

Marco Fabian

Der Wertbeitrag als Kapitalstruktur

Marco Fabian

**Der Wertbeitrag der Kapitalstruktur bei der Bewertung von Unternehmen
Der Tax Shield im alten und im neuen Unternehmenssteuersystem**

IGEL Verlag

Marco Fabian

**Der Wertbeitrag der Kapitalstruktur bei der Bewertung von Unternehmen
Der Tax Shield im alten und im neuen Unternehmenssteuersystem**

1. Auflage 2008 | ISBN: 978-3-86815-943-1

© IGEL Verlag GmbH, 2008. Alle Rechte vorbehalten.

Dieses eBook wurde nach bestem Wissen und mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt. Im Hinblick auf das Produkthaftungsgesetz weisen Autoren und Verlag darauf hin, dass inhaltliche Fehler und Änderungen nach Drucklegung dennoch nicht auszuschließen sind. Aus diesem Grund übernehmen Verlag und Autoren keine Haftung und Gewährleistung. Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis	V
Abkürzungsverzeichnis	VII
Symbolverzeichnis	VIII
1 Einleitung	1
2 Die Bedeutung der Kapitalstruktur in der Unternehmensbewertung	2
2.1 Theoretische Ansätze zur Funktion der Kapitalstruktur	2
2.1.1 Klassische Theorien zur optimalen Kapitalstruktur	2
2.1.1.1 Neoklassische Finanzierungstheorie	3
2.1.1.2 Traditionelle Theorie	6
2.1.1.3 Neoinstitutionelle Finanzierungstheorie	8
2.1.2 Einflussfaktoren auf den Wertbeitrag der Kapitalstruktur	9
2.1.3 Trade-Off- und Pecking-Order-Theorie	16
2.1.4 Moderne dynamische Theorieansätze	21
2.1.5 Fazit über die behandelten Kapitalstrukturtheorien	23
2.2 Quantifizierung des Verschuldungspotenzials	24
2.3 Der Einfluss von Ausschüttungspolitik	26
2.3.1 Dividendenauszahlungen und Aktienrückkäufe	27
2.3.2 Fazit zur Bedeutung der Ausschüttungspolitik	31
3 Steuerliche Belastungen für Unternehmen und Eigentümer	33
3.1 Ertragsteuern auf Unternehmensebene	34
3.2 Persönliche Steuern auf Anteilseignerebene	37
3.3 Interdependenzen und Dependenzen der Steuerarten	40
3.3.1 Probleme bei der Anwendung von Steuern in Bewertungskalkülen	41
3.4 Herleitung des Tax Shield	43
4 Der Tax Shield in der Unternehmensbewertung	47
4.1 Die Bedeutung der Sichtweise – Bewertungsanlässe und Bewertungsfunktionen	47
4.2 Verfahren der DCF-Methodik im Fokus der Berücksichtigung von Steuern	50
4.3 Zukünftige Cashflows als Diskontierungsgröße	53
4.4 Steuern im Kapitalisierungszins (Alternativanlage)	58

4.4.1	Ermittlung der Fremdkapitalkosten	60
4.4.2	Ermittlung der Eigenkapitalkosten	62
4.5	Besteuerungsfolgen des Ausschüttungsverhaltens von Unternehmen	68
4.6	DCF-Methoden im Halbeinkünfteverfahren	72
4.6.1	Prämissen der Modellwelt	72
4.6.2	Festlegung der Risikopräferenz	75
4.6.3	APV-Verfahren des angepassten Barwerts	77
4.6.3.1	Steuerbedingte Effekte	79
4.6.4	Der WACC-Ansatz	83
4.6.5	Kritische Würdigung der DCF-Verfahren	85
4.7	Bewertungsbeispiel im Halbeinkünfteverfahren (HEV)	88
4.7.1	Herleitung der relevanten Kostensätze	92
4.7.2	Anwendung der APV-Methode	93
4.7.3	Anwendung der WACC-Methode	96
5	Der Tax Shield im neuen Steuersystem ab 2008/2009	99
5.1	Die wichtigsten Änderungen der Unternehmensteuerreform 2008/2009	100
5.1.1	Neue steuerliche Belastungen auf Unternehmensebene	100
5.1.2	Neue Besteuerung auf Kapitalgeberebene	106
5.1.3	Weitere Neuerungen der Steuerreform	110
5.1.4	Kritische Würdigung der Steuerreform	111
5.2	Herleitung des neuen Tax Shield	113
6	Auswirkungen der Steuerreform auf die DCF-Verfahren	120
6.1.1	Zukünftige Cashflows nach der Reform	120
6.1.2	Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes	121
6.1.3	Ausschüttungsverhalten nach Reform	127
6.1.4	Anpassung der Prämissen	127
6.1.5	Risikopräferenz des Investors	131
6.1.6	Modifizierung der DCF-Bewertungskalküle	131
6.2	Bewertungsbeispiel im Abgeltungssteuersystem (ABS)	134
6.2.1	Herleitung der relevanten Kostensätze	138
6.2.2	Anwendung der APV-Methode	140
6.2.3	Anwendung der WACC-Methode	141
6.3	Ergebnisvergleich der beiden Bewertungsbeispiele	143

6.4 Ausblick zu den Auswirkungen der Steuerreform auf die Unternehmensbewertung	144
7 Fazit	146
Literaturverzeichnis	150

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Entwicklung der Kapitalgeberforderungen in traditioneller und MM-Theorie	6
Abb. 2: Kapitalkostenverläufe des steueradjustierten WACC nach MM	11
Abb. 3: Trade-Off zwischen Steuervorteil des Fremdkapitals und der Konkursgefahrkosten	17
Abb. 4: Praxisnahe Kostenverläufe	18
Abb. 5: Vereinfachte Darstellung der Abhängigkeiten zwischen Ertrags- und Einkommensteuern in der Unternehmensbewertung im Halbeinkünfteverfahren	41
Abb. 6: Tax-Shield-Effekte im Halbeinkünfteverfahren	46
Abb. 7: Unterschiede und Gemeinsamkeiten der DCF-Verfahren	52

Tabellenverzeichnis

Die Tabellen der Beispielbewertung in Kapitel 4.7 zum Halbeinkünfteverfahren sind mit dem Zusatz HEV und die Tabellen der Beispielbewertung in Kapitel 6.2 zum Abgeltungssteuersystem sind mit dem Zusatz ABS gekennzeichnet.

Tabelle 1: Tarifstaffelung bei Personengesellschaften	36
Tabelle 2: Einkunftsarten der Einkommensteuer	37
Tabelle 3: Tarifzonen und Berechnungsfunktionen der Einkommensteuer	38
Tabelle 4: Vergleich des Nettoeinkommens der Anteilseigner bei reiner Eigenfinanzierung und anteiliger Fremdfinanzierung	43
Tabelle 5: Indirekte Ermittlung des Free Cashflow	54
Tabelle 6: Free-Cashflow-Ermittlung ausgehend vom EBIT	55
Tabelle 7: Bezüge der Cashflows in den DCF-Verfahren aus direkter Ermittlung	56
Tabelle 8: Bilanz ewige Rente (HEV)	88
Tabelle 9: Basiszins und Steuersätze Beispielrechnung (HEV)	88
Tabelle 10: Gewinn- und Verlustrechnung ewige Rente (HEV)	89
Tabelle 11: Indirekte Ermittlung des Free Cash Flow nach persönlichen Steuern für die ewige Rente (HEV)	89
Tabelle 12: Plan-Bilanz (HEV)	90
Tabelle 13: Plan-GuV (HEV)	91
Tabelle 14: Plan-Finanzrechnung (HEV)	91
Tabelle 15: Jährliche FCF-Ermittlung nach persönlichen Steuern (HEV)	92
Tabelle 16: Kostensätze Beispielunternehmen (HEV)	93
Tabelle 17: Unternehmenswert nach APV (HEV)	94
Tabelle 18: Steuereffekte wegen Fremdfinanzierung (HEV)	95
Tabelle 19: Unternehmenswert nach WACC (HEV)	97
Tabelle 20: Übersicht Besteuerungsfolgen für Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber nach der Reform	109
Tabelle 21: Vergleich des Nettoeinkommens bei reiner Eigenfinanzierung und anteiliger Fremdfinanzierung im neuen Steuersystem	114
Tabelle 22: Free-Cashflow-Ermittlung ausgehend vom EBITDA	120
Tabelle 23: Bilanz ewige Rente (ABS)	135
Tabelle 24: Basiszins und Steuersätze Beispielrechnung (ABS)	135
Tabelle 25: Gewinn- und Verlustrechnung ewige Rente (ABS)	136

Tabelle 26: Indirekte Ermittlung des Free Cash Flow nach persönlichen Steuern für die ewige Rente (ABS)	136
Tabelle 27: Plan-Bilanz (ABS)	137
Tabelle 28: Plan-GuV (ABS)	137
Tabelle 29: Plan-Finanzrechnung (ABS)	138
Tabelle 30: Jährliche FCF-Ermittlung nach persönlichen Steuern (ABS)	138
Tabelle 31: Kostensätze Beispielunternehmen (ABS)	140
Tabelle 32: Unternehmenswert nach APV (ABS)	141
Tabelle 33: Unternehmenswert nach WACC (ABS)	142
Tabelle 34: Unternehmenswert Halbeinkünfteverfahren	143
Tabelle 35: Unternehmenswert im Abgeltungssteuersystem	143

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Abgeltungssteuersystem
AfA	Absetzung für Abnutzung
a. F.	alte Fassung
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
AV	Anlagevermögen
BMG	Bemessungsgrundlage
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
DCF	Discounted Cashflow
E(A)	Abgeltungssteuersatz
EK	Eigenkapital
EST	Einkommensteuer (E)
FTD	Flow-to-Debt
FTE	Flow-to-Equity
f./ff.	folgende/fortfolgende
FK	Fremdkapital
GewSt	Gewerbsteuer (G)
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HEV	Halbeinkünfteverfahren
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
i. d. R.	in der Regel
i. H. v.	in Höhe von
i. R. d.	im Rahmen des/der
JÜ	Jahresüberschuss
KSt	Körperschaftsteuer (K)
KiSt	Kirchensteuer
MM	Franco Modigliani und Merton Howard Miller
NEK	Nettoeinkommen
n. F.	neue Fassung
Peer Group	Gruppe der vergleichbaren Unternehmen
RP	Risikopräferenz des Investors
SolZ	Solidaritätszuschlag (SZ)
TS	Tax Shield
TCF	Total Cashflow
U.	Unternehmen
u. a.	unter anderem
usw.	und so weiter
UV	Umlaufvermögen
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z. B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

Symbolverzeichnis

β_{EK}	Betafaktor der risikoadäquaten Alternativinvestition
β^U	Betawert des unverschuldeten Unternehmens
β^V	Betawert des verschuldeten Unternehmens
BW^{TS}	Barwert des Steuervorteils durch Fremdfinanzierung
BW^{KK}	Barwert (indirekter) Konkurskosten bzw. Kosten der finanziellen Notlage
CF	Erwartungswert des Cashflows des zu bewertenden Unternehmens
d_M	Dividendenrendite vor ESt
EK^{MW}	Marktwert des Eigenkapitals
FA_P	Wert der privaten Finanzanlage
FCF^S	Free Cashflow nach ESt
FK^{MW}	Marktwert des Fremdkapitals
FK_S	Wert der Fremdkapitalzinsen
GE	Gewerbeertrag
GE^{vor}	Gewerbeertrag vor Abzug der GewSt
GK^{MW}	Marktwert des Gesamtkapitals
h	Hebesatz
i_f	Rendite der risikolosen Anlage vor ESt
i_{FK}	Fremdkapitalkostensatz
i_{FK}^{ESt}	risikoloser Basiszinssatz nach ESt
i_{FK}^S	Fremdkapitalkosten nach Steuern
k	Diskontierungssatz der Alternativanlage
m	Gewerbsteuerermesszahl
NEK^{UV}	Nettoeinkommen rein eigenfinanziertes Unternehmen
NEK^V	Nettoeinkommen anteilig verschuldetes Unternehmen
r_{EK}	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber
r_{KG}	annahmegemäß steuerfreie Kapitalgewinnrendite
r_{EK}^S	Rendite der Alternativinvestition nach ESt
$r_{EK}^{U,S}$	Eigenkapitalgeberrendite eines rein eigenfinanzierten Unternehmens nach Steuern
$r_{EK}^{V,S}$	Eigenkapitalgeberrendite eines verschuldeten Unternehmens nach Steuern
r_M^S	Rendite des Marktportfolios nach ESt
r_{WACC}	mit gewogenen Kapitalkosten gewichteter Kapitalisierungszinssatz
r_{WACC}^S	steueradjustierter WACC
$r_{EK}^{S,08}$	Rendite der Alternativinvestition nach ESt 08

RW	Residualwert
S_E	typisierter Einkommensteuersatz (inkl. Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag)
S_G	Gewerbesteuersatz
S_K	Körperschaftsteuersatz (inkl. Solidaritätszuschlag)
S_E	Einkommensteuerschuld
S_{Gw}	Grenzgewinnsteuersatz
S_G	Gewerbesteuerschuld
$S_{E(A)/SZ}^{08}$	neuer Einkommensteuersatz für Einkünfte aus Zinsen, Dividenden und Kursgewinnen (Abgeltungssteuersatz 25 %) zzgl. Solidaritätszuschlag i. H. v. 5,5%
$S_{E(Ind.)}^{08}$	individueller Grenzsteuersatz der Einkommensteuer 08
$S_{K/SZ}^{08}$	neuer Körperschaftsteuersatz inklusive SolZ 08
S_G^{08}	neuer Gewerbesteuersatz 08
$S_{Ges}^{08,B}$	kombinierter Steuersatz der Gesamtsteuerbelastung von Eigentümerinkünften im Betriebsvermögen 08
$S_{Ges}^{08,P}$	kombinierter Steuersatz der Gesamtsteuerbelastung von Eigentümerinkünften im Privatvermögen 08
S_U^{08}	kombinierter Unternehmenssteuersatz aus neuer KSt und GewSt 08
tsm^{HEV}	Tax-Shield-Multiplikator im Halbeinkünfteverfahren
$TS^{<ZS}$	Steuervorteil ohne Einwirken durch die Zinsschranke
$TS^{>ZS}$	Steuervorteil bei Einwirken der Zinsschranke
ΔT_t	Veränderung des Fremdkapitalbestandes
UW^{GK}	Unternehmensgesamtwert
UW^{EK}	Unternehmenswert bei unterstellter reiner Eigenkapitalfinanzierung
$V_{Est_Eff.}$	Wert des negativen Einkommensteuereffektes
V_{FK}^{TS}	Fremdfinanzierungseffekt
$V_{\Delta Aus}^{TS}$	Ausschüttungsdifferenzeffekt
V^U	Marktwert des Eigenkapitals des als schuldenfrei angenommenen Unternehmens
$V_{USt_Eff.}$	Wert des Unternehmensteuereffektes
E_{zvt}	zu versteuerndes Einkommen
Z^{FK}	Fremdkapitalzinsen
Z	Zinsaufwendungen
ZA	abzugsfähiger Zinsaufwand
ZE	Zinserträge
ZS	Zinssaldo aus Zinserträgen ./ . Zinsaufwendungen

1 Einleitung

Theorie und Praxis der internationalen Unternehmensbewertung befinden sich seit Jahrzehnten in ständigem Wandel. Neue Erkenntnisse aus der Forschung sowie die sich rasch verändernden Rahmenbedingungen wie neue gesetzliche Vorgaben durch neue Steuersysteme sorgen für fortwährende Aktualität des Themas. Die Bestimmung der relevanten Wertefflusskomponenten innerhalb der Unternehmensbewertung ist daher fortwährend von besonderer Bedeutung.

Daher soll im Rahmen dieser Untersuchung das Zusammenspiel der drei wichtigen Zahlungsströme in einem Unternehmen (Zahlungen an Eigenkapitalgeber, an Fremdkapitalgeber und an den Staat) und die daraus resultierenden Werteffekte im Fokus stehen. Ziel der Untersuchung ist es, den Wertbeitrag der Kapitalstruktur eines Unternehmens in Form von Steuervorteilen (auch Tax Shields genannt) zu beleuchten. Die Unternehmensfinanzierung durch Fremdkapital erzeugt Finanzierungskosten in Form von Fremdkapitalzinsen, die regelmäßig einkommen-, körperschaft- und gewerbesteuerlich als Betriebsausgaben abziehbar sind, somit die ertragsteuerliche Belastung auf Unternehmensebene gegenüber einem rein eigenfinanzierten Unternehmen reduzieren und folglich den Wert des verschuldeten Unternehmens erhöhen.¹ Es lässt sich zeigen, dass die Finanzierungsform eines Unternehmens (also das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital) in Verbindung mit den Zahlungsströmen an den Staat (also den Steuern) in Abhängigkeit von der Ausgestaltung des jeweiligen Steuersystems *ceteris paribus* eine wesentliche Determinante für den Wert eines Unternehmens ist.

In diesem Zusammenhang stellt die kommende Unternehmensteuerreform 2008 mit der Einführung eines Abgeltungssteuersystems einen willkommenen Anlass dar, diese steuerlich bedingten Wertefflüsse im zukünftigen (Abgeltungssteuersystem) nicht nur zu analysieren, sondern auch gleich mit dem scheidenden Steuersystem (Halbeinkünfteverfahren) zu vergleichen.

¹ Vgl. Brühl, V. (2004), S. 160.