

EIGEN- VERSUS FREMDFINANZIERUNG - EINE VERGLEICHENDE BEURTEILUNG

Übungsarbeit im Rahmen der

Übung zur Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre Sommersemester 1998

- Theoretische Systeme der Betriebswirtschaftslehre und konstitutive Entscheidungen -

Thema Nr. 9

vorgelegt am Betriebswirtschaftlichen Institut der Universität Stuttgart,

Abteilung VI,

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Investitionsgütermarketing und Beschaffungsmanagement

Inhaltsverzeichnis	Seite
Abbildungsverzeichnis	II
Abkürzungsverzeichnis.....	II
1. Einleitung.....	1
2. Finanzierung.....	1
2.1 Definition der Finanzierung	1
2.2 Finanzierungsmöglichkeiten und -alternativen.....	2
2.3 Liquiditätsplanung.....	3
2.3.1 Bestandsorientierte Kennzahlen	3
2.3.2 Stromgrößenorientierte Kennzahlen	4
2.4 Möglichkeiten zur Finanzierung eines Unternehmens	4
3. Eigen- bzw. Beteiligungsfinanzierung.....	5
3.1 Zusammensetzung des Eigenkapitals	5
3.2 Funktionen und Aufgaben des Eigenkapitals.....	5
3.3 Die Rechtsform als entscheidendes Kriterium zur Eigenkapitalbeschaffung	6
3.3.1 Emissionsfähige Unternehmen	6
3.3.2 Nicht emissionsfähige Unternehmen	6
3.4 Charakteristik der Eigenfinanzierung	6
4. Fremd- bzw. Kreditfinanzierung.....	7
4.1 Arten und Fristigkeit von Fremdkapital und Krediten	7
4.2 Position des Fremdkapitalgebers.....	8
4.3 Beschaffung von Fremdkapital	8
4.4 Charakteristik der Fremdfinanzierung	9
5. Gegenüberstellung	9
5.1 Abschätzung	9
5.2 Rechtsstellung und Risiko.....	10
5.3 Problem der optimalen Finanzierung	11
6. Fazit und Ausblick.....	12
Literaturverzeichnis.....	III

Abbildungsverzeichnis	Seite
Abbildung 1: Finanzierungsalternativen.....	2
Abbildung 2: Eigenkapitalquoten (EKQ) deutscher Kapitalgesellschaften.....	10

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus, lat. unter sonst gleichen Umständen
d.h.	das heißt
EK	Eigenkapital
Est	Einkommensteuer
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FK	Fremdkapital
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GewSt	Gewerbsteuer
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
i.d.R.	in der Regel
JÜ	Jahresüberschuß
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KSt	Kapitalsteuer
LMBO	Leveraged Management Buy-Out
OHG	Offene Handelsgesellschaft
RoI	Return on Investment
S.	Seite
sog.	sogenannte
u.U.	unter Umständen
UV	Umlaufvermögen
v.a.	vor allem
vgl.	vergleiche
z.B.	zum Beispiel

1. Einleitung

Die Frage nach der optimalen Finanzierung ist ein zentrales Thema der Unternehmensführung. Finanzierungsfragen erfordern ständig neue Entscheidungen, die Finanzplanung und das optimale Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital nehmen daher eine zentrale Rolle in der Unternehmensplanung ein. Es gilt, das vorhandene Eigenkapital mit weiteren Finanzierungsalternativen zu einer für das Unternehmen auch aus Kostensicht optimalen Finanzstruktur zu kombinieren.

In dieser Arbeit sollen nach einer Themen- und Begriffseinführung in die Thematik der Finanzierung die Eigen- und die Fremdfinanzierung, mit den Vor- und Nachteilen, die beide mit sich bringen, vorgestellt werden. In einer Gegenüberstellung werden diese beiden Finanzierungsmöglichkeiten gegeneinander abgewogen und es wird die Frage nach dem optimalen Verhältnis geklärt. Das abschließende Fazit gibt eine kritische Würdigung der Alternativen wider, gefolgt von den aktuellen Veränderungen im Finanzierungssektor.

Da eine detaillierte Analyse der Problematik den hier zur Verfügung stehenden Rahmen sprengen würde, wird zur weiteren Vertiefung auf die einschlägige Fachliteratur verwiesen.

2. Finanzierung

2.1 Definition der Finanzierung

"Die Lehre der Finanzierung ist vornehmlich die Lehre vom richtigen Kapitaleinsatz."¹ Der Begriff Finanzierung umfaßt alle Maßnahmen von Mittelbeschaffung, -einsatz und -rückzahlung und damit der Gestaltung der Zahlungs-, Kontroll- und Sicherheitsbeziehung von Kapitalgebern. Zur Finanzierung gehört auch die Wahl der richtigen Kapitalzusammensetzung und die Anpassung dieser Zusammensetzung an den ständigen Bedarfswechsel. Das wichtigste Ziel der Finanzierung ist die Erhaltung der Unternehmenstätigkeit zu möglichst geringen Kosten. Eine Finanzierungsmaßnahme dient der Beschaffung von finanziellen Mitteln, die von Kapitalgebern zu bestimmten Bedingungen bereitgestellt werden.

¹ Everling (Finanzierung), S. 15

2.2 Finanzierungsmöglichkeiten und -alternativen

Die Eigen- bzw. Fremdfinanzierung stellen nur einen kleinen Bereich der Finanzierungsmöglichkeiten eines Unternehmens dar. Es wird folgendermaßen aufgegliedert:

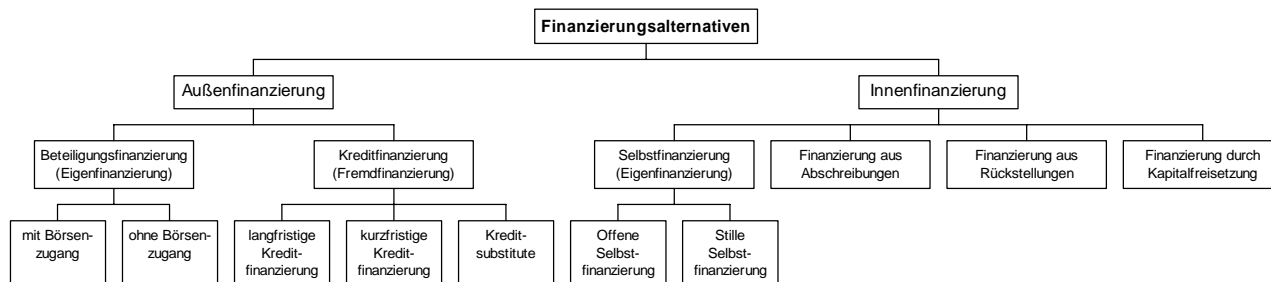


Abbildung 1: Finanzierungsalternativen²

Man unterscheidet bei der Außenfinanzierung nach der Rechtsstellung der Kapitalgeber und der Kapitalhaftung zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung. Bei der Eigenfinanzierung wird noch in emissionsfähige und nicht emissionsfähige Unternehmen eingeteilt, bei der Fremdfinanzierung nach verschiedenen Fristigkeitsstufen und Kreditsubstituten unterschieden. Nach der Fristigkeit kann zwischen kurz-, mittel- und langfristigen Krediten unterschieden werden. Die vereinbarten Zeitgrenzen werden in der Literatur nicht einheitlich, aber nach § 268 V Abs.5, § 285 1.a) und § 288 HGB bezüglich der Bilanzierung folgendermaßen ausgewiesen:

kurzfristige Kredite	mittelfristige Kredite	langfristige Kredite
bis zu einem Jahr	zwischen einem und fünf Jahren	über fünf Jahre

Bedarfsangepaßte Finanzierung liegt vor, wenn sich Kapitalbedarf und Kapitalaufbringung entsprechen. Bei Überfinanzierung ist der vorhandene Finanzfond größer als der tatsächlich eingesetzte Kapitalbedarf. Hierbei ergeben sich negative Auswirkungen auf die Rentabilität des Unternehmens, weil finanzielle Mittel nicht optimal eingesetzt werden. Unterfinanzierung liegt vor, wenn der Kapitalbedarf nicht durch die vorhandenen und zusätzlich erlangbaren finanziellen Mittel abgedeckt werden kann. Hierbei wird das Unternehmenswachstum behindert, wenn Auszahlungsverpflichtungen bestehen, da es zu Zahlungsstockungen oder sogar zu Illiquidität kommen kann³.

Weiterhin wird nach dem Anlaß der Finanzierung zwischen Gründungs-, Erweiterungs-, Um- und Sanierungsfinanzierung unterschieden.

² aus Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 344

³ vgl. Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 343

2.3 Liquiditätsplanung

Die Erhaltung der Zahlungsbereitschaft ist nicht erstrebenswertes Ziel der Unternehmensführung, sondern eine der wichtigsten Voraussetzungen zur Unternehmensführung. Wenn eine Investitions- oder Finanzierungsmaßnahme diskutiert wird, bleibt oft außer Acht, daß neben der reinen Investitionssumme zusätzlich eine Liquiditätsreserve zur Sicherung des finanziellen Gleichgewichts notwendig ist. Diese schützt auch das Unternehmen vor Zahlungsunfähigkeit infolge unvorhergesehener Ausgaben. Es ist daher wichtig, ständig über den Stand der liquiden Mittel und möglicher Reserven informiert zu sein. Dies kann durch die Aufstellung eines Finanzplans geschehen, hierbei muß unter Umständen die Liquidation der stillen Reserven in Betracht gezogen werden.⁴

Zur objektiven Beurteilung der Liquidität eines Unternehmens können Kennzahlen⁵ verwendet werden, es wird zwischen bestands- und stromgrößenorientierten Kennzahlen unterschieden.

2.3.1 Bestandsorientierte Kennzahlen

Bestandsorientierte Kennzahlen⁶ dienen zur Beurteilung von Vermögens-, Kapital- und horizontaler Bilanzstruktur (Finanzierungs-, Liquiditätsregeln und -kennzahlen). Sie werden aus zeitpunktbezogenen Zahlen, wie etwa der Bilanz, errechnet.

Die Eigenkapitalquote drückt die Relation zwischen EK und GK des Unternehmens aus:

$$\text{Eigenkapitalquote} = \text{Fehler!} \times 100\%$$

Die Fremdkapitalquote, also die Relation zwischen FK und GK, läßt sich analog berechnen:

$$\text{Fremdkapitalquote} = \text{Fehler!} \times 100\%$$

Von entscheidender finanzwirtschaftlicher Bedeutung ist die Strukturierung des Gesamtkapitals in Eigen- und Fremdkapital, also die Bestimmung des optimalen Verschuldungsgrades des Unternehmens. Der Verschuldungsgrad ist folgendermaßen definiert:

$$\text{Verschuldungsgrad} = \text{Fehler!} [\text{Jahre}]$$

Der Kehrwert, also das Verhältnis von EK zu FK wird als Verschuldungskoeffizient bezeichnet:

$$\text{Verschuldungskoeffizient} = \text{Fehler!} [\text{Jahre}]$$

Ein Verschuldungskoeffizient von 1:1 gilt als erstrebenswert, 2:1 als solide und 3:1 als noch zulässig.⁷

⁴ vgl. Glaser (Liquidität), S. 9

⁵ vgl. Horváth (Controlling), S. 543ff.

Zur Überprüfung der Liquidität stellt man sog. Liquiditätsgrade auf, bei denen die Zahlungsverpflichtungen den liquiden Mitteln gegenübergestellt werden.⁸

Liquidität 1. Grades = **Fehler!**x 100% (=Kassa-/Barliquidität)

Liquidität 2. Grades = **Fehler!**x 100%

Liquidität 3. Grades = **Fehler!**x 100%

Je höher die ermittelten Prozentsätze, desto günstiger für das Unternehmen. Die Liquiditäten 2. und 3. Grades sollten um 100 bzw. 200% liegen. Zur Beurteilung der Liquidität kann auch noch das Working Capital (=UV - kurzfristige Verbindlichkeiten) herangezogen werden, dieser Kennzahl muß unbedingt positiv sein, andernfalls würden langfristige Vermögensteile kurzfristig finanziert.

2.3.2 Stromgrößenorientierte Kennzahlen

Stromgrößenorientierte⁹ Kennzahlen sind für die Darstellung der Leistungen, Umsätze, Ergebnisse und Erfolge der Unternehmenstätigkeit notwendig und kommen bei der Bewertung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten in Anwendung:

Cash flow = Jahresüberschuß + Abschreibungen + Rückstellungszuführungen - Rückstellungsaufösungen

EK-Rentabilität = $J\ddot{U}/EK \cdot 100\%$

GK-Rentabilität = $(J\ddot{U} + FK\text{-Zinsen})/GK \cdot 100\%$

Return on Investment (RoI) = $J\ddot{U}/GK \cdot 100\%$

Durch den RoI wird eine Beziehung zwischen Rentabilität und Finanzierung aufgestellt, er mißt die Rentabilität des Kapitaleinsatzes. Hauptsächlich wird der RoI als Kontrollinstrument verwendet, er dient aber auch Planungs- und Analysezwecken.

2.4 Möglichkeiten zur Finanzierung eines Unternehmens

Um den notwendigen Kapitalbedarf zu decken, kommen grundsätzlich zwei Finanzierungsalternativen in Betracht, die Finanzierung über Eigen- oder über Fremdkapital. Die beiden Arten unterscheiden sich nach der Rechtsstellung derjenigen, die die Mittel bereitstellen.¹⁰ Art und Zusammensetzung des Kapitals ergeben sich einerseits aus dem Kapitalbedarf und andererseits aus der Höhe des zur Verfügung stehenden Eigenkapitals. Die

⁶ s. Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 532ff.

⁷ vgl. Wöhe (Betriebswirtschaftslehre), S. 885ff.

⁸ vgl. Coenenberg (Jahresabschluß), S. 513f.

⁹ s. Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 545ff.

¹⁰ s. Bea u.a. (Betriebswirtschaftslehre), S. 366

sich daraus ergebende Differenz entspricht der Höhe des benötigten Fremdkapitals, die Wirkung auf die Kapitalstruktur darf hierbei aber nicht vernachlässigt werden.

3. Eigen- bzw. Beteiligungsfinanzierung

Unter Eigenfinanzierung versteht man die Finanzierung durch Einlagen der Eigentümer bzw. Anteilseigner selbst. Sie verstärkt das risikobereite Kapital des Unternehmens durch Zuführung von außen.

3.1 Zusammensetzung des Eigenkapitals

Dem Eigenkapital stehen keine fremden Gläubigerrechte gegenüber. Bei Vermögensverlusten ist zunächst dieses Kapital betroffen, weshalb es auch haftendes oder Risikokapital genannt wird.¹¹ Das EK hat neben Einsatz- oder Arbeitsfunktion auch eine Existenzsicherungsfunktion, eine Gläubigerschutzfunktion und eine Repräsentationsfunktion.¹²

Das HGB schreibt (verkürzt) folgende Gliederung des Eigenkapitals vor (§ 266 Abs.3 A):

- Gezeichnetes Kapital
- Kapitalrücklage
- Gewinnrücklagen
- Gewinnvortrag/Verlustvortrag
- Jahresüberschuß/Jahresfehlbetrag

Diese Posten bilden das sog. "offene Eigenkapital" des Unternehmens. Das "verdeckte Eigenkapital", also stille Reserven und stille Rücklagen, läßt sich nicht aus dem veröffentlichten Zahlenwerk erkennen und muß bei Aufdeckung noch versteuert werden, da es einen zuvor nicht offengelegten Gewinn bedeutet.

3.2 Funktionen und Aufgaben des Eigenkapitals

Ein Eigenkapitalgeber haftet mindestens mit der Höhe seiner Einlage, er hat also eine Miteigentümerstellung und daher volle Teilhabe an Chancen (Gewinn) und Risiken (Verlust). Am Vermögen hat er einen Quotenanspruch, wenn der Liquiditätserlös größer als die Schulden ist, daneben ist er i.d.R. an der Unternehmensleitung beteiligt. Die Verfügbarkeit des Eigenkapitals ist für das Unternehmen in der Regel unbegrenzt, die Kapazität ist nur durch die private Vermögenslage der Unternehmer beschränkt.¹³ Hierbei bestehen auch keine Rückzahlungs-, sondern nur Residualansprüche. Dementsprechend ist die

¹¹ Everling (Finanzierung), S. 38

¹² s. Kaiser (Eigenkapitalausstattung), S. 13f.

¹³ s. Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 343

Eigenkapitalfinanzierung die mit den höchsten Renditeforderungen versehene Tranche.¹⁴
Der Gewinn wird je nach Rechtsform mit Est, KSt und GewSt voll belastet.

3.3 Die Rechtsform als entscheidendes Kriterium zur Eigenkapitalbeschaffung

3.3.1 Emissionsfähige Unternehmen

Emmissionsfähigen Unternehmen, also der AG und der KGaA, steht ein organisierter Markt zur Eigenkapitalbeschaffung zur Verfügung. Es existiert ein gut funktionierender Sekundärmarkt, die Transaktionskosten sind daher sehr niedrig und die Markttransparenz recht hoch. Die Informationen der Anteilsverkäufer sind also i.d.R. nicht besser als die der Käufer, daher besteht auch kein Grund zum Mißtrauen gegenüber dem Verkäufer.

3.3.2 Nicht emissionsfähige Unternehmen

Die einzigen Möglichkeiten nicht emissionsfähiger Unternehmen (Einzelunternehmen, Personengesellschaften, GmbHs), ihren Eigenkapitalbedarf zu decken, bestehen aus der Zuführung privater Mittel, der Aufnahme neuer Gesellschafter (Beteiligungsfinanzierung) oder der Gewinnthesaurierung (Selbstfinanzierung¹⁵). Hier könnte dagegen durchaus Mißtrauen der potentiellen Kapitalgeber aufkommen, weil sie u.U. einen Informationsnachteil erwarten müssen.¹⁶ Diese Schwierigkeit wurde unter dem Begriff des sog. "Lemon"-Problems nach Akerlof bekannt.¹⁷

Des weiteren sind Anteile an nicht emissionsfähigen Unternehmen im Vergleich zu Wertpapieren nicht sehr fungibel, was sich nachteilig auswirkt. Hierbei ist die Abfindung von EK-Gebern, die aus einem nicht emissionsfähigen Unternehmen ausscheiden wollen, sehr problematisch. Es muß ein Marktpreis des Anteils gefunden werden, weil der EK-Geber mit seiner Einlage sicherlich zum Unternehmenserfolg mit beigetragen hat.

3.4 Charakteristik der Eigenfinanzierung

Die Eigenfinanzierung eignet sich nicht zur laufenden Finanzierung, sondern stellt eine einmalige Maßnahme zur Anpassung der Kapitalstruktur an den veränderten Bedarf dar. Es ist auch nicht möglich, EK in beliebiger Menge zu erhalten, weil der Kapitalgeber dem Unternehmen praktisch auf unbegrenzte Zeit Kapital zur Verfügung stellen muß. Die Ausnahme stellt hier die AG dar, hier kann der Aktionär sein Kapital zurückerhalten, ohne daß

¹⁴ vgl. Schmid (Management), S. 137

¹⁵ s. Bea u.a. (Betriebswirtschaftslehre), S. 356ff.

¹⁶ vgl. Bea u.a. (Betriebswirtschaftslehre), S. 297

¹⁷ s. Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 352

es dem EK der AG entzogen wird. EK ist vergleichsweise teuer, weil die Kapitalgeber neben der Rentabilität auch eine Risikoprämie erwarten. Der auszuschüttende Gewinn muß aber im Gegensatz zu den FK-Zinsen vom Unternehmen selbst versteuert werden.¹⁸ Hier setzt die Idee des sog. Schütt-aus-hol-zurück-Verfahrens¹⁹ an. Die steuerlichen Vorschriften sehen vor, daß ausgeschüttete Gewinne mit einem Körperschaftssteuersatz von 30% besteuert werden, einbehaltene Gewinne sind dagegen mit 45% zu versteuern. Werden nun Rücklagen ausgeschüttet, die vom Unternehmen bereits zu dem höheren Satz versteuert wurden, kommt die Differenz von 20 Prozentpunkten zwischen den Steuersätzen als sog. Körperschaftsteuererminderung dem Aktionär zugute. Des weiteren wird auch die bereits abgeführte Kapitalertragssteuer auf die individuelle Einkommenssteuerschuld der Anteilseigner angerechnet. So können der gesamte erzielte Gewinn und ein Teil der Steuern, die das Unternehmen darauf entrichtet hat, an die Gesellschafter ausgeschüttet und im Zuge einer Kapitalerhöhung sofort wieder ins Unternehmen geleitet werden.²⁰

4. Fremd- bzw. Kreditfinanzierung

Unter Fremdfinanzierung versteht man im Gegensatz zur Eigenfinanzierung die Finanzierung durch die Aufnahme von Darlehen oder Krediten bei Fremden bzw. durch die Inanspruchnahme von Zahlungszielen.

4.1 Arten und Fristigkeit von Fremdkapital und Krediten

Das Fremdkapital ist in der Bilanz vereinfacht in Rückstellungen und Verbindlichkeiten gegliedert²¹, die Fremd- bzw. Kreditfinanzierung gehört zu den Verbindlichkeiten.

Unter den Begriff "langfristiges Fremdkapital" fallen v.a. Schuldscheindarlehen, Obligationen, Zero-Bonds und langfristige Bankdarlehen. Kurzfristige Kreditfinanzierungen sind im Wesentlichen Lieferantenkredite, Anzahlungen von Kunden, Factoring, Kontokorrentkredite, Wechselkredite und Leasing.

Auf Dauer gesehen sollten kurzfristige Kredite aus Sicherheits- und Kostengründen in langfristige getauscht werden, um einerseits immer ausreichend Kapital zur Verfügung zu haben und nicht um neue Kredite verhandeln zu müssen und damit das Unternehmen andererseits günstigere Fremdkapitalkonditionen, also niedrigere Zinsen erreichen kann.

¹⁸ vgl. Everling (Finanzierung), S. 61ff.

¹⁹ s. Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 346

²⁰ vgl. Bea u.a. (Betriebswirtschaftslehre), S. 360

²¹ vgl. Everling (Finanzierung), S. 43ff.

4.2 Position des Fremdkapitalgebers

Die Position des Fremdkapitalgebers ist wegen dem Gesellschaftsrecht in der Bundesrepublik Deutschland sehr begünstigt.²² Ein Fremdkapitalgeber übernimmt keine Haftung, er befindet sich in einer Gläubigerstellung und erhält einen festen Zinsanspruch, also keinen Gewinn- und Verlustanteil. Eine Teilnahme an der Unternehmensleitung ist meistens ausgeschlossen, der Rückanspruch beschränkt sich auf die Höhe der Gläubigerforderung. Der Gläubiger hat einen Rechtsanspruch auf Rückzahlung innerhalb eines vertraglich vereinbarten Zeitraums oder an einem festen Termin. Das Fremdkapital muß erst dann Verluste tragen, wenn das EK aufgebraucht sein sollte. Die Verfügbarkeit ist für das Unternehmen i.d.R. terminiert, die Kapazität ist unbeschränkt, sofern ausreichende Sicherheiten vorliegen.²³ Die vom Unternehmen zu bezahlenden Zinsen sind als Aufwand steuerlich absetzbar (Einschränkung bei GewSt).²⁴

4.3 Beschaffung von Fremdkapital

Fremdkapital wird meist von der Bank zur Verfügung gestellt. Mit zunehmender Verschuldung steigt allerdings die Wahrscheinlichkeit, daß der Kredit aus den Überschüssen aus dem Leistungsprogramm nicht mehr zurückbezahlt werden kann. Leider steigt dann auch meist die Risikobereitschaft der Unternehmensführung bei neuen Investitionen, da erwartete Gewinne den Eignern zugute kommen würden und Verluste primär von den Gläubigern getragen werden müssen.²⁵ Diesem Risiko begegnen die Gläubiger mit den folgenden drei Hypothesen:

1. Risikoabgeltungshypothese - Banken lassen sich eine unternehmensspezifische Risikoprämie im Zinssatz vergüten.
2. Risikonormierungshypothese - Nur bis zu einem bestimmten Risikoniveau sind Banken bereit, überhaupt zu investieren.
3. Risikovermeidungshypothese - Banken gewähren stets nur sichere Kredite.

Da eine intensive Prüfung des Bonitätsgrades eines einzelnen Unternehmens meist zu teuer ist, kommt die erste Hypothese i.d.R. nicht zum Zug, auf eine individuelle Beurteilung wird gerne verzichtet. Weiterhin können auch Banken Risiken falsch einschätzen, da deren Betrachtung rein ex-post, also objekt- und vergangenheitsbezogen, ist.

²² s. Bea u.a. (Betriebswirtschaftslehre), S. 366

²³ s. Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 343

²⁴ vgl. Everling (Finanzierung), S. 63ff.

²⁵ vgl. Schmid (Management), S. 219f.

Obligationen oder Industrieobligationen, also langfristige, in Teilschuldverschreibungen gestückelte, festverzinsliche und börsengängige Schuldverschreibungen, haben einen festen Normalzins und eine fixierte maximale Laufzeit. Die Abwicklung der Emission erfolgt meist über ein Bankenkonsortium, das die Anleihe oft fest übernimmt und auf eigenes Risiko am Markt plaziert. Zu den reinen Zinskosten müssen i.d.R. Provisionen, Druckkosten, Veröffentlichungs- und Angebotskosten und Kosten der Sicherheitenbestellung hinzugerechnet werden, die sich auf 2,5-4% des Nominalwerts summieren können.²⁶

4.4 Charakteristik der Fremdfinanzierung

Die relative Bedeutung langfristiger Kredite für Unternehmensfinanzierungen ist im Zeitablauf gesunken, für kleine und mittelständische Unternehmen spielt der Bankkredit eine bedeutendere Rolle als für große Aktiengesellschaften.²⁷ Nicht außer Acht lassen darf man, daß die Zinsen für das FK den steuerpflichtigen Gewinn mindern. Fremdkapitalgeber verlangen außer den Zinsen i.d.R. noch Provisionen und Gebühren.

5. Gegenüberstellung

5.1 Abschätzung

Eine reine Eigen- und Selbstfinanzierung ist zwar prinzipiell möglich, aber meist nicht zu empfehlen, weil damit keine optimale Kapitalnutzung erreicht werden kann. Nur wenige große Firmen, wie z.B. die Firma Trigema, vertrauen darauf. Eine reine Fremdfinanzierung ist überhaupt nicht möglich, da immer ein gewisses EK Voraussetzung für einen Kredit ist. Es kommt daher i.d.R. zu einer Mischung der beiden Finanzierungsformen.

²⁶ s. Bea u.a. (Betriebswirtschaftslehre), S. 372

²⁷ s. Bea u.a. (Betriebswirtschaftslehre), S. 367

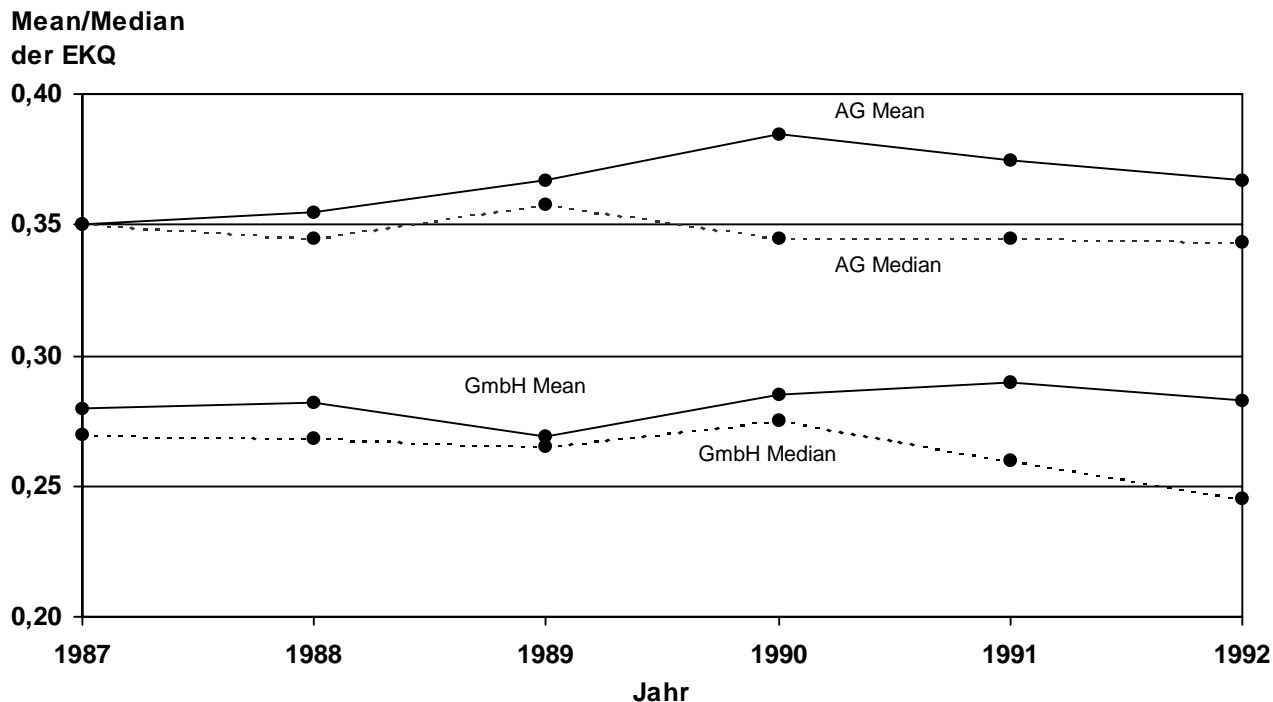


Abbildung 2: Eigenkapitalquoten (EKQ) deutscher Kapitalgesellschaften²⁸

Solange die Kosten des Fremdkapitals niedriger sind als die Gesamtkapitalrendite, empfiehlt sich eine erhöhte Fremdfinanzierung²⁹. Damit kann bei gegebenem Investitionsvolumen die erwartete Eigenkapitalrendite gesteigert werden. Dies wird unter dem Begriff "Leverage-Effekt" zusammengefaßt.³⁰

Weiterhin sollten Eigenkapital und langfristiges FK zusammen höher als das Anlagevermögen sein (goldene Bilanzregel³¹), um die Unternehmung davor zu schützen, daß ihr bei einem Entzug des Fremdkapitals die Arbeitsgrundlage genommen werden kann.

Ein wesentlicher Einfluß auf eine Außenfinanzierung mit Eigen- oder Fremdkapital geht von steuerlichen Überlegungen aus, an dieser Stelle wird auf ein Fallbeispiel zur Entscheidungsrechnung in Bea u.a. (Betriebswirtschaftslehre), S. 388ff verwiesen.

5.2 Rechtsstellung und Risiko

Aufgrund der Rechtsstellung des Kapitalgebers ist es bedeutend einfacher, neue Fremdkapitalgeber zu gewinnen, allerdings ist dazu eine gewisse Eigenkapitalhöhe notwendig. Ab einem Verschuldungskoeffizienten von 1:4 wird man wohl kaum Fremdkapital zu akzeptablen Konditionen bekommen, egal, wie innovativ das Unternehmen gilt, das Risiko-

²⁸ aus Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 347

²⁹ s. Glaser (Kapitalbedarf), S. 13f.

³⁰ vgl. Schmid (Management), S. 185f.

³¹ s. Perridon/Steiner (Finanzwirtschaft), S. 539

kapital ist dazu einfach zu gering. Wenn allerdings ein als seriös geltendes Unternehmen, das bisher hohe Ausschüttungen vorgenommen hat, eine Eigenkapitalerhöhung plant, wird es eher auf Resonanz stoßen, weil die Geldgeber damit rechnen, daß die Ausschüttungshöhe mindestens gleich bleibt und die Einlage nur gering risikobehaftet ist. Eigenkapitalgeber können mit einer höheren Rendite rechnen, vor allem, weil sie i.d.R. die Unternehmensentscheidungen mittragen und die Risiken und Chancen selbst in die Hand nehmen können. Fremdkapitalgeber dagegen müssen der Unternehmensleitung ein gewisses Grundvertrauen entgegenbringen, denn während der Dauer der Kreditvergabe haben sie normalerweise keinen Einfluß auf Mittelzweck und -verwendung.

5.3 Problem der optimalen Finanzierung

Eine optimale Finanzierung wird durch die Minimierung der Finanzierungskosten unter Wahrung des finanziellen Gleichgewichts angestrebt. "Je höher die Eigenkapitalquote, desto größer ist c.p. die Kreditwürdigkeit des Unternehmens. Je höher das Eigenkapital, desto länger kann das Unternehmen Verluste verkraften, ohne die Gläubiger in ihren Zahlungsansprüchen zu gefährden."³² (Im Original fettgedruckt) Eine pauschale optimale Kapitalstruktur gibt es nicht³³, je höher aber der Verschuldungsgrad eines Unternehmens, desto höher wird der Risikozuschlag der Kapitalgeber. Daran läßt sich individuell eine für das Unternehmen günstige Kapitalstruktur ableiten. Nicht jedes Unternehmen will aber beliebig viele Anteilseigner aufnehmen, z.B. weil die bisherigen Anteilseigner nicht weiteren Fremden Mitspracherechte in der Geschäftsführung einräumen wollen.

Die Eigenfinanzierung deutscher Unternehmen ist in letzter Zeit stark rückläufig, die Fremdfinanzierung ist dementsprechend stark gestiegen³⁴, infolgedessen ist auch die Voraushaftungsfunktion des Eigenkapitals in den Unternehmen zurückgegangen. Deutliche Unterschiede gibt es dabei auch zwischen emissionsfähigen und nicht emissionsfähigen Unternehmen, die Publikumsgesellschaften wiesen einen deutlich höheren Eigenkapitalanteil aus, als GmbHs, Personen- und Einzelgesellschaften.³⁵ Die gestiegenen Verschuldungsgrade gefährden eine stabile Unternehmensentwicklung und stellen letztendlich eine Existenzbedrohung dar. Bei den meisten aktuellen Unternehmenskonkursen ist die Eigenkapitaldecke unzureichend, die Eigenkapitalquote scheint mit der Zahl der Insolvenzen negativ korreliert zu sein, d.h. je niedriger die EK-

³² aus Wöhe (Betriebswirtschaftslehre), S. 887

³³ vgl. Bea u.a. (Betriebswirtschaftslehre), S. 299

³⁴ s. Kaiser (Eigenkapitalausstattung), S. 15

³⁵ s. Bierich/Schmidt (Finanzierung), S. 122

venzen negativ korreliert zu sein, d.h. je niedriger die EK-Quote, desto höher die Wahrscheinlichkeit, eines Insolvenzverfahrens.³⁶

6. Fazit und Ausblick

Die zunehmende Überschuldung deutscher Unternehmen läßt kein gutes Licht auf das Pflichtgefühl der Unternehmer scheinen, es wird versucht, mit möglichst wenig Risiko- und Haftungskapital ein Unternehmen zu führen. Dies ist in der heutigen wirtschaftlichen Lage schon fast verantwortungslos. Ohne eine ausreichende Eigenkapitalausstattung läßt sich ein Unternehmen nicht durch schwierige Zeiten bringen. Das Risiko ist groß, weil niemand weiß, wie es der deutschen Wirtschaft auf Dauer gehen wird und was die Zukunft in Europa vor allem mit der einheitlichen Währung bringt. Dennoch birgt eine zu starke Fremdfinanzierung eine oft unterschätzte dauerhafte Gefährdung des Unternehmens und vor allem der damit verbundenen Arbeitsplätze mit sich.

Der derzeitige stetige Aufwärtstrend am Wertpapiermarkt läßt jedenfalls hoffen, daß zumindest die deutschen Aktiengesellschaften durch das hohe Interesse der Kleinaktionäre einen dauerhaften finanziellen Rückhalt aus der Bevölkerung haben. Bis jedoch das amerikanische Niveau (etwa 30% der Wertpapiere in der Hand von Kleinanlegern) erreicht ist, wird noch einige Zeit vergehen.

Nachdem bereits 1994 der Steuersatz für in Kapitalgesellschaften einbehaltene Gewinne von 50 auf 45% gesenkt wurde, müssen Ende 1998 die bisher mit 50% versteuerten Rücklagen (das sog. EK 50) in niedriger versteuertes Eigenkapital (EK 45) umgegliedert werden. Würden Unternehmen in den kommenden Jahren EK 45 statt EK 50 ausschütten, würde die bei einer Ausschüttung entstehende Körperschaftssteuer um fünf Prozentpunkte geringer ausfallen. Es ist damit zu rechnen, daß es wohl bald vermehrt zu Sonderausschüttungen kommen wird, um effektiv mehr Geld ausschütten zu können und damit die Aktionäre nach Abzug aller Steuern mehr von einer Ausschüttung haben.

³⁶ s. Kaiser (Eigenkapitalausstattung), S. 26f.

Literaturverzeichnis

- Bea, F.X., Dichtl, E. und Schweizer, M. (Betriebswirtschaftslehre), Allgemeine Betriebswirtschaftslehre - Leistungsprozeß (Band 3), 7. Auflage, Stuttgart 1997
- Bierich, M., Schmidt, R. (Finanzierung), Finanzierung deutscher Unternehmen heute, Stuttgart 1984
- Coenenberg, A.G. (Jahresabschluß) Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse: betriebswirtschaftliche, handels- und steuerrechtliche Grundlagen, 15. Auflage, Landsberg/Lech 1994
- Everling, W. (Finanzierung), Die Finanzierung des Unternehmens, 2. Auflage, Berlin 1991
- Glaser, H. (Liquiditätsreserven), Liquiditätsreserven und Zielfunktionen in der kurzfristigen Finanzplanung, Wiesbaden 1982
- Glaser, U. (Kapitalbedarf), Kapitalbedarf II, Wiesbaden 1996
- Horvath, P. (Controlling), Controlling, 6. Auflage, München 1996
- Kaiser, B. (Eigenkapitalausstattung), Die Bedeutung der Eigenkapitalausstattung für eine stabile Unternehmensentwicklung, Frankfurt am Main 1995
- Perridon, L. und Steiner, M. (Finanzwirtschaft), Finanzwirtschaft in der Unternehmung, 9. Auflage, München 1997
- Schmid, H. (Management), Leveraged Management Buy-Out, Frankfurt am Main 1994
- Wöhe, G. (Betriebswirtschaftslehre), Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19. Auflage, München 1996