0.0933)
SIZE 250	+ / -	0.5041*** (0.1971)	0.5102*** (0.1934)	0.5105*** (0.1932)
FIXASSET	+	0.4455*** (0.0352)	0.3896*** (0.0327)	0.3896*** (0.0329)
DEBT	-	-0.0441*** (0.0121)	-0.0402*** (0.0113)	-0.0401*** (0.0111)
PROFTBLTY EBT	+	0.0378*** (0.0088)	0.0317*** (0.0098)	0.0317*** (0.0094)
Observations		446	446	446
Adjusted R-squared		0.6875	0.6991	0.6991

Dependent variable is COMPANYVALUE. Regressions are estimated by ordinary least squares. Industry dummies and year dummies are included in all specifications. Reported standard errors are heteroskedasticity robust. ***, ** and * denote significance at the one percent, five percent and 10 percent level, respectively.

5.3.4 Testing Hypothesis 3

According to Hypothesis 3, the capitalisation effect at the level of the acquirer will result in a reduction in the marginal price he is willing to pay and will thus have a lowering effect on the negotiated price. As the potential capital gains on the part of the acquirer will be assessed from the value of the target upon a later exit, and this value is determined to a large

extent by the target company's profitability, this profitability can be regarded as the major factor determining the prospective tax payment on capital gains upon exit, pulling down the bidder's marginal price. Thus, we use the earnings before taxes and interest of the target as an indicator for future capital gains and apply the expected capital gains exit tax rate of the acquirer, depending on the latter's legal form.

The variable ACQUIRER_EXIT_TAXCOST_EST is added to the model setting 2_2 used earlier to test Hypothesis 2, which turned out to measure with the highest degree of certainty the lock-in effect based on the vendor's tax costs.

Table 10: Results of retesting Hypothesis 3

Independent Variables	Predicted Sign	H_3_1	H_3_2	H_3_3	H_3_4
RETAINED RESERVES ACQUIRER TAXED	+	0.117*** (0.0164)	0.1155*** (0.0153)		0.115*** (0.0178)
RETAINED RESERVES SHARE-HOLDER ACQUIRER TAXED	+		0.0022 (0.0117)		
ACQIRER EXIT TAXCOST EST	-			-0.047*** (0.018)	-0.0444*** (0.0169)
BIDDER RIVALRY TERM	+	2.6546* (1.2967)	2.6528* (1.3074)	2.6978*** (1.1518)	2.5716* (1.2598)
SYN	+	0.2259*** (0.0845)	0.2276*** (0.0869)	0.2272*** (0.0855)	0.2072*** (0.0932)
QUALIFED MAJOR STAKE	+	-0.4297 (0.3183)	-0.428 (0.32)	-0.3284 (0.3265)	-0.4324 (0.3212)
SIZE 50	+ / -	-0.389*** (0.0916)	-0.3901*** (0.0936)	-0.4807*** (0.0837)	-0.4139*** (0.088)
SIZE 250	+ / -	0.5086*** (0.1954)	0.508*** (0.1937)	0.6073*** (0.2146)	0.5814*** (0.2012)
FIXASSET	+	0.3935*** (0.034)	0.3935*** (0.034)	0.4726*** (0.0395)	0.3895*** (0.0347)
DEBT	-	-0.0416*** (0.0122)	-0.0419*** (0.0128)	-0.0369*** (0.0139)	-0.0371*** (0.013)
PROFTBLTY EBT	+	0.0317*** (0.0098)	0.0317*** (0.0098)	0.0596*** (0.0086)	0.0449*** (0.011)
Observations		446	446	446	446
Adjusted R-squared		0.6974	0.6974	0.6854	0.7025

Dependent variable is COMPANYVALUE. Regressions are estimated by ordinary least squares. Industry dummies and year dummies are included in all specifications. Reported standard errors are heteroskedasticity robust. ***, ** and * denote significance at the one percent, five percent and 10 percent level, respectively.

It can be shown that the capitalization effect represented by the variable ACQUIRER_EXIT_TAXCOST_EST shows the expected negative sign, has a significant impact on the purchase price at the 1 per cent level. It also slightly improves the overall degree of model certainty. The variable is independent and does not show collinearity to the variable RETAINED_RESERVES_RATIO_VENDOR_TAXED, which represents the lock-in effect and is also significant at the one per cent level.

Both variables again show relatively high factor values. When assessing this result, it is again to be recalled that, as discussed above, the lock-in effect represented by RETAINED_RESERVES_RATIO_VENDOR_TAXED is measured based on book values taken from the financial statements. Furthermore, if we compare this factor value with the equity multiple, we find that on average, the market price of reserves reported in our dataset exceed the book value of reserves by a comparatively high factor of 4.106, supporting the plausibility of our results. If undistributed reserves reported in the financial statements correlate with hidden reserves not reported and, hence, not observable, this might explain the high factor value for the lock-in effect.

The variable representing the capitalisation effect is based on EBIT, showing an average elasticity of 0.047 on the M&A price realized. Our finding suggests that anticipated exit tax costs will have a curbing effect on the transaction price. Interpretation of this multiple has to take into account the fact that in our dataset the EBIT multiple calculated on the mean of EBIT values included in the database has the value of 35.00.

6 Conclusions

Income taxes have an impact on acquisition prices in the M&A market. Tax considerations influence the parameters of the valuations carried out by both parties to the transaction. It is frequently stated in literature that capital gains tax will influence the price the vendor or acquirer is willing to accept, resulting in a lock-in effect on the one hand and a capitalization effect on the other. These effects have already been examined empirically with respect to capital market prices. On the capital market, such effects only become evident close in time to a triggering event, since in later periods possible capital gains are expected to have been taken up in market prices (Huizinga, Voget, Wagner (2012)).

In an M&A scenario, however, no such market prices exist. Moreover, the impact of the acquirer's tax management alternatives is relevant in this context. If the vendor passes on capital gains income tax burden to the acquirer, the latter might be able to compensate this through individual tax benefits via tax-motivated post-acquisition restructuring steps, where such benefits are available. However, the acquirer must also take into account possible capital gains taxation on his own part.

The empirical analysis of data available on acquisitions from 1997 to 2008 in Germany confirms the notion that income taxes generally have a price effect on sales of shares in the M&A market. We are able to show that the consequences of capital gains taxation on the part of both the vendor and the acquirer factor into the market price. For the acquirer it is also significant whether reserves can be translated into depreciation. The more bidders are involved in a transaction, the more likely it is that, among other factors, tax consequences will have an upward effect on the transaction price ultimately paid.

Annex

To investigate the impact of competition between bidders, the regression used for testing Hypothesis 2 is then retested in varying model specifications. First, the variable for bidder rivalry is excluded. As shown in the following table, the results of the regression remain stable for all tax and non-tax variables, while the degree of certainty is slightly lower than in the model applied in section 0.

Table 11: Results of testing Hypothesis 2 without variable for bidder rivalry

Independent Variables	Predicted Sign	2_1 without variable for bidder rivalry	2_2 without variable for bidder rivalry	2_3 without variable for bidder rivalry
RETAINED RESERVES	+ / -			
RETAINED RESERVES VENDOR TAXED	+	0.0534*** (0.0129)		0.0035 (0.0226)
RETAINED RESERVES ACQUIRER TAXED	+		0.1196*** (0.0179)	0.1167*** (0.0318)
SYN	+	0.217*** (0.0707)	0.1961*** (0.0891)	0.1966*** (0.0872)
QUALIFIED MAJOR STAKE	+	-0.2633 (0.343)	-0.4075 (0.3499)	-0.4026 (0.3517)
SIZE 50	+ / -	-0.4311*** (0.1079)	-0.3617*** (0.1049)	-0.3635*** (0.107)
SIZE 250	+ / -	0.5788*** (0.1922)	0.5869*** (0.1863)	0.5852*** (0.1839)
FIXASSET	+	0.4443*** (0.0356)	0.3881*** (0.0326)	0.3882*** (0.0327)
DEBT	-	-0.0448*** (0.0134)	-0.0406*** (0.0127)	-0.0408*** (0.0125)
PROFTBLTY EBT	+	0.037*** (0.0093)	0.0312*** (0.0099)	0.031*** (0.0096)
Observations		446	446	446
Adjusted R-squared		0.6781	0.6896	0.6896

Dependent variable is COMPANYVALUE. Regressions are estimated by ordinary least squares. Industry dummies and year dummies are included in all specifications. Reported standard errors are heteroskedasticity robust. ***, ** and * denote significance at the one percent, five percent and 10 percent level, respectively.

In an alternative model specification, the variable BIDDER_NUMBER is tested. The variable reports the number of bidders competing in the transaction without applying any pricing function. Again, most non-tax control variables show significance with very similar factor values compared to the results in section 0. Also for the tax variables, the results of the regression remain stable. Again, the regression specification 2_3 shows the highest degree of certainty. For this specification, the factor value of the variable BIDDER_NUMBER indicates that increasing the number of bidders by one raises the transaction price by 55.25 per cent.

Table 12: Results of testing Hypothesis 2 with control variable for bidder number

Independent Variables	Predicted Sign	2_1 with control variable for bidder number	2_2 with control variable for bidder number	2_3 with control variable for bidder number
RETAINED RESERVES VENDOR TAXED	+	0.0503*** (0.0123)		0.0004 (0.0213)
RETAINED RESERVES ACQUIRER TAXED	+		0.117*** (0.0164)	0.1167*** (0.0295)
BIDDER RIVALRY NUMBER	+	0.5527* (0.2575)	0.5526* (0.2707)	0.5525* (0.2675)
SYN	+	0.2463*** (0.0681)	0.2259*** (0.0844)	0.2259*** (0.0835)
QUALIFIED MAJOR STAKE	+	-0.2898 (0.3121)	-0.4296 (0.3182)	-0.429 (0.3205)
SIZE 50	+ / -	-0.457*** (0.0904)	-0.3892*** (0.0916)	-0.3894*** (0.0943)
SIZE 250	+ / -	0.5016*** (0.1994)	0.5082*** (0.1955)	0.508*** (0.1953)
FIXASSET	+	0.4496*** (0.0366)	0.3935*** (0.034)	0.3935*** (0.0342)
DEBT	-	-0.0456*** (0.013)	-0.0416*** (0.0122)	-0.0416*** (0.012)
PROFTBLTY EBT	+	0.0377*** (0.0089)	0.0317*** (0.0098)	0.0316*** (0.0095)
Observations		446	446	446
Adjusted R-squared		0.686	0.6974	0.6974

Dependent variable is COMPANYVALUE. Regressions are estimated by ordinary least squares. Industry dummies and year dummies are included in all specifications. Reported standard errors are heteroskedasticity robust. ***, ** and * denote significance at the one percent, five percent and 10 percent level, respectively.

Finally, the test is repeated for the 70 observations where an actual value for the numbers of bidders could be derived from the Mergermarket database. The remaining observations where the number of bidders had to be approximated based on the size of the deal value were excluded. While the tax variables lose their significance in this small sample, the non-tax variables for the financial ratios of the target still show significance. The variable BIDDER RIVALRY TERM even reports an increased significance at the one per cent-level. However, due to the reduced number of observations the significance of the other variables decreases.

Table 13: Results of testing Hypothesis 2 with control variable for bidder number on all observations with available Mergermarket information

Independent Variables	Predicted Sign	2_1 with available Mergermarket information	2_2 with available Mergermarket information	2_3 with available Mergermarket information
RETAINED RESERVES VENDOR TAXED	+	-0.0298 (0.0437)		-0.0394 (0.0186)
RETAINED RESERVES ACQUIRER TAXED	+		-0.0002 (0.0902)	0.0238 (0.0841)
BIDDER RIVALRY TERM	+	2.5044* (0.8779)	2.5859*** (0.6963)	2.4879* (0.8758)
SYN	+	0.0184 (0.2099)	0.0275 (0.2558)	0.0094 (0.2391)
QUALIFED MAJOR STAKE	+	dropped*** (0)	dropped*** (0)	dropped*** (0)
SIZE 50	+ / -	-0.2485 (0.3005)	-0.2247 (0.248)	-0.245 (0.2773)
SIZE 250	+ / -	0.7299*** (0.073)	0.7197*** (0.1086)	0.713*** (0.1013)
FIXASSET	+	0.5536*** (0.0308)	0.5403*** (0.072)	0.5391*** (0.0636)
DEBT	-	0.0013 (0.0324)	-0.008 (0.0274)	0.0018 (0.0314)
PROFTBLTY EBT	+	0.0345 (0.0449)	0.0313 (0.0361)	0.0362 (0.0409)
Observations		70	70	70
Adjusted R-squared		0.8277	0.826	0.8282

Dependent variable is COMPANYVALUE. Regressions are estimated by ordinary least squares. Industry dummies and year dummies are included in all specifications. Reported standard errors are heteroskedasticity robust. ***, ** and * denote significance at the one percent, five percent and 10 percent level, respectively.

Thus, we may conclude that it should be advantageous for a vendor to create a competition scenario between potential bidders. This might lead not only to higher transaction prices based on well-known pricing effects of rivalry on the buyer-side, but also to a price surcharge associated with tax benefits on the part of the acquirer. In this case, the acquirer would transfer voluntary future tax benefits to the vendor in order to win the deal.

Literaturverzeichnis

Amihud, Y., Lev, B. (1981), Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, in: The Bell Journal of Economics, 12/2, 1981, S. 605-617.

Amoako-Adu, B., Rashid, M. und Stebbins, M. (1992), Capital gains tax and equity values: Empirical test of stock price reaction to the introduction and reduction of capital gains tax exemption, in: Journal of Banking & Finance, 16, issue 2, S. 275-287.

Arbeitskreis Bilanzrecht der Hochschullehrer Rechtswissenschaft (2008), Nochmals: Plädoyer für eine Abschaffung der umgekehrten Maßgeblichkeit, in: DStR 2008, S. 1057.

Armstrong, C.S., Blouin, J.L., Larcker, D.F. (2012), The incentives for tax planning. Journal of Accounting and Economics, Vol. 53, S. 391-411.

Auerbach, A. J., Hasset, K. A. (2006b), Dividend Taxes and Firm Valuation: New Evidence, Working Paper, University of California, Berkeley.

Auerbach, A.J., Hasset, K.A. (2005), The 2003 Dividend Tax Cuts and the Value of the Firm: An Event Study, Working Paper, University of California, Berkeley.

Auerbach, A.J., Hasset, K.A. (2006a), Taxing Corporate Income in the 21st Century, Cambridge 2006, S. 93-126.

Ayers, B.C., Lefanowicz, C.E., Robinson, J.R. (2007), Shareholder Taxes in Acquisition Activity: Evidence on the Lock-in Effect, in: Contemporary Accounting Research, S. 315-344.

Ayers, B.C., Li, O.Z., Robinson, J.R. (2008), Tax-Induced Trading around the Taxpayer Relief Act of 1997, in: Journal of the American Taxation Association, S. 77-100.

Barron, E.N. (2013), Game Theory: An Introduction, 2. Aufl., Hoboken, New Jersey.

Baule, R. (2011), The Order Flow of Discount Certificates and Issuer Pricing Behavior, in: Journal of Banking and Finance 35, S. 3120-3133.

Beck'sches Steuerberater-Handbuch 2015/2016, Kommentar, Deutsches wissenschaftliches Institut der Steuerberater e. V., 15. Aufl., Berlin.

Becker, J., Fuest, C. (2007), Taxing Foreign Profits with International Mergers and Acquisitions, WP 07/19, Oxford University Centre for Business Taxation (Diskussionspapier), Oxford 2007.

Beisel, W., Klumpp, H.-H. (2016), Der Unternehmenskauf, 7. Aufl., München.

Bell, L., Jenkinson, T. (2002), New Evidence of the Impact of Dividend Taxation and on the Identity of the Marginal Investor, The Journal of Finance Vol. LVII, NO. 3, S. 1321-1346.

Belz, T., Robinson, L.A., Ruf, M., Steffens, C. (2013), Tax Avoidance as a Driver of Mergers and Acquisitions, Working Paper, (URL: <http://ssrn.com/abstract=2371706>).

Berens, W., Brauner, H.U., Strauch, J. (2011), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 6. Aufl., Stuttgart 2011.

Bisle, M. (2013), Steuerklauseln in Unternehmenskaufverträgen, in: Steuerrecht kurzgefasst 2013, S. 204-209.

Blouin J.L., Ready, J.S., Shackelford, D.A. (2002), Equity Price Pressure from the 1998 Reduction in the Capital Gains Holding Period, in: Journal of the American Taxation Association, S. 70-93.

Blouin, J. L., Collins, J. H., Shackelford, D. A. (2005), Does Acquisition by Non-U.S. Shareholders Cause U.S. Firms to Pay Less Tax? In: Journal of the American Taxation Association 27, S. 25-38.

Blouin, J.L., Ready, J.S., Shackelford, D.A. (2003), Capital Gains Taxes and Equity Trading: Empirical Evidence, in: Journal of Accounting Research, S. 611-651.

Blumers, W., (1994) Gewerbesteuerliche Organschaft und ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung, in: DStR 1994, S. 45-49.

Blumers, W., Beinert, S., Witt, S. (2001), Unternehmenskaufmodelle nach der Steuerreform, in: DStR 2001, S. 233-239.

Blümich, M. (2016), EStG, KStG, GewStG, Loseblatt, Kommentar, 132. Aufl., München.

Bode, J., Hainz, G. (2005), Rückstellungen für Altersteilzeitverpflichtungen in der Steuerbilanz, in: Die Betriebliche Altersversorgung, S. 152.

- Bond, S.R., Devereux, M.P., Klemm, A. (2007), The Effects of Dividend Taxes on Equity Prices: A Re-examination of the 1997 U.K. Tax Reform, IMF Working Paper WP/07/204.
- Brennan, M.J. (1970), Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Tax Policy, in: National Tax Journal, S. 417-427.
- Bresnahan, T., Reis, P. (1985), Dealer and Manufacturer Margins, in: Rand Journal of Economics, 16, 1985, S. 253-268.
- Brühl, V. (2004), Unternehmensrestrukturierung: Strategien und Konzepte, Stuttgart.
- Bucerius, M., Schulze-Wehninck, R. (2004), Post-Merger-Integration: Typische Gestaltungsformen und ihre Erfolgsauswirkungen, in: Mergers & Acquisitions 2004, S. 518-524.
- Burmann, L.E., Clausing, K.A., O'Hare, J.F. (1994), Tax Reform and Realizations of Capital Gains in 1986, in: National Tax Journal, S. 1-18.
- Cook, K.A. (2007), Stock Price Reaction to a Reduction in the Capital Gains Tax Rate: Evidence from the Taxpayer Relief Act of 1997, University of Arizona, Working Paper.
- Dai, Z., Maydew, E., Shackelford, D.A., Zhang, H.H. (2008), Capital Gains Taxes and Asset Prices: Capitalization or Lock-in? in: The Journal of Finance, S. 709-742.
- Datta, D.K., Pinches, G.E., Narayanan, V.K. (1992), Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: a meta-analysis, in: Strategic Management Journal 13, S. 67-84.
- Devereux, M., Freeman, H. (1995), The impact of tax on foreign direct investment: Empirical evidence and the implications for tax integration schemes, in: International Tax and Public Finance, S. 85-106.
- Dötsch, E., Jost, W.F., Pung, A., Witt, G., Die Körperschaftsteuer (Kommentar) Loseblatt.
- Dreßler, D., Overesch, M. (2010), Investment Impact of Tax Loss Treatment – Empirical Insights from a Panel of Multinationals, ZEW Discussion Paper No. 10-097, Mannheim.
- Dreßler, D., Overesch, M. (2013), Investment Impact of Tax Loss Treatment – Empirical Insights from a Panel of Multinationals, in: International Tax and Public Finance 20, S. 513-543.
- Drukarczyk, J., Schüler, A. (2009), Unternehmensbewertung, 6. Auflage, München.

Economides, N., Salop, S. C. (1992), Competition and Integration among Complements, and Network Market Structure, in: *Journal of Industrial Economics*, S. 105-123.

Edwards, C., Lang, M.H., Maydew, E., Shackelford, D.A. (2004), Germany's Repeal of the Corporate Capital Gains Tax: The Equity Market Response, in: *The Journal of the American Taxation Association: Supplement*, S. 73-97.

Eilbott, P., Hersh, L. (1976), The Capital Gains Tax and the "Lock-in" Effect, in: *Nebraska Journal of Economics & Business*, S. 21-33.

Elschen, R., Siegel, T., Wagner F.W. (1995.), *Unternehmenstheorie und Besteuerung – Festschrift für Dieter Schneider*, Wiesbaden.

Elser, T. (2002), Asset deal versus share deal – Steuerlicher Vorteilhaftigkeitsvergleich und Preiswirkungen. Dargestellt am Beispiel der beabsichtigten Veräußerung einer 100%igen Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft durch eine natürliche Person, in: *DStR 2002*, S. 1827-1832.

Elton, E., Gruber, M. (1970), Marginal stockholders. Tax Rates and The Clientele Effect, in: *Review of Economics and Statistics* 52, S. 68-74.

Endres, D. (2003), Typische Holdingstrukturen anhand von Beispielfällen, in: *Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft 2003*, S. 56-63.

Endres, D., Oestreicher, A. (2000), 2001 Tax Reform in Germany – Planning for a New Era, in: *Intertax 2000*, S. 408-422.

Farell, J., Shapiro, C. (1990), Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis, in: *American Economic Review* 80 I, S. 107-126.

Feld, L. P., Ruf, M., Schreiber, U., Todtenhaupt, M., Voget, J. (2016) Taxing Away M&A: The Effect of Corporate Capital Gains Taxes on Acquisition Activity, CESifo Working Paper No. 5738.

Feldstein, M., Slemrod, J., Yitzhaki, S. (1980), The Effects of Taxation on the Selling of Corporate Stock and the Realization of Capital Gains, in: *Quarterly Journal of Economics*, S. 777-791.

- Feldstein, M., Yitzhaki, S. (1978), The Effects of Capital Gains Tax on the Selling and Switching of Common Stock, in: Journal of Public Economics, S. 17-36.
- Fudenberg, D., Tirole, J. (2002), Game Theory, Cambridge (MA).
- Grashoff, D. (2011), Steuerrecht, 7. Aufl., München.
- Grotherr, S. (2004), Einführung eines neuen Finanzierungskostenabzugsverbots beim fremdfinanzierten konzerninternen Beteiligungserwerb, in: DStR, S. 390-398.
- Grünwald U. (2005), Umfang der Unternehmereigenschaft einer Holding – Die nichtunternehmerische Sphäre: Phantom oder Realität, in: DStR 2005, S. 1377-1381.
- Guenther, D.A. (2001) Investor Reaction to Anticipated 1997 Capital Gains Tax Rate Reduction, University of Oregon, Working Paper.
- Guenther, D.A. (2001), Investor Reaction to Anticipated 1997 Capital Gains Tax Rate Reduction, University of Oregon, Working Paper.
- Guenther, D.A., Willenborg, M. (1999), Capital gains tax rates and the cost of capital for small business: evidence from the IPO, in: Journal of Financial Economics, S. 385-408.
- Gutenberg, E. (1958), Einführung in die Betriebswirtschaftslehre (Bd. 1): Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Wiesbaden.
- Hans, A. (2007), Unternehmenssteuerreform 2008: Kritik der Neuregelung über die Nutzung körperschaftsteuerlicher Verluste (§ 8c KStG), in: Finanz-Rundschau, S. 775 -781.
- Harberger, A. (1954), Monopoly and Resource Allocation, in: American Economic Review 44, S. 77-79.
- Haufler, A., Norbäck, P.J., Persson, L. (2011), Entrepreneurial Innovations and Taxation, CESifo Working Paper No 3473.
- Heinen, E. (1962), Die Zielfunktion der Unternehmung, in: Koch, H. (Hrsg.), Zur Theorie der Unternehmung, Festschrift zum 65. Geburtstag von Erich Gutenberg, Wiesbaden, S. 11-71.
- Henderson, Y.K. (1990), Capital Gains Tax Rates and Stock Market Volume, in: National Tax Journal, S. 411-425.

- Herden, C., Gmach, G. (1990), Die Entwicklung des Steuerrechts, NJW in: 1990, S. 1701-1709.
- Herzig, N. (2003), Gestaltung der Konzernsteuerquote – Eine neue Herausforderung für die Steuerberatung, in: Die Wirtschaftsprüfung 2003, Sonderheft, S. S80-S92.
- Hölters, W. (2002), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 5. Aufl., Köln.
- Huizinga, H., Voget, J. (2006), International Taxation and the Direction and Volume of Cross-Border M&A's, Tillburg University (Working Paper), Tillburg.
- Huizinga, H., Voget, J., Wagner, W. (2012), Capital Gains Taxation and the Cost of Capital: Evidence from Unanticipated Cross-Border Transfers of Tax Bases, Duisenberg school of Finance – Tinbergen Institute Discussion Paper TI 12 – 100/IV/DSF39
- Huizinga, H., Voget, J., Wagner, W. (2012a), Who bears the burden of international taxation? Evidence from cross-border M&As, in: Journal of International Economics, 88, S. 186-197.
- Hülsmann, M. (2008), Die Steuerklausel im Unternehmenskaufvertrag, in: DStR, S. 2402-2407.
- IDW (1988), Stellungnahme des Hauptfachausschusses HFA 2/1988, in: Die Wirtschaftsprüfung 1988, S. 403.
- IDW (2000), IDW Standard - Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 i.d.F. 2000), in: Die Wirtschaftsprüfung 2000, S. 825-843.
- IDW (2005), IDW Standard - Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 i.d.F. 2005), in: Die Wirtschaftsprüfung 2005, S. 1303-1321.
- IDW (2008), IDW Standard - Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 i.d.F. 2008), in: Die Wirtschaftsprüfung 2005, Sonderheft, S. S68-S89.
- Jacob, M. (2013), Capital Gains Taxes and the Realization of Capital Gains and Losses – Evidence from German Income Tax Data, in: FinanzArchiv 69, S. 30-56.
- Jacobs, O.H. (2016), Internationale Unternehmensbesteuerung – Deutsche Investitionen im Ausland - Ausländische Investitionen im Inland, 8. Aufl., München.
- Jacobs, O.H., Scheffler, W., Spengel, C. (2015), Unternehmensbesteuerung und Rechtsform, 5. Aufl., München.

Jansen, S. (2008), Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen: eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, 5. Aufl., Wiesbaden.

Jensen, M.C. (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: American Economic Review 76, 1986, S. 323- 329.

Jensen, M.C., Ruback, R.R. (1983), The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11, S. 5-50.

Jonas, M., Löffler, A., Wiese, J. (2004), Das CAPM mit deutscher Einkommensteuer, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 898-906.

Kessler, W., Kröner, M., Köhler, S. (2008.), Konzernsteuerrecht National-International, München.

Klein, F. (2016), Abgabenordnung, Kommentar, 13. Aufl., München.

Kleinert, J., Klodt, H. (2000), Megafusionen: Trends, Ursachen und Implikationen, Kiel.

Knobbe-Keuk, B. (1993), Bilanz- und Unternehmenssteuerrecht, 9. Aufl., Köln.

Kopp, V. (2010), Kontrollierte Auktionen: Eine Analyse privater Unternehmensverkäufe aus Perspektive des Veräußerers (Finanzierung, Kapitalmarkt und Banken), Köln.

Kütting, K., Grau, P., Seel, C. (2010), Grundlagen der Konzernrechnungslegung – Eine Einführungsvorlesung, in: Beihefter zu DStR 22 2010, S. 35.

Landsman, W., Shackelford, D.A. (1995), The lock-in effect of capital gains taxes: Evidence from the RJR Nabisco leveraged buyout, in: National Tax Journal, S. 245-259.

Lang, J. (2012), Verfassungswidrigkeit des § 8c KStG – eine Bestandsaufnahme, in: GmbH-Rundschau 2012, S. 57-63.

Lang, M. H., Shackelford, D.A. (2000), Capitalisation of capital gains taxes: Evidence from stock price reactions to the 1997 rate reduction, in: Journal of Public Economics 76, S. 69-85.

Laux, H., Schabel, M. (2009) Subjektive Investitionsbewertung, Marktbewertung und Risikoteilung, Berlin.

- Liang, J.W, Matsunaga, S.R., Morse, D.C. (2002), The Effect of the Expected Holding Period on the Market Reaction to a Decline in the Capital Gains Tax Rate, in: Journal of the American Taxation Association, S. 49-64.
- Löffler, C. (2002), Tax Due Diligence beim Unternehmenskauf: Analyse und Berücksichtigung steuerlicher Risiken und Chancen, Düsseldorf.
- Lüdicke, J., Sistermann, C. (2008), Unternehmensteuerrecht, München.
- Manne, H.G. (1965), Mergers and the Market for Corporate Control, in: Journal of Political Economy 73, S. 110-116.
- Meyer-Sparenberg, W., Jäckle, C. (2017), Becksches M&A-Handbuch, 1. Aufl., München.
- Meyding, T. (1989), Die Mantel-GmbH im Gesellschafts- und Steuerrecht, Konstanz.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958), The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, in: American Economic Review 48, S. 261-297.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: The American Economic Review, Vol. 53, No. 3, S. 433-443
- Moxter, A. (1983), Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Nash, J. F. (1950), The bargaining problem, in: Econometrica 18, S. 155 – 162.
- Nestler, A., Schaflitzl, A. (2011), Praktische Anwendungsfragen für die Bewertung bei Funktionsverlagerungen nach dem neuen BMF-Schreiben, in: Betriebs-Berater, S. 235 – 240.
- Nölle, J.-U. (2009), Grundlagen der Unternehmensbewertung – Anlässe; Funktionen, Verfahren und Grundsätze, in Schacht, U., Fackler, M. (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. Wiesbaden.
- Obermeier, T., Gasper, R. (2008), Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung, München, 2008.
- Oestreicher, A. (2010), Unternehmen im Umbruch: Krisenbewältigung, Mobilität, Unternehmenstransaktionen und Steuern, Herne/Berlin.

Oestreicher, A., Scheffler, W., Spengel, C., Wellisch, D. (2008), Modelle einer Konzernbesteuerung für Deutschland und Europa, Baden-Baden.

Panzar, J. C., Willig R. D. (1981), Economies of Scope, in: American Economic Review, Nr. 71/2, S. 268-272.

Peemöller, V. (2012), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Herne.

Phillips, J.D. (2002), Discussion of the Effect of the Expected Holding Period on the Market Reaction to a Decline in the Capital Gains Tax Rate, in: Journal of the American Taxation Association, S. 65-69.

Picot, G. (2004), Unternehmenskauf und Restrukturierung, 3. Aufl., München.

Picot, G. (2012), Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung – Durchführung – Integration, 5. Aufl., Stuttgart.

Plummer, E., Robinson, J.R. (1990), Capital Market Evidence of Windfalls from the Acquisition of Tax Carryovers, in: National Tax Journal XLIII, S. 481-489.

Prinz, U. (2012), Sonderwirkungen des § 8c KStG beim „Zinsvortrag“, in: Der Betrieb, S. 2367.

Rappaport, A. (1986), Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance, New York 1986.

Rathke, J., Ritter, L. (2014), Anwendbarkeit des Teileinkünfteverfahrens bei Kapitalgesellschaften auf Erträge aus Streubesitzbeteiligungen, in: DStR 2014, S. 1207-1211.

Reese, W. (1998), Capital gains taxation and stock market activity: Evidence from IPOs, in: Journal of Finance 53, S. 1799-1820.

Ritzer, C., Stangl, I. (2012), Highlights aus dem Entwurf des neuen BMF-Schreibens zu § 8c KStG, in: DStR, S. 977-986.

Rödter, T. (2003): Unternehmenskauf, Unternehmensverkauf: Zivil- und Steuerrechtliche Gestaltungspraxis, München.

Rogall, M. (2003), Die Besteuerung des Kaufs und des Zusammenschlusses von Kapitalgesellschaften, Wiesbaden.

- Rünger, S. (2012), The Effect of Germany's Repeal of the Corporate Capital Gains Tax – Evidence from the Disposal of Corporate Minority Holdings, arqus Discussion Papers in Quantitative Tax Research No. 126
- Sagasser, B., Bula, T., Brünger, T.R. (2000), Umwandlungen, 2. Aufl., München.
- Salinger, M. (1986), Vertical Mergers and Market Foreclosures with Differentiated Products, Mimeo, Columbia University.
- Schacht, U., Fackler, M. (2008), Praxishandbuch Unternehmensbewertung: Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele, Heidelberg.
- Schaumburg, H. (2004), Unternehmenskauf im Steuerrecht, 3. Aufl., Stuttgart.
- Schmalenbach, E. (1931), Die dynamische Bilanz, 5. Aufl., Leipzig.
- Schmid, H., Mertgen, O. (2012), Organschaft, Zinsschranke und § 8c KStG bei unterjährigem Beteiligungserwerb – eine Steuerfalle, in: Der Betrieb 12, S. 1830-1836.
- Schmidt, C.K. (1997), Verlustverwertung der Personen- und Kapitalgesellschaften unter besonderer Berücksichtigung des Mantelkaufs, Konstanz.
- Schmidt, L. (1996), Einkommensteuergesetz - Kommentar, 15. Aufl., München.
- Schmiel, U. (2010), § 8c KStG in der Kritik: Ungleichmäßigkeit der Besteuerung durch Verlustverrechnungsbeschränkung beim Mantelkauf und anderen Anteilsübertragungen, in: Betriebs Berater, S. 151-155.
- Schneider, D. (2002) Steuerlast und Steuerwirkung – Einführung in die betriebswirtschaftliche Steuerlehre, München/Wien.
- Schreiber, U. (2012), Besteuerung der Unternehmen – Eine Einführung in Steuerrecht und Steuerwirkung, 7. Aufl., Wiesbaden.
- Schwedhelm, R. (2008), Die Neuregelung des Mantelkaufs in § 8 c KStG – verfassungs- und steuersystematische Würdigung, in: GmbH-Rundschau, S. 404-408.
- Shackelford, D.A., Verecchia, R.E. (2002), Intertemporal Tax Discontinuities, in: Journal of Accounting Research, S. 205-222.

Sistermann, C., Brinkmann, J. (2008), Verlustuntergang aufgrund konzerninterner Umstrukturierungen – § 8c KStG als Umstrukturierungshindernis? in: DStR, S. 897-903.

Sistermann, C., Brinkmann, J. (2009a), Die neue Sanierungsklausel in § 8c KStG – vorübergehende Entschärfung der Mantelkaufregelung für Unternehmen in der Krise, in: DStR, S. 1453-1457.

Sistermann, C., Brinkmann, J. (2009b), Wachstumsbeschleunigungsgesetz: Die Änderungen bei der Mantelkaufregelung – Entschärfung der Verlustabzugsbeschränkungen durch Konzernklausel und Verschonung in Höhe der stillen Reserven, in: DStR 2009, S. 2633-2638.

Slemrod, J. (1982), Stock transactions volume and the 1978 capital gains tax reduction, Beverly Hills, California.

Sommer, F. (2012), Marktpreisprognose in kontrollierten Auktionen – Relevanz, Durchführung und empirischer Verfahrensvergleich, Wiesbaden.

Spenger, J. (1950), Vertical Integration and Antitrust Policy, in: Journal of Political Economy, 58, S. 347-352.

Staringer, C. (2000), Seminar F: Umstrukturierung von Unternehmen und Internationales Steuerrecht, in: Internationales Steuerrecht, S. 508-511.

Stenert, J. (2011), Corporate Governance und Besteuerung: der Einfluss des Steuerrechts auf die Pflichten und die Besetzung des Managements von Aktiengesellschaften.

Suchanek, M. (2013), Die Rechtsfolgen des § 8c KStG in der Organschaft, in: Finanz Rundschau 13, S. 349-355.

Tirole, J. (1988), The Theory of Industrial Organization, Cambridge/London.

Uetscher, T., Blaufus, K. (2000), Unternehmenssteuerreform 2001: Begrenzung des Betriebsausgabenabzugs bei Beteiligungserträgen, in: DStR 2000, S. 1581-1586.

Varian, H. (2010), Intermediate Microeconomics, 8. Aufl., New York/London.

Vickrey, W. (1961), Counterspeculation, Auctions, and Competitive Sealed Tenders, in: The Journal of Finance 16, S. 8-37.

Wagner, F.W., Rümmele, P. (1995), Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung: Zum Einfluss von Steuerrechtsänderungen, in: Die Wirtschaftsprüfung 1995, S. 433-441.

Watrín, C., Benhof, H. (2008), Germany's Repeal of the Corporate Capital Gains Tax in 2001: Effects on the M&A Market, Institute of Accounting and Taxation Working Paper Series No 16.

Watrín, C., Benhof, H. (2009), Zum Lock-in Effekt einer Besteuerung von Veräußerungsgewinnen: Empirische Untersuchung am Beispiel neu emittierter Aktien, in: Steuer und Wirtschaft, S. 300-310.

Wiese, J. (2006), Komponenten des Zinsfußes in Unternehmensbewertungskalkülen: theoretische Grundlagen und Konsistenz, Frankfurt am Main.

Wiese, J. (2007), Unternehmensbewertung und Abgeltungssteuer, in: Die Wirtschaftsprüfung, S. 368.

Wirtz, B. W. (2003), Mergers & Acquisitions Management: Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen, Wiesbaden.