

Einführung in die Unternehmensfinanzierung

– Abhandlung –

Stand: 09 / 2011

Hinweise zur Verbreitung: diese Abhandlung darf unverändert genutzt, gespeichert und verbreitet werden. Die Nutzung und Verbreitung einer abgeänderten Fassung ist nicht gestattet. Das nachfolgende Werk unterliegt dem Urheberrecht der Bundesrepublik Deutschland.

Inhaltsverzeichnis

1	Eigenkapitalfinanzierung	4
1.1	Vorteile und Nachteile eines Börsengangs	5
1.1.1	Voraussetzungen für einen Börsengang	5
1.1.2	Motive für IPO und Rückzug von der Börse	5
1.1.3	Ablauf eines IPOs	6
1.2	Kapitalerhöhung	7
1.2.1	Kapitalerhöhungen bei Aktiengesellschaften	8
1.2.2	Kapitalerhöhung bei GmbHs	10
1.3	Privat Equity	10
1.3.1	Stille und offene Beteiligungen	11
1.3.2	Typen von Kapitalgebern	12
1.3.3	Strategie und Konzept von Kapitalgebern	13
1.3.4	Gründe für Privat Equity	14
1.4	Venture Capital	15
1.4.1	Typische VC-Finanzierungsstrukturen	16
1.4.1.i	Informelles und formelles Venture Capital	16
1.4.1.ii	Varianten von Venture Capital	16
2	Fremdkapitalfinanzierungen	18
2.1	Kurzfristige Fremdkapitalfinanzierung	18
2.1.1	Kontokorrentkredit	19
2.1.2	Lombardkredit	20
2.1.3	Wechselkredit	21
2.1.4	Weitere kurzfristige Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung	21
2.1.4.i	Lieferantenkredit	21
2.1.4.ii	Kundenanzahlungen	22
2.1.4.iii	Factoring	22
2.1.4.iv	Akzeptkredit	23
2.1.4.v	Rembourskredit	23
2.1.4.vi	Forfaitierung	24
2.1.4.vii	Avalkredit	24
2.1.4.viii	Commercial Paper	25
2.2	Langfristige Fremdkapitalfinanzierung	25
2.2.1	Langfristige Kredite	26
2.2.1.i	Tilgungsvarianten bei langfristigen Darlehen	27
2.2.1.ii	Variable und gebundene Verzinsung	27
2.2.1.iii	Kosten langfristiger Darlehen	28
2.2.2	Akquisitionsfinanzierung	28
2.2.2.i	Häufige Varianten der Akquisitionsfinanzierung	29
2.2.3	Anleihen	30
2.2.3.i	Ausstattungsmerkmale von Anleihen	30

2.2.3.ii	Anleihen mit und ohne Kupon	31
2.2.3.iii	Variabel verzinsten Anleihen	31
2.2.3.iv	Besonderheiten bei der Tilgung	32
2.2.4	Wandelschuldverschreibungen	32
2.2.4.i	Ausstattungsmerkmale von Wandelschuldverschreibungen	33
2.2.5	Leasing	34
2.2.6	ABS (Asset Backed Securities)	35
2.2.7	Kreditprüfung und Kreditsicherheiten	36
2.2.8	Rating und Bonität	37
2.2.9	Personalsicherheiten	38
2.2.10	Sachsicherheiten	39
2.2.10.i	Forderungsabtretung	39
2.2.10.ii	Pfand und Sicherungsübereignung	40
2.2.10.iii	Grundpfandrechtliche Besicherung	40
2.2.11	Mezzanine	41
2.2.11.i	Vorteile von Mezzanine	41
2.2.11.ii	Nachteile von Mezzanine	42
2.2.11.iii	Debt Mezzanine und Equity Mezzanine	43
2.2.12	Options- und Wandelanleihen	44
2.2.12.i	Optionsanleihen	44
2.2.12.ii	Wandelanleihen	45
2.2.13	Typische und atypische Beteiligungen	45
2.2.14	Genussscheine u. Genussrechte	46
2.2.15	Nachrangdarlehen	47
2.2.16	Weitere Mezzanine Instrumente	47
3	Innenfinanzierung	49
3.1	Offene Selbstfinanzierung	49
3.2	Stille Selbstfinanzierung	50
3.3	Abschreibungsfinanzierung	51
3.4	Rückstellungsfinanzierung	52
3.5	Substitutionsfinanzierung	53
4	Impressum	55

1 Eigenkapitalfinanzierung

Mit Eigenkapitalfinanzierungen verschaffen sich Unternehmen Geldmittel durch den Verkauf von Anteilen am Unternehmen und Ansprüchen auf den Erfolg des Unternehmens. Eigenkapitalfinanzierungen sind für die Kreditwürdigkeit vorteilhaft, weil die Fremdkapitalquote sinkt und keine zusätzlichen Zinslasten getragen werden müssen. Zugleich bedürfen sie der Zustimmung der Eigentümer, weil sich die Besitzverhältnisse ändern können.

Ein klassisches Instrument der Eigenkapitalfinanzierung ist der Börsengang. Mit einem IPO (Initial Public Offering) sind diverse Verpflichtungen verbunden: Unternehmen müssen die Transparenz- und Veröffentlichungsstandards ihres Börsensegments einhalten und stehen vom Moment des Listings an viel stärker im Fokus der Öffentlichkeit. Werden Anteile „unkontrolliert“ am Markt verteilt, kann auch die Eigentümerstruktur nicht mehr dominiert werden: Konkurrenten könnten eine feindliche Übernahme anstreben.

Börsengänge stehen nicht jedem Unternehmen offen. Welche Instrumente der Eigenkapitalfinanzierung relevant sind, hängt maßgeblich von Größe und Rechtsform eines Betriebs ab. Von der Rechtsform hängt zudem ab, in welchem Umfang Anteilseigner (also die Kapitalgeber bei einer Eigenkapitalfinanzierung) haften.

Bei Aktiengesellschaften und GmbHs ist die Haftung der Gesellschafter auf die geleistete Einlage beschränkt. Eine solche Haftungsbeschränkung macht die Eigenkapitalbeschaffung sehr viel leichter. In der Praxis kommen tatsächliche „externe“ Kapitalgeber ohne besondere Beziehung zum Unternehmen kaum als Eigenkapitalquelle in Betracht, wenn sie über ihre Einlage hinaus mit ihrem gesamten Privatvermögen haften müssten.

Einzelunternehmen können ihre Eigenkapitalbasis zwar durch stille Gesellschafter erweitern, deren Haftung auf die Einlage beschränkt ist. Rechtlich betrachtet handelt es sich bei einer solchen Konstruktion jedoch um Fremdkapital, auch wenn der stille Gesellschafter am Gewinn beteiligt ist.

Personengesellschaften gründen ihre Eigenkapitalbasis in der Regel auf die Einlagen der Gesellschafter. Kommanditgesellschaften verfügen über mehr Spielräume als Offene Handelsgesellschaften, weil sie zusätzliche Gesellschafter aufnehmen können, die nur im Umfang ihrer Einlage haften und keine Mitbestimmungs- und Gestaltungsrechte erhalten.

Nicht nur Rechtsform und Größe eines Unternehmens, sondern auch seine bereits bestehende Ausstattung mit Eigen- und Fremdkapital und die Ziele der Gesellschafter im Kontext des Marktumfelds haben Einfluss auf die Form der Eigenkapitalfinanzierung. Junge, innovative Unternehmen setzen vor ihrem eigentlichen Eintritt in den Markt oft auf Venture Capital und beteiligen damit spezialisierte Kapitalgeber an ihrem Konzept. Privat Equity eignet sich für reifere Unternehmen, die sich Eigenkapital ohne Börsengang beschaffen möchten.

1.1 Vorteile und Nachteile eines Börsengangs

1.1.1 Voraussetzungen für einen Börsengang

Nicht jedes Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft kann sich an der Börse listen lassen. Der Gang an den Kapitalmarkt erfordert das Einhalten von Standards, die von den Regularien der Börsenbetreiber genauso vorausgesetzt werden wie von (potenziellen) Aktionären.

Diese Standards sind für einen reibungslosen Handel von großer Bedeutung. Nur ein qualitativ hochwertiger Equity-Standort gewährleistet einen effektiven Zugang zu Eigenkapital, der wiederum für jeden Wirtschaftsstandort wichtig ist.

Zu den wichtigsten Kriterien zählt das Erreichen einer „kritischen Masse“. Die Chancen auf eine erfolgreiche Platzierung hängen maßgeblich vom Interesse institutioneller Anleger ab. Nur wenn das Emissionsvolumen groß genug ist, kann später ein liquider Handel stattfinden, der für eine erfolgreiche Kursentwicklung (und damit das Potenzial späterer Kapitalerhöhungen) notwendige Bedingung ist.

Weitere Bewertungskriterien sind neben dem Alter des Unternehmens seine Profitabilität, Wachstum und Cash Flow. Da an der Börse zukünftige Entwicklungen gehandelt werden, sind vor allem die Entwicklungsperspektiven dieser Parameter wichtig.

Auch „weiche“ Kriterien sind im Vorfeld der Platzierung relevant. Positive Merkmale sind: Eine stringente strategische Ausrichtung, ein überzeugendes Management, überzeugende und vom Markt akzeptierte Produkte, leistungsfähige und zuverlässige innerbetriebliche Instanzen (Transparenz, Informationsmanagement, interne Kontrolle).

1.1.2 Motive für IPO und Rückzug von der Börse

Das häufigste Motiv für einen Gang an die Börse ist die Finanzierung von Wachstum. Das ist zwar unter bestimmten Voraussetzungen auch durch die Alteigentümer möglich. Sind diese dazu jedoch nicht mehr bereit – etwa weil ihnen das Risiko zu groß erscheint oder sie keinen zu großen Anteil ihres Vermögens in einem Unternehmen platzieren möchten – müssen externe Kapitalgeber her.

Der Diversifikationsgedanke spielt vor allem bei Privat-Equity-Gesellschaften häufig eine Rolle. Deren Engagement ist in aller Regel auf maximal zehn Jahre ausgelegt und zielt auf das Erreichen der Börsenreife ab. Der Ausstieg kann mit einem Börsengang auch in mehreren Schritten erfolgen. Es ist möglich, einen längerfristigen Umbauprozess in der Eigentümerstruktur einzuleiten.

IPOs können auch eine Entschuldung zum Ziel haben. Die Verbindlichkeiten gegenüber Gläubigern können mit dem Erlös des Börsengangs reduziert oder abgelöst werden. Möglich ist auch eine Umwandlung der Gläubigeransprüche in Eigentumsansprüche.

Wesentlich für die Entscheidung für einen Börsengang ist auch die Erwartung von Management und Eigentümern im Hinblick auf den Emissionserlös. Die Erfahrung lehrt, dass an der Börse nicht immer rational und streng nach fundamentalen Kriterien bewertet wird. In einem günstigen Marktumfeld können die Erlöse eines IPOs den inneren Wert eines Unternehmens um ein Vielfaches übersteigen. Beispiele dafür finden sich nicht nur im New-Economy-Boom der Jahrtausendwende.

Mit einem Börsengang erhöhen Unternehmen ihren Bekanntheitsgrad. Deshalb ist ein IPO im weiteren Sinne auch als Marketinginstrument einzustufen. Damit ist auch der Vertrauensgewinn gegenüber Dritten gemeint: Durch die strengeren kapitalmarktrechtlichen Vorschriften sind börsennotierte Unternehmen für Beteiligungs- und Fremdkapital, Kunden und Lieferanten berechenbarer. Nicht zuletzt steigt auch die Wahrnehmung durch die Medien.

Eine Börsennotierung ist auch mit Nachteilen verbunden. Es gibt durchaus Gründe, einen Börsengang zu unterlassen oder ein Unternehmen zu „delisten“, und seine Anteile vom Handel auszunehmen. Ohne Börsennotierung ist eine feindliche Übernahme durch Konkurrenten sehr viel schwieriger, weil sie nicht über den offenen Markt erreicht werden kann.

Börsennotierte Unternehmen unterliegen besonderen Pflichten bei Bilanzierung und Berichterstattung. Abhängig vom Börsensegment sind z. B. quartalsweise Geschäftsberichte erforderlich. Vor allem für relativ kleine Unternehmen folgt aus diesen Pflichten ein vergleichsweise hoher finanzieller Aufwand, der sich nicht immer rechnet.

Ein weiteres Motiv kann im Wunsch von Alteigentümern bestehen, die früheren Eigentumsstrukturen wiederherzustellen und z. B. wieder 100 Prozent der Anteile zu besitzen. Das ist nicht zuletzt dann attraktiv, wenn beim IPO ein Preis erzielt wurde, der weit über dem späteren Börsenkurs liegt.

1.1.3 Ablauf eines IPOs

Der Börsengang eines Unternehmens bedarf einer umfangreichen Vorbereitung. Nicht selten vergehen von der internen Beschlussfassung bis zum Handelsstart mehrere Jahre. Unternehmen müssen zunächst diverse Anforderungen erfüllen, bevor ein Börsengang mit Erfolg bestritten werden kann.

Auch wenn mit einem IPO die Entwicklungsgeschichte eines Unternehmens nicht beendet ist (jedenfalls sollte das nicht der Fall sein), stellt das Listing an der Börse einen sehr wichtigen Meilenstein dar.

Neben der geeigneten Rechtsform müssen auch Standards in der Rechnungslegung erfüllt werden. Dabei kommt vor allem der Bilanzierung nach internationalen Rechnungslegungsstandards wie US-GAAP und IFRS eine besondere Bedeutung zu.

Ein erfolgreicher Börsengang ist durch eine vollständige Platzierung des emittierten Volumens zu einem möglichst guten Preis definiert. Damit dieses Ziel erreicht wird, müssen schon geraume Zeit vor dem ersten Handelstag potenzielle Investoren erreicht werden. Dabei spielt die Equity Story eine wesentliche Rolle.

Die Equity Story wird Investmentfonds, Medienvertretern und allen anderen Interessierten Kreisen vorgestellt. In ihr wird definiert, welche Produkte an welche Zielgruppe verkauft werden sollen, welche Alleinstellungsmerkmale den Erfolg des Unternehmens sichern können und welche Erlöse und Gewinne in Zukunft möglich sind. Die Geschäftsberichte früherer Jahre sind dabei weniger wichtig als die künftigen Perspektiven.

Ein wichtiger Punkt betrifft die Verwendung des Emissionserlöses. Potenzielle Investoren achten sehr genau darauf, ob mit einem IPO lediglich die Alteigentümer abgefunden werden oder ob die aufgenommenen Finanzmittel ins Unternehmen fließen. Der Anteil der Emission am Grundkapital verrät auch, ob den neuen Investoren Einflussmöglichkeiten zugestanden werden. Vor allem

institutionelle Investoren verlangen im Hinblick auf die spätere Liquidität der Aktie ein gewisses Emissionsvolumen, das für den Free-Float vorgesehen ist.

IPOs werden in enger Abstimmung mit dem beauftragten Bankenkonsortium umgesetzt. Die wichtigste Funktion des Konsortiums ist das Platzieren der Aktien. Das ist auch der Hauptgrund dafür, dass mit mehreren Banken zusammengearbeitet wird. Je mehr Investmentbanker involviert sind, desto mehr Investoren werden angesprochen.

Neben Banken sind auch Anwaltskanzleien, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer am Prozess des Börsengangs beteiligt. Ihnen kommt vor allem für die Due Dilligence besondere Bedeutung zu. Bei dieser Sorgfalts- und Plausibilitätsprüfung werden aktuelle und frühere Geschäftsberichte im Detail geprüft. Neben den Geldströmen werden auch alle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten und Rückstellungen geprüft. Das Ergebnis dieser Prüfung „auf Herz und Nieren“ bildet die Basis für die Unternehmensbewertung, die später die Bookbuilding-Spanne beeinflusst.

Die Feststellung eines angemessenen Unternehmenswertes vor dem IPO kann z. B. durch den Vergleich mit einer Peer Group erfolgen. Dabei werden Bilanzkennzahlen von Unternehmen derselben Branche auf das zu bewertende Unternehmen angewandt. Aus einem solchen „impliziten Kurs-Gewinn/Kurs-Umsatz-Verhältnis“ etc. kann dann ein plausibler Kaufpreis ermittelt werden.

Zu jedem Börsengang gehört ein Wertpapierprospekt. Dieser muss es Investoren ermöglichen, sich über das Unternehmen und Chancen und Risiken des Geschäftsmodells sowie einer Investition zu informieren. Das Wertpapierprospektgesetz verlangt, dass über Finanzkennzahlen, Risikofaktoren, Jahresabschlüsse und Organe des Unternehmens in allgemeinverständlicher Sprache informiert wird.

Die meisten IPOs in Deutschland werden heute mit dem Bookbuilding-Verfahren umgesetzt. Das Bankenkonsortium sondiert im Vorfeld nicht nur den Fair Value des Unternehmens, sondern berücksichtigt auch die Nachfrage der Investoreseite. Aus beiden Komponenten wird dann eine Zeichnungsspanne gebildet.

Für einen Zeitraum von zwei bis zehn Tagen können Investoren dann Gebote abgeben. Ein Gebot besteht aus einem Preis innerhalb der Zeichnungsspanne und der Anzahl der Aktien, die zu diesem Preis gekauft werden sollen. Anschließend wird der Emissionspreis festgelegt: Zu diesem Kurs kaufen -sofern keine Überzeichnung vorliegt - alle diejenigen Investoren, die mindestens den Emissionspreis geboten haben. Alle anderen gehen leer aus.

Direkt im Anschluss an die Zuteilung können die neu emittierten Aktien gehandelt werden. Das Bankenkonsortium überlässt die Papiere jedoch nicht sofort vollständig dem Markt, sondern steht im Fall starker Kursturbulenzen mit Stabilisierungsmaßnahmen bereit.

1.2 Kapitalerhöhung

Bei einer Kapitalerhöhung wird das bilanzierte Grund- oder Stammkapital einer Gesellschaft erhöht. Die neu geschaffenen Anteile werden gegen Einlagen veräußert. Kapitalerhöhungen sind ein Instrument der Außenfinanzierung, weil Gelder von externen Parteien eingeworben werden.

Sie sind zugleich ein Instrument der Eigenkapitalfinanzierung, weil die Anteilseigner am Unternehmen beteiligt sind und Anspruch auf Gewinnbeteiligung, nicht aber auf Zins und Tilgung besitzen.

Kapitalerhöhungen belasten das Unternehmensergebnis nicht durch Zinszahlungen an Gläubiger. Anders als bei einer Anleiheemission erhöht sich auch der Verschuldungsgrad nicht – durch die Verbreiterung der Eigenkapitalbasis sinkt der Fremdkapitalanteil an der Unternehmensfinanzierung vielmehr. Mehr bilanzielles Eigenkapital kann dazu beitragen, die Bonität des Unternehmens zu verbessern und z. B. die von Banken bereitgestellten Kreditvolumina zu sichern und die Kreditkosten zu senken.

Die Kapitalaufnahme über eine Kapitalerhöhung kann sich auf die bestehenden Eigentümer beschränken oder neue Gesellschafter ansprechen. Häufig dient eine Kapitalerhöhung der Verbreiterung der Gesellschafterstruktur.

1.2.1 Kapitalerhöhungen bei Aktiengesellschaften

Das Aktiengesetz sieht vier Möglichkeiten einer Kapitalerhöhung bei Aktiengesellschaften vor. In §§ 207-220 AktG ist die **Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln** geregelt. Bei dieser Form der Kapitalerhöhung werden dem Unternehmen keine externen Mittel zugeführt. Stattdessen werden Kapital- und Gewinnrücklagen dem Grundkapital (gezeichnetes Kapital) zugeführt. Dies geschieht durch Gratisaktien, die an die Aktionäre gemäß den bestehenden Eigentumsverhältnissen verteilt werden.

Die **ordentliche Kapitalerhöhung** ist die bekannteste Form: Hierbei werden neue Aktien gegen eine Einlage emittiert, so dass der Gesellschaft Geldmittel zufließen. Die Altaktionäre haben das Recht, ihren Anteil am Unternehmen konstant zu halten. Ihnen werden Bezugsrechte zugeteilt, die separat gehandelt werden können. Die ordentliche Kapitalerhöhung ist in §§ 182-191 AktG geregelt.

Das Gesetz verlangt, dass die Hauptversammlung mit mindestens 75 Prozent der anwesenden Stimmen zustimmt. Die Satzung der AG kann abweichend davon eine andere Zustimmungsquote festlegen. Laut § 182 Abs. 1 AktG muss die laut Satzung festgelegte Mehrheit größer sein als 75 Prozent. In 182 Abs. 2 AktG. Ist zudem festgelegt, dass die entsprechende Mehrheit in allen im Umlauf befindlichen Aktiengattungen einzeln erreicht werden muss.

Der Vorstand muss den Altaktionären ein mindestens zweiwöchiges Bezugsrecht einräumen. Mit Dreiviertelmehrheit kann die Hauptversammlung das Bezugsrecht unter bestimmten Umständen aber ausschließen. Notwendig ist das z. B. bei Fusionen oder Übernahmen per Aktientausch oder der Ausgabe von Belegschaftsaktien.

Eine ordentliche Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht für Altaktionäre ist darüber hinaus möglich, wenn die Kapitalerhöhung erstens 10 Prozent des gezeichneten Kapitals nicht übersteigt und zweitens der Emissionskurs der jungen Aktien maximal 5 Prozent unter dem Börsenkurs der alten Aktien liegt.

Das Bezugsrecht der Altaktionäre soll mehreren Zwecken dienen. Zum einen erhalten Anteilseigner mit dem Bezugsrecht die Möglichkeit, ihren Stimmrechtsanteil konstant zu halten. Eine Alternative zur ordentlichen Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht für Altaktionäre ist die Emission von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht. Die Käufer der Vorzugsaktien werden für den Verzicht auf ein Stimmrecht jedoch eine höhere Beteiligung an den Erträgen des Unternehmens verlangen.

Zum anderen dienen Bezugsrechte als Entschädigung für Altaktionäre, die keine jungen Aktien zeichnen. Junge Aktien werden in der Regel zu einem Kurs ausgegeben, der unter dem Börsenkurs der alten Aktien liegt.

Nach der Emission besteht zwischen jungen und alten Aktien kein Unterschied mehr: An der Börse werden alle Aktien zu einem Mittelkurs gehandelt. Für den Käufer der jungen Aktien ergibt sich daraus ein Vorteil, dem ein Nachteil des Altaktionärs gegenübersteht.

Der Käufer der jungen Aktien muss vor der Zeichnung jedoch ein Bezugsrecht vom Altaktionär erwerben. Das Bezugsrecht ist frei handelbar. Sein rechnerischer Wert entspricht der Differenz zwischen dem rechnerischen Mittelkurs und dem Ausgabepreis der jungen Aktien.

Beim **genehmigten Kapital** handelt es sich um eine Kapitalerhöhung auf Abruf. Der Vorstand einer AG lässt sich dabei von der Hauptversammlung das Recht zu einer Kapitalerhöhung einräumen, ohne dass ein konkreter Anlass besteht. Für den genehmigten Zeitraum kann er dann (mit Zustimmung des Aufsichtsrates) jederzeit eine ordentliche Kapitalerhöhung durchführen.

Die Hauptversammlung muss dem Ersuchen des Vorstands mit mindestens drei Viertel der Stimmen zustimmen. Die Ermächtigung darf für einen Zeitraum von bis zu fünf Jahren gelten. Das Grundkapital darf um maximal 50 Prozent erhöht werden.

Die Hauptversammlung stellt dem Vorstand durch die Ermächtigung ein flexibles Instrument zur Verfügung. Günstige Konstellationen – z. B. eine ambitionierte Bewertung des Unternehmens, seiner Branche oder ein günstiges Aktienklima insgesamt – können dann ohne langwierige Prozedur ausgenutzt werden.

Die Ermächtigung des Vorstands durch die Hauptversammlung kann zusätzlich vorsehen, Altaktionären kein Bezugsrecht zuzuteilen. Das beschleunigt nicht nur die Platzierung der jungen Aktien am Markt. Für die Zuteilung an Mitglieder der Belegschaft oder beim Erwerb von Unternehmen per Aktientausch ist ein Ausschluss des Bezugsrechts ebenfalls erforderlich.

Bedingte Kapitalerhöhungen werden wie das genehmigte Kapital mit Dreiviertelmehrheit von der Hauptversammlung beschlossen. Genau wie beim genehmigten Kapital darf das Grundkapital um maximal 50 Prozent erhöht werden. Im Beschluss zur Kapitalerhöhung müssen jedoch ihr Zweck, die Bezugsberechtigten und die Konditionen des Bezugs konkret genannt werden.

Bedingte Kapitalerhöhungen kommen im Wesentlichen zu drei verschiedenen Zwecken zum Einsatz. Erstens dienen sie dazu, bei der Emission von Wandel- und Optionsanleihen die Rechte der Gläubiger auf den Bezug junger Aktien zu konstituieren. Zweitens können Fusionen über eine bedingte Kapitalerhöhung vorbereitet werden und drittens werden Belegschaftsaktien auf diese Weise ausgeteilt.

Altaktionäre haben bei bedingten Kapitalerhöhungen keinen Anspruch auf Bezugsrechte. Emittiert eine AG Wandelanleihen oder Optionsanleihen, erhalten die Eigentümer jedoch Bezugsrechte auf diese Papiere.

1.2.2 Kapitalerhöhung bei GmbHs

GmbHs können sich durch eine Kapitalerhöhung zusätzliche Mittel beschaffen. Diese können von den Alteigentümern oder neuen Gesellschaftern stammen. Als Gesellschafter einer GmbH kommen natürliche und juristische Personen (auch Beteiligungsgesellschaften) sowie Erbengemeinschaften in Betracht.

Bei GmbHs besteht die Möglichkeit, dass das gezeichnete Stammkapital von den Gesellschaftern nicht vollständig einbezahlt wird. Laut GmbHG muss bei einer GmbH mit mehreren Gesellschaftern jeder Gesellschafter 25 Prozent des auf ihn entfallenden Stammkapitals einzahlen. Die Summe des von allen Gesellschaftern einbezahlten Kapitals muss mindestens die Hälfte des gesetzlich vorgeschriebenen Mindeststammkapitals (12500 Euro) betragen.

Wurde das Stammkapital noch nicht vollständig einbezahlt, kann die Gesellschafterversammlung Nachzahlungen beschließen. Im Gesellschaftsvertrag kann bei der Gründung der GmbH oder zu einem späteren Zeitpunkt auch eine Nachschusspflicht vereinbart werden. Voraussetzung ist die Zustimmung aller Gesellschafter. Wurde eine Nachschusspflicht vereinbart, kann die Gesellschafterversammlung Nachzahlungen beschließen.

Sollen auch neue Gesellschafter aufgenommen werden, muss die Gesellschafterversammlung mit einer Dreiviertelmehrheit eine Erhöhung des Stammkapitals beschließen. Das Gesetz sieht anders als bei Aktiengesellschaften kein Bezugsrecht der Alteigentümer vor. Ein solches Recht kann aber im Gesellschaftsvertrag vereinbart werden.

Da kein Bezugsrecht existiert, kann es bei einer Kapitalerhöhung aus Sicht der Alteigentümer zu Vermögensverlusten kommen, wenn stille und offene Rücklagen existieren. Ein Ausgleich dieser Nachteile kann durch die Vereinbarung eines Agios auf das zu zeichnende Stammkapital erreicht werden.

Der Beschluss einer ordentlichen Kapitalerhöhung muss notariell beurkundet und ins Handelsregister eingetragen werden. Das gilt auch für die Beschlussfassung zu einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, bei der Rücklagen in Stammkapital umgewandelt werden.

Ordentliche Kapitalerhöhungen sind bei GmbHs auch gegen Sacheinlage möglich. Sie Sacheinlage muss im Beschluss definiert und mit ihrem exakten Betrag sowie der leistenden Person aufgeführt sein. Als Sacheinlage sind geeignet: Forderungen, Grundpfandrechte, Handelsgeschäfte, Unternehmen, das Eigentum an Sachen und die dauerhafte Überlassung von Gegenständen.

1.3 Privat Equity

Privat Equity bezeichnet die Beteiligung an Unternehmen ohne Notierung an der Börse und grenzt diese damit vom Public Equity ab. Die Abgrenzung zum Venture Capital wird dadurch vollzogen, dass mit Privat Equity-Beteiligungen Engagements in Unternehmen bezeichnet werden, die bereits etabliert sind. Als „etabliert“ werden Unternehmen z. B. dann eingestuft, wenn bereits ein am Markt eingeführtes Produktportfolio besteht.

Die Kapitalbeschaffung über Privat Equity führt über Finanzinvestoren. Der Geschäftszweck von Privat-Equity-Investoren besteht darin, anderen Unternehmen Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Finanzinstrumente zur Verfügung zu stellen. Im Gegenzug erhalten die Investoren Stimmrechte und

Ansprüche auf Gewinnbeteiligung. In der Regel handelt es sich um stille Beteiligungen oder Minderheitsbeteiligungen.

Privat-Equity-Investoren verfolgen mit einzelnen Investments in der Regel keine strategischen Zwecke. Sie investieren die Mittel ihrer Anteilseigner vielmehr in ein Portfolio aus verschiedenen Unternehmen und versuchen, eine Überrendite zu erzielen.

Die Erträge von Privat-Equity-Investoren setzen sich aus Gewinnausschüttungen sowie Veräußerungsgewinnen zusammen. Ein Schlüsselfaktor für den Erfolg der Kapitalgeber ist deshalb die Auswahl aussichtsreicher Investitionsmöglichkeiten und das Sicherstellen günstiger Einstiegskonditionen. Der zeitliche Fokus der Investoren geht selten über 7 bis 10 Jahre hinaus.

In Deutschland bedienen sich Privat-Equity-Investoren häufig einer GmbH & Co. KG, die das Vermögen der Investoren verwaltet. Die Investoren treten als Kommanditisten auf und verpflichten sich mit ihrer Kommanditeinlage zur Bereitstellung von Kapital. Das Risiko der Investoren ist damit (auf die Höhe der Kommanditeinlage) begrenzt. Neben institutionellen Investoren investieren auch vermögende Privatanleger in Privat-Equity-Fonds.

Privat-Equity-Investoren sind eine alternative Möglichkeit zu Bankkrediten und der Finanzierung über den Kapitalmarkt durch die Ausgabe von (jungen) Aktien oder Schuldverschreibungen. Privat Equity zählt zur Außenfinanzierung, weil Mittel von Dritten eingeworben werden.

Zu den wichtigsten Gründen für Privat-Equity-Finanzierungen zählt die Wachstumsfinanzierung. Mit dem neu eingeworbenen Kapital können Unternehmen organisches Wachstum genauso finanzieren wie akquisitorisches Umsatzwachstum.

1.3.1 Stille und offene Beteiligungen

Die Beteiligung von Finanzinvestoren an Unternehmen kann durch unterschiedliche Konstruktionen realisiert werden. Im Wesentlichen wird zwischen offenen und stillen Beteiligungen unterschieden.

Eine offene Beteiligung wird durch die Beteiligung des Investors am Haftungskapital realisiert. Der Investor erwirbt mit den Anteilen die ihm zustehenden Mitbestimmungs- und Informationsrechte. Zudem erwirbt er einen Anteil am Unternehmenswert. Kommt es - wie von Privat-Equity-Investoren regelmäßig beabsichtigt - einige Jahre später zu einer Veräußerung, wird automatisch am Veräußerungsgewinn partizipiert.

Offene Beteiligungen können durch eine Erhöhung des Grund- oder Stammkapitals sowie einen Erwerb von Anteilen von den Eigentümern umgesetzt werden. Bei einem Kauf von Anteilen der Eigentümer kann diesen z. B. ein Angebot unterbreitet werden. Bei großen Unternehmen werden solche Angebote auch über Tageszeitungen, TV etc. verbreitet. Wird eine offene Beteiligung über eine Kapitalerhöhung umgesetzt, muss diese einen Verzicht der Altaktionäre auf ihr Bezugsrecht vorsehen.

Sofern nicht durch gesetzliche Regelungen bestimmt, kann zwischen dem Finanzinvestor und der Beteiligungsgesellschaft ein Gesellschaftervertrag geschlossen werden. Dieser kann z. B. eine Entschädigung der Eigentümer als Gegenleistung für den Verzicht auf ihr Bezugsrecht vorsehen. Solche Vereinbarungen zwischen den Gesellschaftern betreffen ausschließlich das rechtliche Innenverhältnis. Im Außenverhältnis gelten für Finanzinvestoren dieselben Regeln wie für andere offene Gesellschafter.

Offene Beteiligungen sind unbefristet. Der Privat-Equity-Investor beendet sein Engagement durch einen Verkauf der Anteile an Dritte oder die Alteigentümer. Der Ausstieg kann z. B. durch ein IPO erfolgen. Möglich ist aber auch der Verkauf der Anteile an andere Beteiligungsgesellschaften, Unternehmen oder Privatinvestoren.

Wie groß der Einfluss eines Finanzinvestors auf die Entwicklung eines Unternehmens und die Entscheidungen des Managements ist, hängt bei offenen Beteiligungen trivialerweise vom gehaltenen Anteil ab. Dieser wiederum steht im Zusammenhang mit der Strategie des Investors. Einige Investoren bevorzugen passive Minderheitsbeteiligungen, andere setzen auf eine aktive Einflussnahme.

Als Alternative zu einer offenen Beteiligung kommt eine stille Beteiligung in Betracht. Der Privat-Equity-Investor stellt einem Unternehmen dabei Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnliche Instrumente zur Verfügung, erwirbt aber lediglich einen Anspruch auf eine Gewinnbeteiligung. Darüber hinaus besteht Anspruch auf die Rückzahlung der Einlage zum vereinbarten Zeitpunkt oder bei Eintritt der vereinbarten Voraussetzungen.

Das Gesetz lässt Unternehmen und Investoren bei der Ausgestaltung stiller Beteiligungen viel Freiraum. Engagements werden in sogenannte typische und atypische stille Beteiligungen klassifiziert. Die beiden Beteiligungsarten unterscheiden sich durch verschiedene Merkmale.

Um eine atypische stille Beteiligung handelt es sich meistens, wenn dem Investor neben einer Beteiligung an den laufenden Gewinnen auch eine Beteiligung am Betriebsvermögen beim Ausstieg aus der Beteiligung zugesichert wird. Üblicherweise erhält der Finanzinvestor dann Mitbestimmungsrechte. Häufig wird ein Sitz im Aufsichtsrat besetzt.

Bei einer typischen stillen Beteiligung ist das nicht der Fall. Der Investor stellt Eigenkapital zur Verfügung und erhält dafür Ansprüche auf Teil des Unternehmensgewinns. Ansonsten ist die Abgrenzung einer typischen stillen Beteiligung von einem Nachrangdarlehen schwierig.

Die Unterscheidung zwischen typischer und atypischer stiller Beteiligung ist steuerrechtlich relevant. Der Privat-Equity-Investor muss Einkünfte (dazu zählen auch Veräußerungsgewinne) aus einer atypischen stillen Beteiligung wie Einkünfte aus Gewerbebetrieb versteuern. Bei einer typischen stillen Beteiligung ist das nicht der Fall: Die Einkünfte werden steuerlich den Kapitaleinkünften zugerechnet.

1.3.2 Typen von Kapitalgebern

Privat-Equity-Investoren agieren aus ganz unterschiedlichen Interessen und Hintergründen heraus. Die Motive beschränken sich keinesfalls auf das Erzielen einer möglichst hohen und raschen Renditemaximierung.

Konzerne gründen Privat-Equity-Gesellschaften, um wichtige Entwicklungen im Bereich ihrer Geschäftstätigkeit früh zu bemerken und an technologischen Innovationen rasch zu partizipieren. Automobilkonzerne unterhalten Beteiligungsgesellschaften dieser Art genauso wie Unternehmen aus der Chemie- oder Pharma-Branche.

Das Augenmerk der Konzerne liegt dabei weniger auf dem Aufspüren „bahnbrechender Erfindungen“ (dieser Zweck wird ggf. durch hauseigene VC-Gesellschaften verfolgt), sondern vielmehr auf der Beteiligung an technologischen Trends, denen eine wachsende Bedeutung unterstellt wird. So beteiligten sich z. B. große Energiekonzerne bereits frühzeitig an Unternehmen der

Wertschöpfungsketten rund um Solar- und Windenergie, obwohl diese Segmente im Kerngeschäft noch unbedeutend waren.

Bankeigene Privat-Equity-Gesellschaften gehörten zu den Vorreitern auf dem im internationalen Vergleich lange zurückgebliebenen deutschen Markt. Mit Beteiligungen sind höhere Renditen möglich als mit gewerblichen Krediten. Banken können aussichtsreiche Engagements durch ihren direkten Kontakt zu Kunden nicht nur schnell identifizieren, sondern sie durch ihre gute Verhandlungsposition und die bestehende Kundenbindung auch mit relativ geringem Aufwand zum Abschluss bringen.

Vor allem Geschäftsbanken mit breitem Produkt- und Kundenportfolio gründen eigene Beteiligungsgesellschaften auch, um ihr Sortiment zu komplettieren. Im Geschäft mit vermögenden Privatkunden spielt Privat Equity ebenso eine Rolle wie im Geschäft mit Corporate Clients, denen eine PE-Finanzierung als hauseigene Dienstleistung angeboten wird.

Auch die öffentliche Hand stellt Beteiligungskapital bereit. Programme von Entwicklungs- oder Strukturbanken dienen der Förderung der wirtschaftlichen Entwicklung. Abhängig vom Institut kann ein Programm allen Interessenten grundsätzlich zugänglich oder auf bestimmte Zielgruppen (z. B. Unternehmen einer bestimmten Region oder einer bestimmten Branche) beschränkt sein.

Auch wenn viele Beteiligungsangebote der öffentlichen Hand einen Subventions-Charakter besitzen, müssen sie nicht zwingend günstiger sein als Beteiligungen über den freien Markt. Gängig sind so zum Beispiel Modelle der äquivalenten Beteiligung einer öffentlichen Privat-Equity-Gesellschaft. Dabei stellt die öffentliche Gesellschaft exakt denselben Betrag zu denselben Konditionen bereit, den auch ein privater Investor bereitstellt.

1.3.3 Strategie und Konzept von Kapitalgebern

Privat-Equity-Gesellschaften leben vom Erfolg der Projekte in ihrem Portfolio. Entscheidend für den Erfolg sind deshalb der Kontakt zu Unternehmen mit Finanzierungsbedarf sowie eine leistungsfähige Prüfungs- und Filtermethodik für die infrage kommenden Geschäftsmodelle. Darüber hinaus müssen Engagements zu günstigen Konditionen ausgehandelt und nach dem Einstieg bis zu erfolgreichen Veräußerung innerhalb des anvisierten Zeithorizontes betreut werden.

Die Akquisition von Interessenten ist für Privat-Equity-Gesellschaften genauso wichtig wie für jedes andere Unternehmen auch. Häufig wird ein beträchtlicher Teil der Kontakte über ein Netzwerk außerhalb des Unternehmens generiert: Banken, Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte, Steuerberater und Venture Capitalists stehen im direkten Kontakt zu potenziellen Kunden und erfahren nicht selten als erste von absehbarem Finanzierungsbedarf.

Da Beteiligungskapital ein knappes Gut ist, kommt der möglichst effektiven Allokation eine große Bedeutung zu. Ein leistungsfähiger Katalog von Annahme- und Ausschlusskriterien sollte möglichst wenige gute Projekte ablehnen und möglichst wenige schlechte Projekte zulassen. Je besser die Optimierung des daraus entstehenden Zielkonflikts gelingt, desto besser sind die Ertragsaussichten der Beteiligungsgesellschaften.

Wenn grundlegende Übereinstimmungen im Hinblick auf Branche, Beteiligungsvolumen, Entwicklungsstadium des Unternehmens und die ungefähre Art der Beteiligung vorhanden sind, wird ein Prüfungsprozess durchgeführt, der dem im Vorfeld eines Börsengangs ähnlich ist. Im Rahmen der Due Diligence werden (handels-)rechtliche und steuerliche Aspekte genauso durchleuchtet wie das Marktumfeld im Hinblick auf den Reifegrad und die Wettbewerbssituation.

Liegt eine valide Datenbasis vor, wird der Wert des Unternehmens eingeschätzt. Dabei kommt z. B. die DCF-Methode zur Anwendung. Bei der Discounted-Cashflow-Methode werden die (erwarteten) zukünftigen Einzahlungsüberschüsse auf die Gegenwart abgezinst. Dabei werden mehrere Szenarien unterstellt, bei denen wichtige Parameter wie z. B. Umsatz, Beschaffungspreise, Absatzpreise, die Lohnentwicklung etc. variiert werden.

Der ermittelte Wert (in der Praxis werden aufgrund von verschiedenen Verfahren und Annahmen mehrere Werte ermittelt) des Unternehmens bildet die Grundlage für die Verhandlungen über eine Beteiligung. Der Kaufpreis ist dabei nur einer von vielen Aspekten.

Kapitalgebern geht es vor allem darum, dem Management Anreize für ein eigentümergefreundliches Verhalten zu setzen und sich Möglichkeiten der Einflussnahme zu sichern. Das gilt weniger für Publikumsgesellschaften, sondern vor allem für Unternehmen mit wenigen Gesellschaftern, die in hohem Maße mit ihrem Unternehmen verbunden sind.

Ein wichtiges Instrument sind in diesem Zusammenhang Vereinbarungen über eine spätere Korrektur der Anteilsverhältnisse. Es kann vereinbart werden, dass die Mitgesellschafter Anteile an die Beteiligungsgesellschaft gegen geringes oder gar kein Entgelt abtreten müssen, wenn die Ertrags/Umsatz/Entwicklungsziele verfehlt werden. Umgekehrt tritt die Beteiligungsgesellschaft Anteile ab, wenn die Ziele übertroffen oder früher als geplant erreicht werden.

Abhängig vom Entwicklungsstadium und den Zielen einer Unternehmung kann auch ein schrittweiser Erwerb von Anteilen durch die Privat-Equity-Gesellschaft vereinbart werden, der an qualitative oder quantitative Bedingungen geknüpft ist. Diese Möglichkeit kommt vor allem in Betracht, wenn mit der Beteiligung Wachstum finanziert werden soll.

Auch die finanzielle Beteiligung des Managements ist aus Sicht von Beteiligungsgesellschaften ein Vorteil. Haftet der Vorstand mit Teilen seines Privatvermögens, ist er auch selbst vom Erfolg überzeugt. Ob eine finanzielle Beteiligung des Managements bis in existenzielle Höhen wünschenswert ist, wird kontrovers diskutiert. Befürworter argumentieren, dass der Leistungsanreiz umso höher sei, je größer das persönliche Engagement im Unternehmen ist. Kritiker befürchten Fehlanreize, wie z. B. das systematische Umgehen von (vielleicht lohnenswerten) Risiken.

Charakteristisch für Beteiligungsgesellschaften ist, dass sie schon beim Einstieg in ein Unternehmen den späteren Ausstieg berücksichtigen. Der Zeithorizont von Privat-Equity-Gesellschaften übersteigt nie zehn Jahre und liegt in der Regel signifikant darunter. Für die Veräußerung der Anteile steht ein breites Spektrum an Möglichkeiten zur Verfügung.

Sofern die Voraussetzungen erfüllt sind und das Marktumfeld günstig ist, können die Anteile über ein IPO am Aktienmarkt platziert werden. Möglich ist auch der Verkauf an andere Beteiligungsgesellschaften oder an die Altgesellschafter.

1.3.4 Gründe für Privat Equity

Privat Equity wird definitionsgemäß von Unternehmen genutzt, die sich bereits am Markt etabliert haben. Aus diesem Grund steht die Kapitalbeschaffung über Finanzinvestoren aus Sicht der Geschäftsführung regelmäßig in Konkurrenz zu anderen Finanzierungsformen.

Ein Vorteil gegenüber Bankkrediten besteht in der Möglichkeit, die Abhängigkeit von einem Kreditinstitut zu verringern. Bedeutsam ist häufig die bereits bestehende Fremdverschuldung. Ist ein

Unternehmen bereits verschuldet, kann eine Ausweitung der Fremdfinanzierung zu einer risikobedingten Verteuerung aller Kredite führen.

Eigenkapitalfinanzierungen über die Börse sind für viele Unternehmen unattraktiv. Vor allem Mittelständler müssen mit vergleichsweise hohen Kosten für die Platzierung der Anteile am Markt rechnen. Zudem ist eine Börsennotierung mit vielen zusätzlichen Pflichten und Kosten verbunden.

Privat-Equity-Gesellschaften stellen Kapital häufig im Rahmen von Brückenfinanzierungen zur Verfügung. Der Fokus liegt dabei naturgemäß auf Finanzierungen, die durch den Gang an die Börse abgelöst werden. Von der Entscheidung für einen Börsengang und der tatsächlichen Platzierung von Aktien im Rahmen des IPOs kann eine Zeitspanne von mehreren Jahren vergehen, weil Unternehmen zunächst diverse Voraussetzungen erfüllen müssen.

Privat Equity kann an die Stelle eines geplanten Börsengangs treten, wenn zum ursprünglich beabsichtigten IPO-Zeitpunkt die Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt schlecht sind. In einem ungünstigen Marktumfeld können die Emissionserlöse niedriger ausfallen als mit Blick auf die Fundamentaldaten eines Unternehmens notwendig – eine Zwischenfinanzierung befreit von dem Druck eines sofortigen Börsengangs.

Privat-Equity-Gesellschaften treten auch als Kapitalgeber für Ableger auf. Bei einem Ableger handelt es sich um eine Sparte oder eine Abteilung eines Unternehmens, die aus diesem Unternehmen ausgegliedert wird. Ableger finden sich z. B. bei größeren Konzernen, die einen bestimmten Geschäftsteil nicht mehr tragen und zu einem angemessenen Preis abstoßen möchten.

Ist der Ableger für einen eigenständigen Börsengang zu klein, sind Privat-Equity-Investoren mögliche Ansprechpartner. Nach einer solchen Ausgliederung werden die Ableger häufig von den früheren Abteilungsleitern geführt. Die Kapitalbeschaffung über Privat-Equity-Investoren ist dann regelmäßig einfacher als über einen Bankkredit, weil die frühere Einbindung in den größeren Unternehmensverbund das Interesse von Investoren auf sich zieht.

Ein weiteres häufiges Einsatzfeld von Privat-Equity-Finanzierungen sind MBIs und MBOs. Bei einem Management-Buy-in erwirbt eine externe Geschäftsführung Anteile am Unternehmen und bringt es damit unter seine Kontrolle. Bei einem Management-Buy-out erwirbt die Geschäftsführung zu diesem Zweck Anteile am von ihr selbst geführten Unternehmen.

MBIs und MBOs werden (auch) Privat-Equity-Finanzierungen zugeordnet. Das ist auf die Struktur dieser Transaktionen zurückzuführen. In der Regel wird ein beträchtlicher Fremdkapitalanteil verwendet. Banken stellen Kredite jedoch nur dann bereit, wenn auch Eigenkapital an der Transaktion beteiligt ist. Privat-Equity-Investoren können dieses Eigenkapital stellen.

1.4 Venture Capital

Venture Capital bezeichnet Risikokapital. Es wird von Kapitalbeteiligungsgesellschaften bereitgestellt, die sich auf die Finanzierung von jungen Unternehmen in Branchen mit hohem Innovationsgrad und/oder mit sehr innovativem Geschäftsmodell spezialisiert haben. Typischerweise wird den finanzierten Unternehmen ein beträchtliches Wachstumspotenzial unterstellt.

Im Status der finanzierten Unternehmen findet sich die wesentliche Abgrenzung zu Privat Equity. Privat Equity dient zur Finanzierung von Unternehmen, die sich bereits am Markt etabliert haben.

Genau wie bei Privat Equity wird aber auch bei Venture Capital Eigenkapital bereitgestellt, das die Haftungsmasse des Unternehmens vergrößert.

Venture Capital ist Wagniskapital: Es wird naturgemäß ohne Sicherheiten zur Verfügung gestellt. Der übliche Zeithorizont der Beteiligungsgesellschaften liegt im Bereich von drei bis maximal (!) zehn Jahren. Die Zusage einer Finanzierung hängt maßgeblich davon ab, wie das Entwicklungspotenzial des Geschäftsmodells eingestuft wird. Da mit allen Engagements ein hohes Ausfallrisiko verbunden ist, muss die Rendite in Positiv-Szenarien entsprechend hoch ausfallen, damit eine Beteiligung sich aus betriebswirtschaftlicher Sicht für die VC-Gesellschaft lohnt.

Die Zielgruppe von VC-Beteiligungsgesellschaften sind junge Unternehmen, die noch weit entfernt von Gewinnen oder Cashflows sind. Im Anlagevermögen finden sich im Wesentlichen immaterielle Vermögensgegenstände wie Patente und Schutzrechte. Der Bekanntheitsgrad ist gering oder gar nicht vorhanden und selbst aussagekräftige Studien über das Marktpotenzial des Konzeptes liegen nicht vor.

Häufig besteht der wesentliche Teil des Geschäftskonzeptes aus einer Idee. Die Existenzgründer verfügen selbst nicht über die finanziellen Mittel, die zu einer Umsetzung des Konzepts erforderlich wären. Eine Finanzierung über Bankkredite ist nicht möglich bzw. – wegen einer unkalkulierbaren persönlichen Haftung – auch gar nicht erwünscht.

Venture-Capital-Beteiligungsgesellschaften bieten ihren Kunden typischerweise begleitende Beratungs- und Betreuungsangebote an. Mit ihrem Einstieg sichern sie sich einen beträchtlichen Teil der möglichen, künftigen Erfolge des Unternehmens. Da meist nur wenige Einzelpersonen an dem Konzept beteiligt sind, lohnt sich für diese die Inanspruchnahme des Risikokapitals trotzdem.

1.4.1 Typische VC-Finanzierungsstrukturen

1.4.1.i Informelles und formelles Venture Capital

Der Markt für Venture Capital wird immer wieder in zwei Kategorien unterteilt, die sich im Hinblick auf die übergeordnete Organisationsstruktur unterscheiden. Formelles Venture Capital wird von institutionellen Anlegern über Fonds bereitgestellt, während informelles Venture Capital vor allem von privaten Investoren stammt, die häufig eine besondere Bindung zum Projekt und/oder seinen Initiatoren aufweisen.

Aus Sicht der Kapitalgeber ist bei formellem Venture Capital vor allem die Möglichkeit einer Portfoliodiversifikation maßgeblich. Es wird nicht in ein einziges, sondern in eine Vielzahl von Projekten investiert, die untereinander –soweit dies im üblicherweise sehr frühen Entwicklungsstadium der Unternehmung absehbar ist – unabhängig voneinander sind.

Informelles Venture Capital stammt von Privatpersonen. Dabei kann es sich um Personen aus dem privaten oder betrieblichen Umfeld des Gründers oder um Business Angels handeln. Business Angels sind (in der Regel überdurchschnittlich vermögende) Privatpersonen, die im Frühstadium einer Unternehmung neben Geld auch Know-How und Kontakte zur Verfügung stellen. Häufig investieren Business-Angels in Segmenten, in denen sie selbst lange tätig waren oder es noch sind.

1.4.1.ii Varianten von Venture Capital

Venture Capital unterscheidet sich von Privat Equity durch das Stadium der Unternehmensentwicklung, in dem Kapitalgeber einsteigen. VC-Gesellschaften beteiligen sich sehr

früh an Unternehmen – oft besteht ein Betrieb lediglich aus einem Konzept, einem Patent oder einer Idee.

Seed-Finanzierungen setzen an einem Punkt an, an dem eigentlich noch gar kein Unternehmen existiert. Zu den finanzierten Aufgaben gehören z. B. das Definieren von Zielen des Projekts und die Erfassung möglicher Marktpotenziale durch Marktforschung.

Formelles VC wird für Seed-Finanzierungen relativ selten bereitgestellt. Der Hebel ist für Kapitalgeber in einem so frühen Stadium groß: Einer sehr großen Renditechance steht ein entsprechend hohes Totalverlustrisiko gegenüber. Typisch für Seed-Finanzierungen ist, dass Gründer selbst einen Teil des Eigenkapitals –durch Einlage oder Übernahme einer äquivalenten Haftung - leisten müssen.

Start-up-Finanzierungen setzen an einem etwas späteren Punkt an. Start-ups sind Unternehmen, die sich mit der Entwicklung (nicht Konzeptionierung!) ihres Geschäftsmodells befassen. In diesem Stadium werden Produkte entwickelt und technologisch nahe an die Marktreife herangebracht. In der Start-up-Phase wird ein weitreichendes Vermarktungskonzept entwickelt, bei dem Wettbewerbs- und Potenzialanalysen berücksichtigt werden.

Start-up-Finanzierungen werden mehrheitlich durch Business-Angels finanziert. Um Zugang zu formellem Venture Capital zu erhalten, müssen Jungunternehmer vor allem einen stringenten Businessplan vorlegen. Dieser muss nicht nur glaubhaft darlegen, dass die geplanten Produkte auch tatsächlich hergestellt werden können. Er muss auch darlegen, welche Marktpotenziale zu erwarten sind, welche Eintrittshürden gegenüber potenziellen Wettbewerbern bestehen etc. Notwendige Bedingung für eine Beteiligung ist eine ausreichende fachliche und betriebswirtschaftliche Kompetenz des Gründers.

First-Stage-Finanzierungen sind die dritte Phase in der frühen Unternehmensentwicklung, für die Venture Capital in Betracht kommt. Naturgemäß wächst der Kapitalbedarf mit jeder bewältigten Entwicklungsstufe an. Die First-Stage-Phase dient dazu, Produkte zu entwickeln und am Markt zu platzieren. Dazu muss ein Produktions- und Vertriebsprozess aufgebaut werden.

In dieser Phase steigt der Kapitalbedarf typischerweise stark an, weil Produktionskapazitäten bereitgestellt werden müssen. Dazu zählen Mitarbeiter, Werkshallen etc. Der Gründer muss sich zudem mit neuen Problemstellungen auseinandersetzen, die über die bislang dominierenden fachlichen Aspekte hinausgehen. So müssen z. B. Mitarbeiter gefunden werden.

In der First-Stage-Finanzierung ist die Betreuungs- und Beratungsfunktion des Kapitalgebers deshalb besonders wichtig. In dieser Phase treten am häufigsten Interessenskonflikte zwischen Kapitalgeber und Jungunternehmer auf. Während Investoren z. B. eine rasche Ausweitung der Produktion und eine dauerhafte Platzierung am Markt anstreben, könnte der Gründer gedanklich noch zu stark in der Perfektionierung „seines“ Produktes und seiner Idee gebunden sein.

2 Fremdkapitalfinanzierungen

Mit Fremdkapital beschaffen sich Unternehmen Geldmittel, denen Gläubigeransprüche gegenüberstehen. Gläubiger haben Anspruch auf Rückzahlung und Verzinsung des eingesetzten Kapitals und werden im Insolvenzfall vorrangig vor den Anteilseignern aus der Insolvenzmasse bedient. Sie erhalten aber keine Stimm-, Mitbestimmungs- und Gestaltungsrechte.

Fremdkapitalfinanzierungen sind für Unternehmen jeder Rechtsform und Größe möglich. Kleine und mittlere Unternehmen greifen vorwiegend auf Bankdarlehen zurück, weil der Zugang zum Anleihemarkt mit zusätzlichen Hürden verbunden ist. Neben Banken und Sparkassen sowie Anleiheinvestoren kommen auch Banken der öffentlichen Hand als Fremdkapitalgeber in Betracht.

Die Konditionen für Fremdkapital richten sich nach diversen Parametern, die nicht alle im Einflussbereich des Unternehmens liegen. Wesentlich für die Kosten von Bankdarlehen und die Konditionen von Anleiheplatzierungen sind z. B. das allgemeine Zinsniveau am Markt sowie die Risikoaversion der Finanzmärkte, die den Aufschlag auf den sicheren Zinssatz (gemeint ist der Zinssatz von Bundesanleihen) bestimmt.

Ob ein Unternehmen Fremdkapital erhält und welche Kosten es dafür tragen muss, hängt zudem ganz wesentlich von seiner Kreditwürdigkeit ab. Banken und Ratingagenturen ermitteln vor allem anhand von Bilanzkennzahlen die zu erwartende Ausfallwahrscheinlichkeit. Vom Ausgang dieser Prüfung ist auch abhängig, ob und in welchem Umfang Sicherheiten bestellt werden müssen.

Fremdkapitalfinanzierungen erstrecken sich über alle betrieblich relevanten Zeithorizonte. Die langfristige Fremdkapitalfinanzierung dient zur Finanzierung von Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen, aber auch zur Finanzierung von Übernahmen und Beteiligungen. Kurzfristige Fremdkapitalfinanzierungen dienen vor allem der Sicherstellung der Liquidität und der Finanzierung des Warenumsatzes.

2.1 Kurzfristige Fremdkapitalfinanzierung

Die kurzfristige Fremdkapitalfinanzierung dient Unternehmen zur jederzeitigen Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit (Liquidität). Darüber hinaus finanzieren Unternehmen auch den Wareneinsatz und bestimmte Kosten der Produktion kurzfristig vor.

Eine wichtige Rolle bei der kurzfristigen Fremdkapitalfinanzierung spielen Banken. Auch Großunternehmen mit Zugang zum Bondmarkt nutzen diesen selten zur Aufnahme kurzzeitiger Kredite. Die Emission von Anleihen ist mit viel Aufwand verbunden und nimmt einige Zeit in Anspruch.

Da kurzfristige Kredite oft nur für wenige Tage in Anspruch genommen werden, lohnt sich dieser Aufwand nicht. Unternehmen jeder Rechtsform und Größe verfügen deshalb über Kontokorrentkredite. Diese ermöglichen die Nutzung vereinbarter Kreditlinien aus dem laufenden Zahlungsverkehr heraus und ohne weitere Absprache.

Neben Banken sind auch Kunden und Lieferanten wichtige Quellen der kurzfristigen Finanzierung. Lieferanten können Zahlungsziele einräumen und dadurch als formlose Kreditgeber auftreten. Ein Unternehmen kann z. B. seinen Warenumsatz zunächst vom Lieferanten beziehen, ohne sofort die Rechnung zu begleichen. Durch das Zahlungsziel besteht die Möglichkeit, die Lieferung aus Umsätzen zu bezahlen.

Die Funktionsweise von Kundenkrediten ist ähnlich: Der Kunde leistet zunächst eine (An-)Zahlung und erhält die Ware zu einem späteren Zeitpunkt. Unternehmen können dann z. B. den Wareneinsatz beim Lieferanten umgehend bezahlen, wenn dieser kein Zahlungsziel einräumt.

Weitere Instrumente der kurzfristigen Fremdkapitalfinanzierung sind Lombardkredite, Wechselkredite, Avalkredite und Rembourskredite.

2.1.1 Kontokorrentkredit

Banken räumen Unternehmen eine Kreditlinie ein, über die jederzeit verfügt werden kann. Verfügungen erfolgen aus dem laufenden betrieblichen Zahlungsverkehr heraus direkt über das Geschäftskonto. Verfügungen bis zur eingeräumten Kreditlinie sind per Barauszahlung genauso möglich wie über den Einsatz von Zahlungskarten, Überweisungen oder Lastschriften zulasten des Kontos.

Die Tilgung von Kontokorrentkrediten erfolgt durch eine Verrechnung mit den Geldeingängen. Kontokorrentkredite werden üblicherweise ein ums andere Mal prolongiert: Die Kreditlinie steht dann dauerhaft zur Verfügung. Die Zinsen werden mit dem Kontoabschluss belastet und in der Regel quartalsweise oder halbjährlich in Rechnung gestellt.

Das mögliche Einsatzfeld von Kontokorrentkrediten erstreckt sich über verschiedene, kurzfristige Finanzierungsvorhaben. Die Kreditlinie stellt die Liquidität eines Unternehmens auch für Phasen sicher, in denen liquide Mittel knapp sind. Zahlt ein Unternehmen die Gehälter der Mitarbeiter am 27. eines Kalendermonats aus und gehen die Rechnungen der größten Kunden üblicherweise in den ersten Tagen des Monats ein, verringern sich die Reserven kurzzeitig – die Kreditlinie schafft dann Abhilfe.

Kontokorrentkredite werden auch als Überbrückungskredit eingesetzt. Das ist der Fall, wenn mit der Kreditlinie Ausgaben finanziert werden, denen Einnahmen gegenüberstehen, die erst zu einem späteren Zeitpunkt eingeht.

Viele Unternehmen finanzieren mit ihrem Kontokorrentkredit auch den Wareneinkauf und die Produktion. Dann wird das Darlehen auch als Betriebsmittelkredit, Umsatzkredit oder Produktionskredit bezeichnet.

Banken verlangen Sollzinssätze in den meisten Fällen nur für tatsächlich in Anspruch genommene Teile des Kreditrahmens. Der Zinssatz ist variabel. Es kann sich an einem Referenzzinssatz orientieren und daraus abgeleitet werden. Möglich ist zum Beispiel die Regelung: „3-Monats-Euribor plus 6 Prozentpunkte“.

Banken rechnen in den Sollzins ihre Refinanzierungskosten, einen kalkulatorischen Kostenbeitrag, einen Risikozuschlag und eine Gewinnmarge ein. Üblicherweise sind die Zinssätze vergleichsweise hoch. Banken begründen das mit dem Höchstmaß an Flexibilität. Kreditnehmer sind häufig in einer ungünstigen Verhandlungsposition, weil ein Verzicht auf den Kreditrahmen kurzfristig zu schwerwiegenden Engpässen führen kann.

Relativ selten wird zusätzlich zum Sollzins eine Bereitstellungsprovision beantragt. Diese kann unterschiedlich gestaltet sein. Die Bank kann neben einem festen Zinssatz X auch einen Prozentsatz Y des höchsten Sollsaldos eines Monats verlangen. In dieser Konstellation kann es zu sehr hohen Effektivzinssätzen kommen, wenn die Inanspruchnahme des Kreditrahmens stark schwankt.

Es kann auch eine Provision für Teile des Kreditrahmens vereinbart werden, die ungenutzt bleiben. Der Betrieb zahlt dann z. B. 10 Prozent Zinsen für genutzte Teile des Kontokorrentkredits und 4 Prozent für nicht in Anspruch genommene Anteile. Dann fällt entweder der Sollzins oder die Provision an. Banken begründen Entgelte dieser Art häufig damit, dass der eingeräumte Kreditrahmen nicht an andere Kunden vergeben werden kann.

Alternativ dazu kann eine Provision unabhängig von der Inanspruchnahme des Kredits vereinbart werden. Der Kreditnehmer zahlt dann z. B. 9 Prozent Zinsen für genutzte Anteile des Kredits und 3 Prozent für nicht genutzte Anteile.

Lässt die Bank Verfügungen über die eingeräumte Kreditlinie hinaus zu, verlangt sie dafür eine Überziehungsprovision, die auf den regulären Sollzins aufgeschlagen wird. Üblich sind 3-5 Prozent p.a. bei taggenauer Abrechnung. Kreditprovisionen werden dem Sollzins zugerechnet, sofern dieser durch ihre Anwendung verringert wurde.

Dennoch kann sich aus der Nutzung auch ein direkter wirtschaftlicher Vorteil ergeben. Unternehmen können Skonti realisieren, wenn sie ihre Rechnungen rasch begleichen. Abhängig von Branche und Lieferant kann die Ersparnis die Finanzierungskosten übersteigen.

Kontokorrentkredite eignen sich nicht als langfristiges Finanzierungsinstrument. Wird die Kreditlinie von der kontoführenden Bank gekündigt, muss sie binnen kurzer Zeit zurückgeführt werden. Wird sie dauerhaft ausgereizt, können sich Zahlungsschwierigkeiten anschließen.

2.1.2 Lombardkredit

Mit Lombardkrediten können Unternehmen sich kurzfristig Liquidität verschaffen, indem sie Vermögensgegenstände verpfänden. Wechsel und Waren kommen als Pfand ebenso in Betracht wie Wertpapiere. Der verpfändete Gegenstand wird zu einem Prozentsatz deutlich unter 100 Prozent beliehen. Durch die Übersicherung stellen Banken Lombardkredite unkompliziert und zu günstigen Konditionen zur Verfügung.

Die Beleihungsgrenze richtet sich nach der Art des Pfands. Wertpapiere mit geringem oder gar keinem Kursrisiko - so genannte mündelsichere Anlagen - können mit bis zu 80 Prozent ihres Marktwertes beliehen werden. In der Praxis handelt es sich bei mündelsicheren Anlagen vor allem um festverzinsliche Wertpapiere von Emittenten mit guter bis sehr guter Bonität.

Aktien können mit 30 bis 60 Prozent ihres Kurswertes beliehen werden, wobei liquide Blue Chips eine höhere Beleihung erlauben als Nebenwerte aus der zweiten und dritten Reihe sowie Aktien von Unternehmen aus Schwellenländern. Nicht beleihbar sind derivative Finanzinstrumente (z. B. Optionsscheine und Zertifikate).

Auch Waren können als Sicherheit für einen Lombardkredit dienen. Unternehmen können selbstredend keinen beliebigen Warenbestand beleihen. Vermögensgegenstände mit hohem Spezifikationsgrad eignen sich nicht. Sie lassen sich im Fall einer notwendigen Veräußerung des Pfands nicht zuverlässig und zu transparenten Marktpreisen liquidieren.

Gut beleihbar sind Waren mit geringem Spezifikationsgrad (viele Abnehmer), für die es eine transparente Preisfeststellung gibt. Das kann z. B. durch die Notierung an einer Warenterminbörse gewährleistet werden. Der beliehene Warenbestand geht in den Besitz der Bank über.

Kreditinstitute lagern das Pfand nicht selbst ein. Die Lagerung erfolgt regelmäßig bei einer dritten Partei, wie z. B. einem Speditionsunternehmen. Der darlehensgebenden Bank wird der Anspruch auf Herausgabe der Ware übertragen. Alternativ dazu kann statt einer Einlagerung eine Sicherungsübereignung vereinbart werden. Dann kann der Betrieb die lombardierten Vermögensgegenstände im Produktionsprozess einsetzen.

Die Kosten von Lombardkrediten setzen sich aus Sollzinsen und etwaigen Kosten für die Einlagerung des Pfands zusammen. Vor allem wenn Wertpapiere bei der depotführenden Bank lombardiert werden, sind die Gesamtkosten günstiger als bei Kontokorrentkrediten. Durch die Besicherung stellen Banken auch Unternehmen liquide Mittel bereit, deren Kreditwürdigkeit für einen (unbesicherten) Kontokorrentkredit nicht ausreicht.

2.1.3 Wechselkredit

Wechsel nehmen im Geschäftsverkehr mehrere Funktionen ein. Neben der Funktion als Zahlungsmittel dienen sie auch als Kreditinstrument. Akzeptiert ein Schuldner einen Wechsel, verpflichtet er sich bedingungslos zur Zahlung des vermerkten Betrages.

Das zugrundeliegende Rechtsgeschäft ist vom Wechsel losgelöst und spielt bei etwaigen gerichtlichen Auseinandersetzungen keine Rolle. Wird ein Wechsel nicht eingelöst, halten Gläubiger in der Regel binnen sieben Tagen einen vollstreckbaren Titel in den Händen.

Mit einem Diskontkredit verschaffen sich Unternehmen Liquidität, bevor der Wechsel fällig ist. Dazu wird der Wechsel an eine Bank - in der Regel die Hausbank bei der auch ein Geschäftskonto mit Kontokorrentkredit existiert - verkauft. Die Bank zahlt den Forderungsbetrag aus dem Wechsel abzüglich der bis zur Fälligkeit anfallenden Zinsen und weiterer Spesen und Gebühren aus.

Wird der Wechsel vom Schuldner nicht eingelöst, greift die Bank auf den Kreditnehmer zurück und stellt den Wechselkredit fällig. Aus diesem Grund ist eine Bonitätsprüfung auch bei Wechselkrediten unerlässlich. Auch die Bonität des Wechselschuldners wird geprüft. Banken bedienen sich dabei der Informationen von Wirtschaftsauskunfteien sowie Wechselprotestlisten. Hat der Bezogene andere Wechsel nicht eingelöst, ist dies dort ersichtlich.

Die Kosten für Wechselkredite richten sich im Wesentlichen nach der Laufzeit und dem Marktzinssatz. Der Zinssatz liegt üblicherweise unter dem bei Kontokorrentkrediten üblichen Zinssätzen. Das ist vor allem auf die strengen gesetzlichen Regelungen für Wechsel zurückzuführen. Wechseldiskontkredite sind in der Regel auch günstiger als Lieferantenkredite.

2.1.4 Weitere kurzfristige Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung

2.1.4.i Lieferantenkredit

Bei einem Kredit muss es sich nicht um ein Darlehen handeln: Als Kredit wird in der Unternehmensfinanzierung auch die Überlassung von Waren oder das Erbringen von Leistungen mit Zahlungsziel bezeichnet. Räumt ein Lieferant seinem Kunden ein solches Zahlungsziel ein, handelt es sich um einen Lieferantenkredit.

Lieferantenkredite können formlos zwischen Lieferant und Abnehmer vereinbart werden. Ein gesonderter Vertrag ist nicht erforderlich: Ein rechtswirksames Zahlungsziel kann auf der Rechnung vermerkt werden. Übliche Laufzeiten von Lieferantenkrediten erstrecken sich von wenigen Wochen bis hin zu mehreren Monaten.

Lieferanten können sich vorab bei Auskunfteien über die Zahlungshistorie von Abnehmern informieren. Eine vollständige Bonitätsprüfung führen sie in der Regel nicht durch. Lieferantenkredite sind nicht als Gefälligkeit, sondern als Instrument der Verkaufsförderung einzustufen. Wird ein Eigentumsvorbehalt vereinbart, verfügt der Kreditgeber über eine gewisse Ausfallsicherheit.

Ein originärer Zinssatz fällt bei Lieferantenkrediten nicht an. Die impliziten Finanzierungskosten ergeben sich vielmehr aus dem nicht realisierten Skonto, der auf der Rechnung vermerkt ist. Die Effektivzinssätze von Lieferantenkrediten sind ausgesprochen hoch. Lieferantenkredite werden häufig von Unternehmen mit geringer Liquiditäts- und Kapitalausstattung wahrgenommen.

Auch Großunternehmen mit Einkaufsmacht lassen sich von (zumeist kleineren) Lieferanten lange Zahlungsziele einräumen, ohne dafür eine Gegenleistung zu erbringen. Dabei handelt es sich aber nicht um einen Lieferantenkredit im engeren Sinne.

2.1.4.ii Kundenanzahlungen

Kundenanzahlungen sind in einigen Branchen üblich. Vor allem im Hoch- und Tiefbau, im Schiffs- und Flugzeugbau und im Maschinenbau wird regelmäßig vereinbart, dass bereits bei der Auftragserteilung ein Teil des Kaufpreises fällig ist. In diesen Branchen ist die Zeitspanne vom Auftrag bis zur Auslieferung gewöhnlich sehr lang, was eine externe Finanzierung durch dritte Parteien sehr teuer macht.

Der Kunde kann für seine Anzahlung Zinsen verlangen. In der Praxis ist das selten der Fall, wenn die Anzahlung zur Durchführung des Auftrags ohnehin erforderlich ist. Dann werden Zinskosten im Preis berücksichtigt. Kunden können aber durch eine befristete Freistellung ihres Kredits von einer Verzinsung versuchen, die pünktliche Lieferung sicherzustellen.

Abhängig von Branche, Kundenbeziehung und Marktlage können Kunden eine Anzahlung als Argument in Preisverhandlungen nutzen. Die Finanzierungskosten des Kreditnehmers bestehen dann in dem Nachlass auf den regulären Preis. Zusätzliche Kosten können anfallen, wenn eine Bankgarantie eingesetzt wird.

2.1.4.iii Factoring

Beim Factoring schalten Unternehmen einen Factor ein. Factors sind spezialisierte Finanzierungsdienstleister, die offene Forderungen ihrer Kunden ankaufen und sofort Geld bereitstellen. Sie übernehmen darüber hinaus das Zahlungsausfallrisiko. Häufig lagern Unternehmen an Factors ihr gesamtes Mahnwesen und die Debitorenbuchhaltung aus.

Beim Factoring handelt es sich um einen Outsourcing-Prozess. Stellt ein Unternehmen seinen Kunden Rechnungen, muss es dafür in dreifacher Hinsicht Aufwand und Risiken bewältigen. Erstens besteht bei jeder Forderung das Risiko eines Forderungsausfalls. Die zahlungspflichtige Partei könnte verspätet, unvollständig oder gar nicht zahlen. Neben dem Risiko eines Ausfalls muss das Unternehmen auch die Zeitspanne bis zum Zahlungseingang bewältigen.

Beim Factoring werden Forderungen umgehend nach ihrer Entstehung an den Factor abgetreten. Der Factor stellt dafür Geld bereit. Er entlastet das Unternehmen damit von seiner Funktion als

Kreditgeber (bezahlen Kunden ihre Rechnung auf Ziel oder mit Verspätung, nehmen sie einen Kredit in Anspruch). Zudem trägt der Factor fortan das Zahlungsausfallrisiko: Fällt eine Forderung aus, reduziert dies den Gewinn des Factors und nicht den des Unternehmens.

Factoring ist nicht für Einzelforderungen möglich. Factoring-Unternehmen schließen mit ihren Kunden Verträge über alle Forderungen oder über einen größeren Katalog von Forderungen ab. Voraussetzung für den Vertragsschluss und insbesondere für die Übernahme des Adressausfallrisikos ist eine gute Bonität sowohl des Unternehmens als auch seiner Schuldner.

Der Factor zahlt beim Ankauf der Forderungen nicht den gesamten Rechnungsbetrag an seinen Kunden aus, sondern überweist zunächst nur einen Vorschuss von 80 bis 90 Prozent der Forderung. Der restliche Teil wird auf einem Sperrkonto geparkt und erst freigegeben, wenn die Forderung entweder bezahlt ist oder - bei einem Forderungsausfall - ein Verschulden des Unternehmens ausgeschlossen werden kann.

Unternehmen verschaffen sich mit Factoring mehr Freiräume. Sie können ihren Kunden Zahlungsziele einräumen, ohne selbst die Liquidität dafür bereitstellen zu müssen. Zudem sinkt das Forderungsausfallrisiko, weil Forderungen gegen Factoring-Unternehmen (oft handelt es sich dabei um Banken) mit geringerer Wahrscheinlichkeit ausfallen.

Bilanziell handelt es sich beim Abschluss eines Factoring-Vertrages um einen Aktivtausch. Der Posten „Forderungen aus Lieferungen und Leistungen“ wird gegen „Guthaben bei Kreditinstituten“ getauscht, wenn alle Forderungen von dem Vertrag betroffen sind und das Factoring-Unternehmen eine Bank ist.

2.1.4.iv Akzeptkredit

Akzeptkredite kommen im Außenhandel zur Anwendung. Zwischen Importeur und Exporteur klafft vor allem bei Übersee-Geschäften nicht nur eine räumliche, sondern auch eine Informationslücke. Der Importeur hat als Käufer ein Interesse daran, erst nach dem Empfang der vollständigen Lieferung zu zahlen.

Der Exporteur müsste dann erstens die Zeit des Transportes per Zahlungsziel finanzieren und zweitens darauf hoffen, dass der Käufer auch tatsächlich zahlt. Die Geltendmachung von Forderungen über verschiedene Rechtsräume hinweg kann in der Praxis sehr schwierig und kostspielig sein.

Der Käufer kann mit einem Akkreditiv eine Bank beauftragen, den Exporteur auszuführen, wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind. Die Bank – gibt gegenüber dem Verkäufer eine verpflichtende Zahlungserklärung unter Bedingungen ab. Die Bedingung ist meist an die Vorlage von Seefrachtscheinen geknüpft: Wurde die Ware nachweislich auf ein (bestimmtes) Handelsschiff verladen, kann der Importeur sich der Lieferung sicher sein.

In der Praxis ist neben der Akkreditivbank (die sich im Land des Importeurs befindet) meistens noch eine weitere Bank involviert, die im Land des Exporteurs ansässig ist. Die zweite Bank kann dann die Ansprüche aus der bedingten Zahlungsverpflichtung der ersten Bank übernehmen und bei Erfüllung der Bedingungen an den Exporteur weiterreichen.

2.1.4.v Rembourskredit

Als Rembourskredite werden Sonderformen von Akzeptkrediten bezeichnet. Bei einer der vielfältigen in der Außenhandelspraxis relevanten Formen von Rembourskrediten wird ein Akzeptkredit mit einem Diskontkredit kombiniert.

Der Exporteur sichert seine Ansprüche über eine Akzeptzusage ab, die die Bank des Importeurs gegenüber der Bank des Exporteurs abgegeben hat.

2.1.4.vi Forfaitierung

Exporteure können im Rahmen von Außenhandelsgeschäften entstandene Forderungen an Banken oder spezielle Finanzierungsgesellschaften verkaufen. Sie lagern damit das Adressausfallrisiko aus und verkürzen die Zeitspanne zwischen Lieferung und Zahlungseingang. Ein solcher Forderungsverkauf im Außenhandel wird als Forfaitierung bezeichnet.

Im Unterschied zum Factoring können Exporteure einzelne Forderungen veräußern. Der Käufer der Forderung verlangt einen Abschlag zum Nominalwert der Forderung, in dem Betriebskosten, Risikokosten und Gewinnzuschlag enthalten sind. Forderungsverkäufer entlasten ihre liquiden Mittel, weil Zahlungen sehr viel rascher eintreffen. Zudem wird auch das im Außenhandel relevante Währungsrisiko eliminiert.

Der Forfateur trägt bei einer echten Forfaitierung alle Risiken aus der erworbenen Forderung. Dazu zählen neben dem auf den Importeur und ggf. auch dessen Bank bezogenen Adressausfallrisiken auch politische Risiken. Diese Risiken sind ebenso wie die Laufzeit und das Zinsniveau der Forderungswährung maßgeblich für die Kosten (den Diskont) des Geschäfts.

Im Gegensatz dazu kann der Forfateur bei einer unechten Forfaitierung unter bestimmten, vertraglich genau vereinbarten Bedingungen ganz oder teilweise auf den ursprünglichen Inhaber der Forderung zurückgreifen.

Forfaitierungen werden von privaten Banken und von Kreditinstituten mit Sonderaufgaben (z. B. der bundeseigenen Kreditanstalt für Wiederaufbau) und der Ausfuhrkreditgesellschaft GmbH angeboten. Aufgrund der starken Exportorientierung der deutschen Wirtschaft haben Außenhandelsfinanzierungen im Aufgabensortiment öffentlicher Banken eine besondere Stellung.

Der Staat unterstützt den Außenhandel deshalb mit einer staatlichen Exportkreditversicherung. Exporteure mit guter Bonität können unter bestimmten Umständen eine Deckung ihrer Forderung durch die Euler-Hermes-Kreditversicherungs AG erreichen. Für die Versicherung wird eine Prämie fällig. Zahlt der Schuldner nicht, trägt der Bund das Risiko.

Forfaitierungen sind auch möglich, wenn eine Hermes-Deckung besteht. Der Bund muss der Veräußerung der Forderung jedoch zustimmen können.

2.1.4.vii Avalkredit

Avalkredite sind Zahlungsverprechen in Form von Bürgschaften oder Garantien, die eine Bank gegenüber dem Gläubiger eines Unternehmens abgibt. Unternehmen können durch die Garantien z. B. Lieferanten oder Kunden dazu bewegen, ihnen Kredit zu gewähren. Bei diesem Kredit kann es sich z. B. um Zahlungsziele handeln.

Der Gläubiger kann sich auf die Erfüllung seiner Ansprüche verlassen, weil die Bank mit ihrer Bonität bürgt. Die Bank verbucht den Avalkredit zunächst als Eventualverbindlichkeit und stellt keine liquiden Mittel bereit, solange der Gläubiger ihr gegenüber seine Ansprüche nicht geltend macht. Gläubiger müssen selbst keine Bonitätsprüfung durchführen.

Avalkredite kommen in der unternehmerischen Praxis in verschiedenen Kontexten zum Einsatz. Mit einer Anzahlungsgarantie sichern sich Auftraggeber ab, die einem Unternehmen für eine spätere

Leistung eine Anzahlung zur Verfügung stellen. Es werden Konventionalstrafen für den Fall einer nicht ordnungs- oder fristgemäßen Vertragserfüllung vereinbart. Mit dem Avalkredit werden diese Konventionalstrafen abgesichert. Ganz ähnlich funktionieren Lieferungs- und Leistungsgarantien.

Von Bedeutung sind Avalkredite auch bei Ausschreibungen von Aufträgen. Zwischen der Erteilung des Zuschlags und dem Abschluss der eigentlichen Verträge kann eine gewisse Zeitspanne liegen. Der Auftraggeber vereinbart deshalb von dem Auftragnehmer mit dem Zuschlag Konventionalstrafen für den Fall, dass es letztlich doch nicht zum Vertragsschluss kommt. Der Avalkredit sichert diese Forderung ab. Ohne Avalkredit könnten sich Unternehmen an vielen Ausschreibungen gar nicht beteiligen.

Die Kosten von Avalkrediten richten sich nach der Laufzeit der Garantie und des übernommenen Gewährleistungsvolumens, ggf. abzüglich vorhandener Sicherheiten.

2.1.4.viii Commercial Paper

Commercial Paper sind kurzfristige Schuldverschreibungen von Unternehmen. Ihre Laufzeit kann zwischen sieben Tagen und knapp unter zwei Jahren betragen. Commercial Paper werden am Kapitalmarkt platziert, wobei Banken behilflich sind. Unter den Käufern finden sich neben Kreditinstituten vor allem Kapitalsammelstellen und Großunternehmen mit überschüssiger Liquidität. Die Platzierung am Kapitalmarkt erfolgt in den seltensten Fällen öffentlich. Die mit der Kapitalbeschaffung beauftragten Banken bieten Commercial Paper vielmehr direkt einem bestimmten Kundenkreis an.

Die Emission erfolgt häufig über revolvingende Commercial Paper Programme. Dabei wird mit den beauftragten Banken ein Volumen vereinbart, das laufend in Anspruch genommen werden kann, aber nicht muss. Unternehmen steht damit ein optionaler Kreditrahmen zur Verfügung, der direkt am Kapitalmarkt platziert wird. Eine tatsächliche Verpflichtung der Banken zur Platzierung gibt es allerdings nicht.

Commercial Paper sind Großunternehmen mit erstklassiger Bonität vorbehalten. Das folgt nicht nur aus dem Käuferkreis, sondern auch aus den Standards, die sich am Markt etabliert haben. Ein Commercial Paper Programm ist nur ab einem skizzierten Volumen von ca. 50 Mio. Euro möglich.

2.2 Langfristige Fremdkapitalfinanzierung

Die langfristige Fremdkapitalfinanzierung dient Unternehmen hauptsächlich zur Finanzierung von Investitionen. Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen werden ebenso in langfristiger Perspektive finanziert wie Grundstücke und Gebäude oder die Übernahme eines anderen Unternehmens. Als „langfristig“ sind dabei Zeiträume von mehr als vier bis fünf Jahren zu verstehen.

Im Regelfall dienen langfristige Finanzierungen zur Anschaffung von Gegenständen des Anlagevermögens. Umlaufvermögen wird nur langfristig finanziert, wenn es sich entweder um die Refinanzierung langfristiger Lieferantenkredite handelt oder ein Mindestbestand an bestimmten Gegenständen des Umlaufvermögens kontinuierlich vorgehalten werden muss.

Die beiden wichtigsten langfristigen Fremdkapitalinstrumente sind Darlehen und Anleihen. Darlehen von Banken kommen für Unternehmen jeder Rechtsform und Größe in Betracht. Die Emission von Anleihen am Kapitalmarkt ist im Wesentlichen größeren Aktiengesellschaften vorbehalten, die die geltenden Standards einhalten und z. B. ein externes Rating vorweisen können.

Für die Konditionen, zu denen Unternehmen sich langfristiges Fremdkapital beschaffen können, sind zwei Größen wesentlich. Zum einen ist die Bonität des Unternehmens maßgeblich. Bei Personengesellschaften und kleinen Kapitalgesellschaften wird die Kreditwürdigkeit durch Banken eingestuft. Bei großen Unternehmen schätzen Ratingagenturen die perspektivische Geschäfts- und Branchenentwicklung und das Risiko eines Zahlungsausfalls ein.

Zum anderen spielt auch das allgemeine Kapitalmarktumfeld eine gewichtige Rolle. Das gilt nicht nur für Anleiheplatzierungen, deren Erfolg und Konditionen von der Absorptionsbereitschaft des Marktes für Corporate Bonds und den verlangten Risikoprämien abhängen. Auch Bankkredite unterliegen im Hinblick auf Bewilligungsbereitschaft und Kosten der Abhängigkeit des Kapitalmarktes.

2.2.1 Langfristige Kredite

Langfristige Kredite werden von privaten Kreditinstituten genauso vergeben wie von Förderbanken der öffentlichen Hand. Darüber hinaus können sich Unternehmen über Schuldscheindarlehen und Gesellschafterdarlehen langfristig Kapital beschaffen. Als langfristig gelten Finanzierungen mit mehr als fünf Jahren Laufzeit.

Banken und Sparkassen vergeben langfristige Kredite an Unternehmen jeder Rechtsform und Größe. Sie refinanzieren die Darlehen am Kapitalmarkt. Sofern mit einem Darlehen Immobilien finanziert werden, steht grundsätzlich die Möglichkeit einer Refinanzierung über Pfandbriefe offen. Pfandbriefe werden mit einem eigenen Deckungsstock besichert, in dem sich Forderungen aus grundpfandrechtlich besicherten Hypothekendarlehen befinden.

Langfristige Kredite ohne grundpfandrechtliche Besicherung werden von Banken über die Emission von Schuldverschreibungen am Kapitalmarkt mit äquivalenter Laufzeit refinanziert. Unbefristete Kredite, die jederzeit mit drei Monaten Kündigungsfrist zurückgefordert werden können, werden über Spareinlagen (wie z. B. Kündigungsgeld) refinanziert.

Banken der öffentlichen Hand – so genannte Kreditinstitute mit Sonderaufgaben – stellen im Rahmen wirtschaftspolitischer Maßnahmen und Zielformulierungen langfristige Kredite an Unternehmen zur Verfügung. Zu den Kreditinstituten mit Sonderaufgaben zählen z. B. die Institute der KfW Bankengruppe (im Besitz des Bundes) und die Landwirtschaftliche Rentenbank.

Bei der Abwicklung bedienen sich die öffentlichen Institute in der Regel privater Banken und Sparkassen. Dabei sind zwei Konstellationen möglich. Handelt es sich um einen durchlaufenden Kredit, agiert die private Bank lediglich als Treuhänder. Trägt die Bank zumindest einen Teil des Kreditausfallrisikos (indem die öffentliche Bank ihr z. B. eine Haftungsfreistellung von 80 Prozent zur Verfügung stellt), nimmt sie die Position einer durchleitenden Instanz an.

Größere Unternehmen nutzen zur langfristigen Finanzierung häufig Schuldscheindarlehen. Schuldscheindarlehen werden von Kapitalsammelstellen und unter diesen vor allem von Versicherungen und Pensionsfonds vergeben. Aufgrund der großen Kreditbeträge beschränkt sich die Zielgruppe auf Großunternehmen.

Die Voraussetzungen für die Aufnahme von Schuldscheindarlehen sind streng. Der größte Teil des ausgereichten Kreditvolumens entfällt auf Lebensversicherer, die bei der Anlage ihres Deckungsstocks strenge Auflagen erfüllen müssen.

Ein Unternehmen kann ein Schuldscheindarlehen nur aufnehmen, wenn seine wirtschaftliche Situation sehr gut ist und das Darlehen besichert wird. Als Sicherheiten kommen z. B. Grundpfandrechte und börsengehandelte Wertpapiere in Betracht. Ohne diese Bedingungen ist ein Schuldscheindarlehen nur nach Genehmigung der Bafin möglich, die die Bonität des Kreditnehmers einschätzt.

Gesellschafterdarlehen kommen vor allem bei GmbHs zum Einsatz. Ein Gesellschafter stellt „seinem“ Unternehmen einen Kredit zur Verfügung, wenn der zusätzliche Erwerb von Anteilen nicht gewünscht ist. Dem Kreditgeber kann z. B. das Risiko eines zusätzlichen unternehmerischen Engagements zu groß sein. Mitgesellschafter können zudem eine Änderung der Eigentumsverhältnisse ablehnen und deshalb einen Kredit bevorzugen.

Gesellschafterdarlehen besitzen eine besondere rechtliche Stellung. Im Fall einer Insolvenz ist der Anspruch des Kreditgebers nachrangig gegenüber anderen Gläubigeransprüchen. Seit November 2008 gilt das für fast alle Gesellschafterdarlehen. Die frühere Regelung, nach der die Nachrangigkeit nur bei einer (fortbestehenden) Kreditgewährung in einer Krise eintrat, gilt nicht mehr.

Wird ein Gesellschafterdarlehen an den Kreditgeber zurückbezahlt und meldet die GmbH danach binnen zwölf Monaten Insolvenz an, kann der Insolvenzverwalter die Rückzahlung des Darlehens anfechten.

2.2.1.i Tilgungsvarianten bei langfristigen Darlehen

Langfristige Kredite sind nicht immer gleich konzipiert. Darlehen werden vor allem anhand der Tilgung unterschieden. Bei endfälligen Darlehen werden während der Laufzeit nur die anfallenden Zinsen gezahlt, die Tilgung erfolgt in einer Summe bei Fälligkeit.

Bei Tilgungsdarlehen vereinbaren Bank und Kreditnehmer eine lineare Tilgung, die sich über die gesamte Laufzeit nicht verändert. Die Tilgungsrate wird dabei als Quotient aus dem Kreditbetrag und der Anzahl der Zahlungsintervalle festgelegt. Zusätzlich zur linearen Tilgung fallen Zinsen an. Einen konstanten Zinssatz vorausgesetzt, verringert sich der zu leistende Kapitaldienst mit jedem Zahlungsintervall.

Bei Annuitätendarlehen vereinbaren Bank und Kreditnehmer eine Rate, die sich aus Zins- und Tilgungsleistung zusammensetzt und über die gesamte Laufzeit hinweg konstant bleibt („Annuität“). Der Anteil der Zinslast an der Zahlung sinkt im Zeitverlauf, während der Tilgungsanteil in deckungsgleichem Umfang zunimmt.

2.2.1.ii Variable und gebundene Verzinsung

Langfristige Darlehen können mit einem Festzins ausgestattet oder variabel verzinst werden. Wird ein variabler Zinssatz vereinbart, orientiert sich dieser an einem Referenzzinssatz. Typischerweise wird ein gängiger Geldmarktsatz (z. B. 3-Monats-Euribor) als Grundlage gewählt. Der Kreditzins setzt sich dann aus dem Referenzzinssatz und einem Zuschlag zusammen, in dem neben den Betriebskosten und der Gewinnmarge der Bank auch ein Risikozuschlag enthalten ist.

Da Betriebs- und Risikokosten sowie Gewinnzuschlag auch in festverzinslichen Darlehen einkalkuliert werden, liegt der Zinssatz von variabel verzinsten Krediten zum Zeitpunkt der Kreditaufnahme unter dem Zinssatz eines langfristigen Darlehens mit Festzins. Das ist auf dessen höhere Refinanzierungskosten zurückzuführen: Eine langfristige Refinanzierung am Bondmarkt kostet mehr als eine kurzfristige Refinanzierung am Geldmarkt.

Unternehmen tragen allerdings das Zinsänderungsrisiko, wenn sie auf eine Festschreibung des Sollzinssatzes verzichten. Die Zinsentwicklung am Geldmarkt kann größeren Schwankungen unterliegen, die zu einer erheblichen Verteuerung der Finanzierung führen können. Kredite mit variabler Verzinsung sind vor allem in Hochzinsphasen geeignet.

2.2.1.iii Kosten langfristiger Darlehen

Die Kosten langfristiger Bankkredite setzen sich aus den Sollzinsen, den Kosten für die Bereitstellung von Sicherheitsleistungen sowie einem möglichen Disagio zusammen. Ein Disagio wird als Prozentsatz des Kreditbetrags angegeben und vom Auszahlungsbetrag einbehalten.

Beispiel: Von einem Kredit über 150.000 Euro mit 4 Prozent Disagio behält die Bank 6.000 Euro ein. Sie zahlt 144.000 Euro aus, der Saldo des Darlehenskontos steht am Tag der Auszahlung bei 150.000 Euro.

Die Sollzinsen können ebenso wie ein Disagio als Betriebskosten steuerlich geltend gemacht werden. Fällt ein Disagio an, muss es steuerrechtlich über die Gesamtlaufzeit des Kredits verteilt werden. Eine vollständige Abschreibung im Jahr der Auszahlung ist nicht möglich. Handelsrechtlich besteht diese Möglichkeit: Ein Disagio kann zwar über einen Rechnungsabgrenzungsposten über die gesamte Laufzeit des Kredits hinweg abgeschrieben werden. Möglich ist aber auch eine vollständige Geltendmachung im Jahr der Auszahlung.

Finanzierungskosten wirken bei der Körperschaft- und Einkommensteuer gewinnmindernd. Bei der Gewerbesteuer wirken sie hingegen gewinnerhöhend: Ein Viertel der gezahlten Zinsen wird als „Entgelt für Schulden“ laut § 8 Nr. 1a GewStG dem Gewerbeertrag hinzugerechnet. Der Freinbetrag von 100.000 Euro pro Jahr entlastet kleine Betriebe, spielt für größere Unternehmen aber i. d. R. keine Rolle.

2.2.2 Akquisitionsfinanzierung

Unternehmen können andere Unternehmen ganz oder teilweise erwerben. Als Akquisition gilt eine Beteiligung mit Mehrheit und der daraus resultierenden Gestaltungsmacht. Die Motive für eine Akquisition können sehr unterschiedlich sein. Finanzinvestoren akquirieren Unternehmen als Beimischung zu ihrem Portfolio und verfolgen damit das Ziel, eine gemessen am übernommenen Risiko attraktive Rendite zu erzielen.

Finanzinvestoren könnten auch mit einer Minderheitsbeteiligung am Gewinn eines Unternehmens partizipieren. Die Beschaffung der Mehrheit dient dazu, den Ertrag durch Maßnahmen im operativen Geschäft zu erhöhen. Zu diesen Maßnahmen können z. B. Kostensenkungsprogramme gehören, die den Gewinn einer Gesellschaft erhöhen.

Akquisitionen von Nicht-Finanzinvestoren sind meistens strategischer Natur. Ein Unternehmen kann z. B. seine Marktposition stärken, indem es einen Wettbewerber übernimmt. Dann sinkt - die Zustimmung der Kartellbehörden vorausgesetzt - nicht nur die Zahl der Konkurrenten. Zusätzlich können bei gelungener Planung und Umsetzung die Ertragspotenziale durch Synergieeffekte verbessert werden.

Das Erreichen einer Mehrheit durch den sukzessiven Aufbau einer Aktienposition in Titeln des zu akquirierenden Unternehmens ist in der Praxis nur schwer realisierbar. Auch bei liquide gehandelten Werten macht der laufende Handelsumsatz an der Börse nur einen geringen Bruchteil der

Marktkapitalisierung aus. Um in den Besitz von mehr als 50 Prozent der Aktien zu kommen, müssten Käufer über einen sehr langen Zeitraum aktiv werden.

In der Praxis werden vor allem Übernahmeangebote genutzt. Den Aktionären des zu erwerbenden Unternehmens wird ein bestimmter Geldbetrag pro Aktie oder eine bestimmte Anzahl an eigenen Aktien als Kaufpreis geboten.

Zur Finanzierung eines solchen Übernahmeangebots gibt es verschiedene Möglichkeiten. Zum einen kommt eine Kapitalerhöhung in Betracht, mit der entweder Geld oder Aktien für die Auszahlung der Eigentümer beschafft werden. Werden den Eigentümern Aktien angeboten, muss das Bezugsrecht für die eigenen Aktionäre ausgeschlossen werden.

Akquisitionen können weiterhin über die Emission von (Wandel-)Anleihen, Bankkredite sowie aus dem laufenden Cashflow, Rücklagen und dem Erlös aus Veräußerungen finanziert werden. Der Verzicht auf eine Kapitalerhöhung wird dann mit einer Erhöhung des Verschuldungsgrades erkaufte.

2.2.2.i Häufige Varianten der Akquisitionsfinanzierung

Vor allem bei Übernahmen durch Finanzinvestoren spielen drei Muster häufig eine Rolle: Management Buy-out (MBO), Management Buy-in (MBI) und Leveraged Buy-out (LBI).

Bei MBO-Transaktionen erwirbt das Management eines Unternehmens zusammen mit einer Beteiligungsgesellschaft Anteile am eigenen Unternehmen. Diese Variante findet sich z. B. bei Spin-Offs, bei denen eine Abteilung aus einem Konzern ausgegliedert und anschließend von der Abteilungsleitung geführt wird.

Im Fall eines Spin-Offs handelt es sich bei der Beteiligungsgesellschaft in der Regel um eine konzerneigene Gesellschaft, wenn die Ausgliederung nicht durch das Ziel einer vollständigen Abspaltung vom Mutterkonzern geleitet ist. Im Bereich der Innovationsforschung sind solche Konstellationen üblich. Soll der Unternehmensbereich hingegen vollständig abgespalten werden, kommen auch externe Kapitalgeber in Frage. Aus deren Sicht ist die Beteiligung des neuen Managements ein Kriterium für die Bereitstellung des Beteiligungskapitals.

MBOs werden auch bei der Vorbereitung einer Unternehmensnachfolge eingesetzt. Bei Familienbetrieben handelt es sich bei Gesellschaftern und Management oft um denselben Personenkreis. Soll die Verantwortung auf Sicht ganz oder teilweise übergeben werden, kann zunächst ein neues Management an die Geschäftsführung herangeführt werden. Im zweiten Schritt erwirbt dann eine Beteiligungsgesellschaft Anteile am Unternehmen und involviert das neue Management, das seinen Anteil später ausbaut.

MBI-Finanzierungen sind sehr viel seltener. Bei einer solchen Konstellation wird nach einer Akquisition das Management eines Unternehmens durch ein anderes ersetzt. Das neue Management wird durch den Investor „hereingekauft“. Die weitere Unternehmensentwicklung kann durch einen solchen Schritt zusätzlichen Problemen ausgesetzt sein. Kunden, Geschäftspartner und Mitarbeiter können dem neuen Management die Akzeptanz verweigern.

Eine besondere Bedeutung bei der Akquisition von Unternehmen durch Finanzinvestoren kommt dem Leverage Effekt. Der Leverage Effekt (zu Deutsch: „Hebelwirkung“) bezeichnet den Zusammenhang zwischen dem Anteil von Fremdkapital bei einer Übernahmefinanzierung und der Eigenkapitalrendite des Investors. Solange die Rückflüsse aus der Investition den Finanzierungszinssatz übersteigen, ist die Eigenkapitalrendite umso höher, je größer der Fremdkapitalanteil ist.

Als Leveraged-Buy-out werden deshalb Akquisitionen bezeichnet, die zu mindestens 50 Prozent mit Fremdkapital finanziert werden. Finanzinvestoren leihen sich dazu z. B. Geld am Kapitalmarkt oder bei Banken. Üblicherweise wird zur Akquisition eine eigene Gesellschaft gegründet, die mit wenig Eigenkapital ausgestattet wird. Die Rückflüsse aus dem übernommenen Unternehmen werden dann zum Abbau der Schulden genutzt, woraus sich die Rendite der Kapitalbeteiligungsgesellschaft ergibt.

2.2.3 Anleihen

Große Unternehmen können sich über den Bondmarkt Finanzmittel beschaffen, indem sie Anleihen emittieren. Anleiheemissionen sind der Fremdkapitalfinanzierung zuzurechnen, weil Anleihebesitzer den Status eines Gläubigers erhalten und nicht über Stimmrechte und Gewinnbeteiligungsansprüche verfügen.

Die Ausstattung einer Anleihe wird vom Emittenten festgelegt und im Emissionsprospekt dokumentiert. Die beiden wichtigsten Ausstattungsmerkmale von Anleihen sind Tilgung und Verzinsung. Darüber hinaus sind auch der Rang, die Übertragung der Rechte aus der Anleihe, die Laufzeit, mögliche Sonder- und Zusatzrechte sowie die Währung von Bedeutung.

2.2.3.i Ausstattungsmerkmale von Anleihen

Unternehmen können mit einer Anleiheemission breite Zielgruppen ansprechen. Anhand der Stückelung der Anleihen in Teilschuldverschreibungen wird zumeist deutlich, welche Klientel angesprochen wird. Werden Anleihen in 100-Euro-Tranchen emittiert, sollen auch Kleinanleger zeichnen. Bei Stückelungen in Größenordnungen von 50.000 Euro werden vor allem institutionelle Anleger angesprochen.

Die meisten Anleihen sind als Inhaberschuldverschreibungen konzipiert. Die Ansprüche können dann leicht (z. B. durch einen Verkauf an der Börse) übertragen werden: Wer im Besitz des Papiers ist, hat auch Anspruch auf die verbrieften Rechte. Anders bei Namensschuldverschreibungen. Bei diesen ist die berechtigte Person in der Urkunde vermerkt. Der Emittent behält sich in den Anleihebedingungen das Recht vor, Zins und Tilgung nur an die vermerkten Personen zu leisten.

Ein wichtiges Ausstattungsmerkmal ist der Rang einer Anleihe. Der Emittent kann in den Anleihebedingungen festlegen, dass die Ansprüche der Anleihegläubiger hinter den Ansprüchen anderer Gläubiger zurückstehen. Im Insolvenzfall werden dann zunächst alle anderen Ansprüche aus der Haftungsmasse bedient, bevor die Besitzer einer nachrangigen Anleihe Geld erhalten.

Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang auch die Negativklausel. Auch wenn eine Anleihe bei Emission nicht als nachrangig deklariert wird, können die Ansprüche der Gläubiger zurückstehen. Das wäre etwa dann der Fall, wenn der Emittent zu einem späteren Zeitpunkt vorrangige Anleihen begibt oder Teile seines Vermögens an andere Gläubiger verpfändet oder als Sicherung übereignet. Mit einer Negativklausel schließt der Emittent in den Anleihebedingungen dies verbindlich aus.

Anleihen müssen nicht zwingend auf Euro lauten, selbst wenn das Unternehmen seinen Sitz in einem Mitgliedsland der Eurozone hat. International tätige Konzerne emittieren auch Schuldverschreibungen, die auf eine andere Währung –z. B. US-Dollar, Yen oder Schweizer Franken – lauten.

Einige Emittenten statten ihre Anleihen auch mit Sonderrechten aus. Den Gläubigern kann z. B. ein Wandlungsrecht in Aktien eingeräumt werden. Umgekehrt kann sich der Emittent in den Emissionsbedingungen selbst ein Sonderkündigungsrecht zusichern.

2.2.3.ii Anleihen mit und ohne Kupon

Zwei sehr wichtige Merkmale von Anleihen sind Laufzeit und Rendite. Der Emittent legt die Laufzeit selbst fest. Darüber hinaus bestimmt er die Höhe der Kuponzahlungen. Er hat allerdings keinen direkten Einfluss auf die tatsächliche Rendite – diese wird vom Markt bestimmt.

Eine Anleihe mit einem Nennwert von 100 Euro, einer (Rest-)Laufzeit von zehn Jahren und einem Zinskupon von 5 Euro rentiert nicht automatisch mit 5 Prozent. 5 Prozent Rendite erhalten Käufer nur, wenn sie die Anleihe exakt zum Nennwert (pari) erwerben. Liegt der Kaufpreis über dem Nennwert (über pari), liegt die Rendite unter dem ausgewiesenen Zinssatz. Liegt der Kaufpreis unter dem Nennwert (unter pari), fällt die tatsächliche Rendite höher aus.

Die Kursentwicklung am Anleihemarkt hängt von mehreren Faktoren ab. Unternehmensspezifische Einflussgrößen (wie z. B. eine Herabstufung des Emittenten durch eine Ratingagentur) können den Kurs stark bewegen. Sie treten aber vergleichsweise selten auf. Darüber hinaus sind allgemeine Faktoren wie die Entwicklung der Konjunktur, die Geldpolitik der Notenbanken und die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer von Bedeutung.

Bei der Emission wird die Höhe der Kuponzahlung oft so festgelegt, dass sie in etwa mit den gerade aktuellen Markttrenditen übereinstimmt. Der erste Kurs nach der Notierung (aus dem sich der mit der Emission erzielte Mittelzufluss ergibt) weicht dann nicht weit vom Nennwert ab.

Nicht alle Anleihen sind mit einem Kupon ausgestattet. Bei Nullkuponanleihen sind keine Zinszahlungen vorgesehen. Anleihegläubiger haben lediglich das Recht auf die Rückzahlung zum Nennwert. Anstelle einer Verzinsung ergibt sich ein Kursgewinn. Nullkuponanleihen werden mit einem Abschlag zum Nennwert emittiert (und gehandelt). Der Abschlag ist umso größer, je länger die Laufzeit und je höher die Markttrendite ist.

Nullkuponanleihen bieten Unternehmen den Vorteil, dass während der Laufzeit keine Zinszahlungen geleistet werden müssen. Für Anleger sind die Papiere vor allem bei längeren Laufzeiten mit einem besonders hohen Kursrisiko verbunden. Das liegt an der längeren durchschnittlichen Kapitalbindungsdauer im Vergleich zu Schuldverschreibungen mit Kuponzahlung: Die Duration einer Nullkuponanleihe ist gleich ihrer Restlaufzeit.

2.2.3.iii Variabel verzinsten Anleihen

Statt der Emittent einer Anleihe diese mit einem Zinskupon aus, kann dieser eine feste oder eine variable Verzinsung vorsehen. Bei variablen Zinskupons wird der Zinssatz für jede Zinsperiode (oder sogar häufiger) neu festgelegt. Üblicherweise wird der Anleihezinssatz dabei aus einem geldmarktnahen Referenzzinssatz abgeleitet.

Variabel verzinsten Anleihen werden auch als Floating Rate Notes bezeichnet. Unternehmen wissen bei der Emission nicht, wie hoch die Finanzierungskosten bis zur vollständigen Rückzahlung insgesamt sein werden. Steigt das Zinsniveau dauerhaft an, ist eine variable Verzinsung teurer als ein fixer Zinskupon. Umgekehrt kann das Unternehmen von sinkenden Zinsen profitieren.

Der Emittent kann die Finanzierungskosten durch die Installation eines Zinscaps nach oben hin begrenzen und/oder Anlegern mit einem Zinsfloor eine Mindestverzinsung über die gesamte Laufzeit hinweg zusichern.

Eine sehr interessante Anwendung variabel verzinsten Schuldverschreibungen sind Reverse-Floater. Dabei wird der Anleihezinssatz in entgegengesetzter Richtung aus dem Referenzzinssatz abgeleitet: Steigen die Geldmarktzinsen, sinkt die Kuponzahlung et vice versa.

Unternehmen können damit das Zinsänderungsrisiko ihres Bond-Portfolios reduzieren bzw. steuern. Wurde in der Vergangenheit bereits eine Anleihe mit einem „normalen“ variablen Zinssatz emittiert, kann das damit existierende Zinsänderungsrisiko durch die Emission eines Reverse-Floaters im besten Fall eliminiert werden.

Anleihen mit variabler Verzinsung weisen im Hinblick auf ihr Payoff-Profil Ähnlichkeiten zu einem variabel verzinsten, unbefristeten Kredit auf. Anders als bei einem unbefristeten Kredit stehen die mit der Emission erlösten Geldmittel aber über einen längeren Zeitraum sicher zur Verfügung, während ein unbefristeter Bankkredit jederzeit gekündigt werden kann.

2.2.3.iv Besonderheiten bei der Tilgung

Bei der überwiegenden Mehrheit der Anleihen kommt es am Fälligkeitstag zu einer gesamtfälligen Tilgung, bei der alle ausstehenden Titel zum Nennwert bedient werden. Emittenten können aber abweichende Rückzahlungsmodalitäten festlegen.

Es ist möglich, Anleihen mit tilgungsfreien Anlaufjahren zu begeben. Das macht z. B. Sinn, wenn Mittelrückflüsse aus der mit der Emission finanzierten betrieblichen Investition erst mit einiger Verzögerung vereinnahmt werden können. Tilgungsfreie Anlaufjahre sind damit nicht nur bei Bankdarlehen, sondern auch am Anleihemarkt möglich.

Das gilt auch für Finanzierungen mit annuitätischer Tilgungsstruktur. Emittenten können festlegen, dass die Anleihe nicht in einer Summe, sondern in mehreren, gleich hohen Raten zurückbezahlt wird. Die Höhe der Raten (Annuitäten) wird dabei ebenso in den Emissionsbedingungen festgelegt wie die Zahlungstermine. Annuitätenanleihen können auch tilgungsfreie Anlaufjahre vorsehen.

2.2.4 Wandelschuldverschreibungen

Wandelschuldverschreibungen (auch als Wandelanleihen oder Convertible Bonds bezeichnet) sind Anleihen, die ihrem Inhaber das Recht auf eine Umwandlung in Anteile an der Gesellschaft einräumen. Die Emission von Wandelanleihen kann für Unternehmen aus verschiedenen Gründen interessant sein.

Eine insgesamt niedrige Bewertung des Aktienmarkts macht Kapitalerhöhungen unattraktiv. Dasselbe gilt, wenn mit einer Kapitalerhöhung nicht aus systematischen (d. h. den Gesamtmarkt betreffenden), sondern aus unternehmensspezifischen Gründen keine attraktiven Erlöse aus einer Kapitalerhöhung zu erwarten sind. Das ist z. B. der Fall, wenn die Ertragslage aufgrund einer Umstrukturierung und Neuausrichtung des Unternehmens für einige Zeit schlecht ist.

Das Wandlungsrecht ist aus Sicht der Gläubiger ein zusätzlicher Wert. Deshalb akzeptiert der Markt Wandelschuldverschreibungen mit einem Zinssatz unter dem Marktniveau. Das Unternehmen muss mit einer genehmigten Kapitalerhöhung allerdings Vorkehrungen für den später tatsächlich möglichen Umtausch treffen.

2.2.4.i Ausstattungsmkmale von Wandelschuldverschreibungen

Der wesentliche Unterschied in der Ausstattung von Wandelschuldverschreibungen gegenüber gewöhnlichen Anleihen besteht in den Bezugs- Wandlungsbedingungen. In diesen wird das Wandlungsverhältnis festgelegt. Darüber hinaus ist geregelt, wie im Fall einer zwischenzeitlichen Kapitalerhöhung verfahren wird.

Aus dem vor der bedingten Kapitalerhöhung existierenden gezeichneten Kapital einer Aktiengesellschaft und dem Emissionsvolumen der Wandelschuldverschreibungen zum Nennwert ergibt sich das nominale Bezugsverhältnis. Beträgt das Grundkapital einer AG 100 Millionen Euro und das Emissionsvolumen zum Nennwert 20 Millionen Euro, ergibt sich daraus ein nominales Bezugsverhältnis von 5:1.

Das nominale Bezugsverhältnis ist zunächst für die Aktionäre wichtig, deren Bezugsrecht sich daraus ableitet. Ein Verhältnis von 5: 1 sagt aus, dass ein Aktionär pro 500 Euro rechnerischem Anteil am Grundkapital ein Bezugsrecht für eine Wandelanleihe erhält. Der Aktienkurs selbst ist nicht entscheidend - nur der (rechnerische) Nennwert der Aktie. Aus dem nominalen Bezugsverhältnis und der Stückelung der Schuldverschreibung ergibt sich das Bezugsverhältnis pro Stück.

Das Wandlungsverhältnis legt fest, in welchem Verhältnis Wandelschuldverschreibungen zu einem späteren Zeitpunkt in Anteile am Unternehmen getauscht werden können. Ein Wandlungsverhältnis von 5:1 sagt aus, dass je 5 Schuldverschreibungen in eine Aktie getauscht werden können.

Zusätzlich kann eine Zuzahlung vereinbart werden: Dann müssen Gläubiger beim Eintausch der Anleihen zusätzlich einen Geldbetrag leisten. Möglich ist umgekehrt auch eine Rückzahlung vom Unternehmen an den Gläubiger beim Eintausch.

Zuzahlungen können für Unternehmen ein wirkungsvolles Instrument bei der Einflussnahme auf die Gläubiger sein. Sollen die Gläubiger zu einem möglichst raschen Umtausch bewegt werden, kann ein entsprechender Anreiz mit einer im Zeitverlauf steigenden Zuzahlung erreicht werden.

Mit einer sinkenden Zuzahlung lässt sich erreichen, dass erst spät vom Wandlungsrecht Gebrauch gemacht wird. Sinkende Zuzahlungen eignen sich, wenn einerseits eine Tilgung der Verbindlichkeiten nicht beabsichtigt ist und andererseits möglichst lange von dem Fremdkapitalstatus der Anleihe profitiert werden soll. Der Fremdkapitalstatus bietet z. B: steuerliche Vorteile: Die Zinszahlungen können als Betriebsausgabe steuermindernd geltend gemacht werden – für Ausschüttungen an Anteilseigner gilt das nicht.

Führt eine Aktiengesellschaft zwischen der Emission einer Wandelanleihe und dem letztmöglichen Wandlungstag eine Kapitalerhöhung durch, betrifft das auch die Inhaber der Wandelschuldverschreibung. Kapitalerhöhungen reduzieren den Wert des Wandlungsrechts. Das gilt für ordentliche Kapitalerhöhungen gegen Einlagen genauso wie für Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln.

Kapitalverwässerungsschutzklauseln schützen Gläubiger vor Nachteilen infolge von Kapitalerhöhungen. Wurde das Wandlungsrecht mit einer Zuzahlung ausgestattet, kann der Ausgleich durch eine Kürzung dieser Zuzahlung erreicht werden. Die Kürzung entspricht dann der Höhe nach dem Bezugsrecht, das Aktionäre bei einer Kapitalerhöhung erhalten. Ist die Wandlung nicht mit einer Zuzahlung verbunden, wird das Umtauschverhältnis verändert.

Verwässerungsschutzklauseln greifen auch bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Nach der Umwidmung von Kapital- und /oder Gewinnrücklagen in gezeichnetes Kapital wird das bedingte Kapital in äquivalentem Verhältnis erhöht.

2.2.5 Leasing

Leasing hat sich in den vergangenen 20 Jahren zu einem der wichtigsten Instrumente in der Unternehmensfinanzierung entwickelt. Vor allem Vermögensgegenstände des Anlagevermögens werden immer häufiger nicht erworben, sondern gegen Entgelt und für eine bestimmte Zeit gemietet.

Als Leasinggüter kommen grundsätzlich alle Gegenstände in Betracht, die in Unternehmen eine Rolle spielen. Immobilien können genauso geleast werden die Fuhrparks oder einzelne Fahrzeuge, EDV-Systeme oder Büroeinrichtungen. Auch immaterielle Wirtschaftsgüter können über einen Leasingvertrag genutzt werden.

In der Regel werden Leasingverträge so gestaltet, dass der zugrundeliegende Vermögensgegenstand beim Leasinggeber bilanziert wird. Als Leasinggeber tritt eine Leasinggesellschaft aus. Das schließt nicht aus, dass die Vertragsbestandteile und insbesondere die Ausstattungsmerkmale des zu leasenden Objekts direkt mit dem Hersteller ausgehandelt werden.

Eine direkte gesetzliche Grundlage für Leasingverträge gibt es in Deutschland nicht. Das Bundesfinanzministerium hat mit Leasing-Erlassen den größten Teil der Rahmenbedingungen abgesteckt.

Die Erlasse unterscheiden zwischen Teilamortisation und Vollamortisation. Bei Leasingverträgen mit Vollamortisation decken die Leasingraten während der Leasinggrundlaufzeit die Anschaffungskosten inklusive Neben- und Finanzierungskosten des Leasinggebers.

Leasingverträge mit Vollamortisation bieten im Hinblick auf das Ende der Grundleasingdauer mehrere Möglichkeiten. Es können eine Kaufoption, eine Rückgabe und eine Mietverlängerungsoption für den geleasten Gegenstand vereinbart werden. Bei einer Kaufoption muss der Leasingnehmer (mindestens) den Restbuchwert zahlen.

Der Restbuchwert ergibt sich aus der Abschreibung über die betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer gemäß AfA. Der Restbuchwert muss auch bei einer Verlängerung der Mietdauer durch die Anschlussrate gedeckt werden. Leasingverträge müssen sich nicht auf eine dieser Optionen beschränken.

Leasingverträge mit Teilamortisation sind dadurch gekennzeichnet, dass mit den Leasingraten während der Grundlaufzeit die Anschaffungskosten inklusive Nebenkosten des Leasinggebers nicht vollständig gedeckt werden.

Leasing mit Teilamortisation wird auch als Restwertleasing bezeichnet: Der am Ende der regulären Laufzeit verbleibende Restwert wird durch eine endfällige Schlussrate gedeckt, die durch die Veräußerung des Leasinggegenstandes finanziert wird.

Der Leasingnehmer trägt in der Regel ein Wertminderungsrisiko: Kann der Leasinggegenstand am Ende der Grundlaufzeit nicht zum kalkulierten Preis veräußert werden, muss er dem Leasinggeber die Differenz erstatten. Verkaufserlöse über dem Restwert werden zu drei Vierteln dem Leasingnehmer

und zu einem Viertel dem Leasinggeber zugeschrieben. Ein geringerer Anteil des Leasinggebers würde eine Bilanzierung des Geschäfts bei diesem nicht ermöglichen.

Die Bilanzierung beim Leasinggeber ist die in fast allen Leasinggeschäften angestrebte Lösung. In den Leasingerlassen des Finanzministeriums werden verschiedene Voraussetzungen dafür genannt. Bei Teilamortisationsverträgen muss die vertraglich vereinbarte Grundlaufzeit ohne Möglichkeit zur Kündigung für beide Seiten demnach mindestens 40 und höchsten 90 Prozent der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer ausmachen.

Die Konditionen von Leasingverträgen sind von sehr vielen Parametern abhängig. Da der Leasinggeber die Objekte (zumindest zu großen Teilen) fremdfinanziert, sind die Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt relevant. Auch die Situation am Beschaffungsmarkt des Leasinggebers und dessen Einkaufsmacht spielen eine Rolle.

Ein steuerlicher Vorteil von Leasinggeschäften ist mit der Reform der Unternehmensbesteuerung im Jahr 2008 entfallen. Früher konnten Leasingnehmer die Leasingrate als Betriebskosten absetzen. Zum Vergleich: Bei einem Annuitätendarlehen wird der Zinsanteil abgesetzt, der Tilgungsanteil aber nicht. Leasingraten werden nun zu 20 (bewegliche Anlagegüter) bzw. 50 Prozent (unbewegliche Anlagegüter) dem Gewerbeertrag zugerechnet.

2.2.6 ABS (Asset Backed Securities)

Asset Backed Securities sind Schuldverschreibungen, die durch Forderungen besichert sind. Dabei kann es sich um Forderungen aus Verbraucher- und Hypothekenkrediten, Lieferungen und Leistungen, Leasingverträgen sowie grundsätzlich jede andere Forderung handeln.

Forderungen aus Verträgen eines Unternehmens werden in eine Zweckgesellschaft ausgelagert. Die Zweckgesellschaft verbrieft die Forderungen und emittiert Wertpapiere, die am Kapitalmarkt gehandelt werden können und über ein eigenes Rating verfügen. Mit dem Emissionserlös kann die Zweckgesellschaft den Kaufpreis für die abgetretenen Forderungen an das Unternehmen zahlen. Mit ABS-Platzierungen können Unternehmen somit Forderungen in Liquidität umwandeln.

Beim Verkauf der Forderungen durch das Unternehmen an die Zweckgesellschaft sind zwei unterschiedliche Verfahren relevant. Erstens können die Forderungen vollständig ausgegliedert werden. Sie sind dann nicht mehr in der Bilanz des Unternehmens vorhanden. Zweitens können die Forderungen in der Bilanz verbleiben, wenn lediglich die Rechte an den Zahlungsansprüchen aus den Forderungen an die Zweckgesellschaft abgetreten werden.

Zur Platzierung von ABS am Markt ist ein externes Rating für das Forderungsportfolio erforderlich. Ratingagenturen prüfen anhand ihrer Modelle, ob alle relevanten Risiken berücksichtigt und die Forderungen rechtlich korrekt abgetreten wurden. Ohne externes Rating lassen sich forderungsbesicherte Wertpapiere nicht am Kapitalmarkt platzieren: Für Investoren ist von außen kaum ersichtlich, von welcher Qualität der Deckungsstock ist. Sie verlassen sich deshalb auf Ratings.

Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2007 bis 2009 sind ABS-Transaktionen stark in die Kritik geraten. Zum einen waren Risiken über lange Zeit nicht korrekt (weil zu niedrig) bewertet worden. Viele ABS-Papiere am Markt verfügten lange Zeit über erstklassige Ratings, obwohl sie durch stark ausfallgefährdete Forderungen besichert waren.

Die oft undurchsichtige Struktur der Papiere hat nach Ansicht vieler Finanzmarktexperten zur Entstehung und Eskalation der Krise beigetragen. ABS-Finanzierungen wird nachgesagt, die Kreditvergabe an Kreditnehmer ohne ausreichende Bonität in einem zu großen Umfang zu ermöglichen und dadurch eine Überschuldungskrise herbeizuführen. Die Krise wurde dadurch verschärft, dass Banken den tatsächlichen Abschreibungsbedarf auf ABS-Positionen in ihrer Bilanz bestenfalls grob schätzen konnten.

Die Problematik betraf allerdings hauptsächlich Mortgage Backed Securities. Darunter werden Wertpapier verstanden, die mit Forderungen aus Hypothekenkrediten besichert sind. Asset Backed Securities im engeren Sinne beziehen sich auf Forderungen von Unternehmen.

Dass Mortgage Backes Securities sich zeitweise zu einer ernsthaften Bedrohung des Finanzsystems auswachsen, muss nicht zwingend auf ihre Konstruktion zurückzuführen sein. Deutsche Pfandbriefe funktionieren nach einem vergleichbaren Prinzip und gelten als ausgesprochen sichere verzinsliche Wertpapiere. Die Problematik im Zusammenhang mit Mortgage Backed Securities resultierte zum großen Teil aus der vorangegangenen Spekulations- und Preisblase auf dem US-Immobilienmarkt und der Kreditvergabepraxis der Banken.

2.2.7 Kreditprüfung und Kreditsicherheiten

Kreditgeber sind an einem möglichst geringen Ausfallrisiko interessiert. „Gering“ bedeutet dabei, dass das Risiko in einem angemessenen Verhältnis zur Rendite stehen muss. Dementsprechend setzen Banken und Anleger bei der Risikobewertung auch unterschiedliche Maßstäbe an. Eine Venture-Capital-Beteiligungsgesellschaft nimmt naturgemäß höhere Risiken in Kauf als der Manager eines defensiv ausgerichteten Rentenfonds mit Fokus auf Corporate Bonds.

Der Ablauf einer Bonitätsprüfung hängt von der Größe des zu prüfenden Unternehmens ab. Kleine Personen- und Kapitalgesellschaften ohne Zugang zum Kapitalmarkt beschaffen sich Geldmittel über Bankkredite. Die Bonitätsprüfung wird dann von der darlehensgebenden Bank durchgeführt. Neben Jahresabschlüssen und betriebswirtschaftlichen Auswertungen spielen die Datenbestände von Wirtschaftsauskunfteien eine große Rolle.

Auskunfteien speichern Daten zu Unternehmen und weisen Banken sowohl im Vorfeld der Kreditvergabe als auch während der späteren Geschäftsbeziehung auf mögliche Warnsignale hin. Mittels statistischer Verfahren ermitteln sie darüber hinaus Scorewerte, die Kreditinstitute als Entscheidungshilfe dienen soll.

Begibt ein großes Unternehmen eine Anleihe am Kapitalmarkt, verlassen sich Anleger für gewöhnlich auf das Urteil (mindestens) einer Ratingagentur. Ratingagenturen schätzen das Risiko eines Zahlungsausfalls mit komplexen Bewertungsmodellen ein und veröffentlichen ihr Urteil als Rating. Je besser das Rating eines Unternehmens, desto günstiger sind die Konditionen bei einer Anleiheemission.

Ratingagenturen berücksichtigen bei ihrer Bonitätseinstufung zahlreiche Einflussgrößen. Anhand von Bilanzkennzahlen wie Ergebnis, Cashflow, Verschuldungsgrad und Liquidität werden Unternehmen im Hinblick auf ihre zu erwartende Zuverlässigkeit als Schuldner eingestuft. Neben „harten“ quantitativen Faktoren werden auch „weiche“ Faktoren wie die Qualität der Geschäftsführung, die strategische Ausrichtung und die bestehenden Beziehungen zu Geschäftspartnern bewertet.

Banken lassen es bei der gewerblichen Kreditvergabe oft gar nicht auf einen möglichen Zahlungsausfall ankommen. Sie setzen für die Kreditvergabe Sicherheiten voraus. Bei den Sicherheiten kann es sich um Garantien und Bürgschaften genauso handeln wie um Grundschulden, Pfandrechte und Sicherungsübereignungen. Kommt es zu Zahlungsschwierigkeiten, werden die Sicherheiten verwertet bzw. in Anspruch genommen.

2.2.8 Rating und Bonität

Kreditgeber tragen ein Kreditausfallrisiko: Kann der Kreditnehmer seinen Verpflichtungen nicht, nicht vollständig oder nicht fristgerecht nachkommen, erleiden sie Verluste. Das Risiko eines Kreditausfalls besteht grundsätzlich immer: Unternehmen können genauso in Zahlungsschwierigkeiten geraten wie Privatpersonen oder Staaten.

Zweck der Bonitätsprüfung ist es, die Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsstörung zu quantifizieren. Die Größe des gemessenen Risikos entscheidet zum einen darüber, ob ein Unternehmen überhaupt als kreditwürdig eingestuft wird und einen Bankkredit erhält oder eine Anleihe am Kapitalmarkt platzieren kann. Zum anderen wird abhängig von der Bonität auch der Zinssatz festgelegt.

Bonitätsprüfungen sind naturgemäß zukunftsbezogen: Maßgeblich für die Kapitaldienstfähigkeit eines Unternehmens ist die künftige Entwicklung seiner Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätslage. Banken und Ratingagenturen stützen ihre Entscheidung im Wesentlichen auf vergangenheitsbezogene Daten.

Ein wesentlicher Teil der Datengrundlage für die Bonitätsprüfung wird vom Rechnungswesen eines Unternehmens bereitgestellt. Bilanz und GuV-Rechnung sind ebenso relevant wie der Lagebericht und die Daten zur aktuellen Auftragslage einer Gesellschaft. Künftige Änderungen in der Ertragslage können nur berücksichtigt werden, soweit sie absehbar sind. Das gilt z. B. für höhere Lohnkosten nach einer Tarifeinigung, fortfallende Subventionen oder steigende Preise für Faktorgüter.

Die Ertrags-, Vermögens- und Liquiditätslage eines Unternehmens kann mit Szenario-Rechnungen in die Zukunft projiziert werden. Naheliegend ist ein A-B-C-Szenario. Im Fall A verlaufen alle Einflussgrößen zugunsten des Unternehmens, im Fall B verlaufen sie so wie in der jüngeren Vergangenheit und im Fall C verlaufen schlechter als zuletzt.

Anhand von Szenario C kann dann durch Variation der Parameter ermittelt werden, welches Ausmaß ungünstige Entwicklungen annehmen können, damit ein Unternehmen gerade noch zahlungsfähig ist. Im Ergebnis kann dann festgestellt werden, dass ein Unternehmen bei einem Umsatzrückgang um X Prozent, einer gleichzeitigen Faktorpreiserhöhung um Y Prozent und einer einmaligen Zusatzbelastung in Höhe von Z Prozent des Umsatzes seine Verbindlichkeiten auf Sicht von 12 Monaten gerade noch erfüllen kann.

Ein wichtiger Bestandteil der Bonitätsprüfung betrifft Vermögen und Verbindlichkeiten eines Unternehmens. Aus dem Nettovermögen lässt sich für (potenzielle) Gläubiger ableiten, inwieweit Kredite durch Sicherheiten unterlegt werden können und wie groß die Insolvenzmasse im Zweifel wäre.

Bei Kapitalgesellschaften beschränkt sich die Analyse des Vermögens auf die bilanzierten Werte. Bei Einzelunternehmern und Personengesellschaften mit persönlich haftenden Gesellschaftern wird zusätzlich die Kreditwürdigkeit der Privatperson (inklusive etwaiger Nebeneinkünfte und bestehender, pfändbarer Vermögenswerte) ermittelt.

Neben Banken führen auch Ratingagenturen Bonitätsprüfungen durch. Ratings sind für Unternehmen erforderlich, die Anleihen am Kapitalmarkt platzieren möchten. Ohne Ratingagenturen müssten Bondkäufer selbst eine Bonitätsprüfung durchführen, was mit einem erhöhten Aufwand bei Großanlegern verbunden wäre und Privatanlegern den Kauf von Corporate Bonds nahezu unmöglich machen würde.

Der Markt für externe Ratings wird von drei aus den USA stammenden Unternehmen dominiert. Auf Standard & Poors, Fitch und Moody's entfallen 90 Prozent des Marktes. Die Unternehmen sind privatwirtschaftlich organisiert. Sie werden von den Unternehmen bezahlt, deren Kreditwürdigkeit sie einschätzen.

Die Agenturen veröffentlichen ihre Ratings. Die Ergebnisse werden anhand von Buchstabenkombinationen dargestellt. Ein A+-Rating von Standard & Poors bedeutet z. B., dass ein Emittent über eine „gute Zinszahlungs- und Tilgungskraft“ verfügt, zugleich aber „anfälliger gegen negative Wirtschafts- und Umfeldentwicklungen als andere Emittenten“ ist.

Das Ergebnis eines Ratings spiegelt überwiegend das Ergebnis eines quantitativen Bewertungsverfahrens wider, bei dem Finanzkennzahlen eine große Rolle spielen. Zu diesen Finanzkennzahlen zählen z. B. die Eigenkapitalquote, der Verschuldungsgrad, die operative Vorsteuer-Marge (EBIT-Marge), die Liquidität ersten, zweiten und dritten Grades sowie die Zinsdeckungs- und Kapitalrückflussquote.

2.2.9 Personalsicherheiten

Bei jedem Darlehen dient die Bonität des Schuldners als Sicherheit. Das gilt für Bankkredite genauso wie für Geldmittel, die über Bondholder bereitgestellt werden. Banken verlangen oft zusätzliche Sicherheiten, wobei Bürgschaften und Garantien den Personalsicherheiten zuzuordnen sind.

Mit einer Bürgschaft bedient sich die Bank der zusätzlichen Bonität einer weiteren Partei. Dabei kann es sich um eine natürliche oder um eine juristische Person handeln. Der Bürge verpflichtet sich gegenüber der Bank einseitig, für die Verbindlichkeiten des Kreditnehmers einzustehen.

Marktüblich sind selbstschuldnerische Bürgschaften. Dabei verzichtet der Bürge in der Bürgschaftserklärung von vornherein auf die Einrede der Vorausklage. Mit der Einrede der Vorausklage könnte der Bürge die Ansprüche der Bank (zunächst) zurückweisen, wenn diese nicht zuvor Zwangsvollstreckungsmaßnahmen gegen den Schuldner unternommen hat.

Bürgen können in unbegrenztem Umfang für Forderungen gegen einen Schuldner haften oder ihre Haftung auf einen bestimmten Betrag begrenzen. In der Bürgschaftserklärung kann zudem festgelegt werden, dass der Gläubiger den ihm entstandenen Schaden in exakter Höhe nachweisen muss.

In diesem Fall haftet der Bürge nur für den Teil der Forderungen, der nach der Verwertung des Schuldnervermögens durch Pfändung und Zwangsvollstreckung noch tatsächlich besteht. Bei selbstschuldnerischen Bürgschaften müssen Bürgen jedoch zunächst für den gesamten offenen Betrag haften. Der Bürge besitzt jedoch einen Rückgriffsanspruch auf das (Rest-)Vermögen des Schuldners.

Mit einer gesamtschuldnerischen Bürgschaft können mehrere (juristische oder private) Personen für die Verbindlichkeiten eines Schuldners bürgen. Dabei verpflichten sich die Bürgen jeweils selbständig gegenüber dem Gläubiger. Fordert dieser die Haftung von einem Bürgen ein, kann der belangte Bürge von den Mitbürgen einen anteiligen Ausgleich verlangen.

Möglich sind auch Bürgschaften für Bürgen. Mit einer Nachbürgschaft haftet ein zweiter Bürger gegenüber der Bank für die Erfüllung der Ansprüche aus einer vorgeschalteten Bürgschaft.

Ein wichtiger Ansprechpartner im Hinblick auf die Übernahme von Bürgschaften ist die öffentliche Hand. Bund und Länder unterhalten Struktur- und Wirtschaftsförderungsprogramme, die Garantien für Unternehmen ermöglichen, die ohne externe Hilfe keine Kredite in Anspruch nehmen könnten. Die Mittelverwendung ist dann typischerweise an sehr strenge Auflagen gebunden.

2.2.10 Sachsicherheiten

Gläubiger können das Risiko eines Kreditengagements reduzieren, indem sie Sicherheiten verlangen. Relevant ist das z. B. bei Lieferantenkrediten und Bankdarlehen. Der Gläubiger sichert sich die Verwertungsrechte an Vermögensgegenständen, deren Wert die Verbindlichkeiten des Schuldners ganz oder teilweise erreicht oder ihn übersteigt.

Für Lieferantenkredit ist der Eigentumsvorbehalt die wichtigste und in der Praxis gebräuchlichste Sachsicherheit. Wird Eigentumsvorbehalt vereinbart, stellt der Lieferant seinem Abnehmer die Ware zur Verfügung. Die Lieferung geht aber erst nach vollständiger Bezahlung des vereinbarten Rechnungsbetrages in den Besitz des Kreditnehmers über.

Ohne Eigentumsvorbehalt würde die gelieferte Ware in das Betriebsvermögen des Kreditnehmers übergehen, sobald dieser sie in Empfang nimmt. In einem Insolvenzverfahren stünde der Lieferant anderen Gläubigern gleich und müsste mit der Zuteilungsquote aus der Insolvenzmasse Vorlieb nehmen. Der Eigentumsvorbehalt separiert die Lieferung von der Insolvenzmasse: Der Lieferant kann vom Insolvenzverwalter die Herausgabe verlangen.

Typischerweise wird mit dem Eigentumsvorbehalt auch für Erzeugnisse vereinbart, die mit den gelieferten Waren produziert werden. Dann handelt es sich um einen verlängerten Eigentumsvorbehalt.

Das Eigentumsrecht kann für solche Erzeugnisse auch anteilig vereinbart werden. Vereinbart wird zudem, dass der Kreditnehmer Rechte aus einer Weiterveräußerung schon zum Zeitpunkt der Lieferung an den Lieferanten abtritt. Damit geht im Idealfall der spätere Verkaufserlös schon bei der Lieferung der Ware auf den Lieferanten über.

2.2.10.i Forderungsabtretung

Unternehmen können Kredite durch die Abtretung von Forderungen besichern. Dieses Instrument kommt in der Praxis recht häufig zur Anwendung. Um eine Forderungsabtretung handelt es sich z. B., wenn ein Einzelunternehmer seiner Bank Ansprüche aus einer Kapitallebensversicherung abtritt und dafür einen Kredit erhält.

Grundsätzlich können alle Forderungen abgetreten werden. Die entsprechende Vereinbarung wird zwischen dem Unternehmen und seiner Bank, seinem Lieferanten etc. getroffen. Die dritte Partei – also die, gegen die der Schuldner eine Forderung besitzt – muss nicht zustimmen. Es gibt allerdings Ausnahmen.

Eine Forderung kann nicht an Dritte abgetreten werden, wenn das zugrundeliegende Vertragsverhältnis dies untersagt. Vergibt Unternehmen A z. B. einen Auftrag an Unternehmen B und schließt Unternehmen A in den Vertragsbedingungen eine Abtretung von Ansprüchen aus dem

Vertrag aus, kann Unternehmen B Forderungen nicht an einen Kreditgeber abtreten. Auch gesetzliche Regelungen können einer Abtretung im Wege stehen. Guthaben in bestimmten Altersversorgungsverträgen, wie z. B. der Rürup-Rente, sind unpfändbar – eine Abtretung ist nicht möglich.

2.2.10.ii Pfand und Sicherungsübereignung

Unternehmen können Gegenstände als Pfand hinterlegen und damit ein Darlehen oder eine Leistung mit Zahlungsziel besichern. Der Inhaber eines Pfandrechts kann das hinterlegte Faustpfand vorrangig verwerten, wenn der Darlehensnehmer seine Verpflichtungen nicht erfüllt.

Als Pfand kommen werthaltige bewegliche Gegenstände (Immobilien können grundpfandrechtlich beliehen werden) sowie Wertpapiere in Betracht. In der Praxis bieten Pfandkredite vor allem den Vorteil einer raschen Bereitstellung. Durch die Besicherung sind zudem günstige Konditionen möglich.

Eine in der betrieblichen Praxis gebräuchlichere Form der Bestellung von Sicherheiten ist die Sicherungsübereignung. Der Gläubiger sichert sich dabei das Eigentums- und Verwertungsrecht an Vermögensgegenständen. Zusätzlich wird vereinbart, dass der Schuldner die Gegenstände weiterhin nutzen darf. Häufig handelt es sich bei den Sicherheiten um Gegenstände des Anlagevermögens, die für den Produktionsprozess zwingend erforderlich sind.

Der Gläubiger verfügt nur über ein beschränktes Eigentumsrecht: Er darf die übereigneten Gegenstände nur verwerten, wenn sich der Schuldner im Verzug befindet. Eine Sicherungsübereignung setzt ein gewisses Maß an Vertrauen in den Schuldner voraus. Dieser befindet sich auch nach der Übereignung im unmittelbaren Besitz der Vermögenswerte und könnte diese - rechtswidrig - weiteren Parteien als Sicherheit anbieten, veräußern oder entwenden.

Der Gläubiger ist zudem darauf angewiesen, dass die Gegenstände bestimmungsgemäß behandelt, gepflegt, gewartet etc. werden. Zudem muss ausreichender Versicherungsschutz bestehen. Sicherungsübereignungen sind ferner wenig geeignet für Gegenstände mit hohem Spezifikationsgrad, für die im Fall einer Verwertung kein liquider Markt existiert.

2.2.10.iii Grundpfandrechtliche Besicherung

Vor allem langfristige Finanzierungen werden häufig mit Immobilien besichert. Bei von Pfandbriefbanken emittierten Pfandbriefen ist das indirekt der Fall: Im Deckungsstock eines Pfandbriefs sind Forderungen aus grundpfandrechtlich besicherten Darlehen enthalten.

Zu einer direkten Besicherung mit Grundpfandrechten kommt es häufig bei Bankdarlehen. Ist ein Unternehmen im Besitz von Gebäuden oder Grundstücken, kann es einer Bank Grundpfandrechte einräumen.

Für betriebliche Finanzierungen sind Hypotheken und Grundschulden von Bedeutung. Wird ein Darlehen mit einer Immobilie besichert, handelt es sich um eine Hypothek. Diese wird im Grundbuch eingetragen. Die Immobilie haftet dann genauso wie der Schuldner für die Verbindlichkeiten.

Es gibt verschiedene Varianten von Hypotheken. In der Praxis sind Höchstbetragshypotheken ein häufig eingesetztes Mittel. Im Grundbuch wird dabei nicht die tatsächliche Höhe der Forderung eingetragen sondern der Maximalbetrag, mit dem die Immobilie für Ansprüche haften soll. Mit Höchstbetragshypotheken können z. B. Kreditlinien abgesichert werden, die in wechselndem Umfang in Anspruch genommen werden.

2.2.11 Mezzanine

Mezzanine ist eine bilanzielle Mischform aus Eigenkapital und Fremdkapital. Eine juristisch oder finanzmathematisch eindeutige Definition von mezzaninem Kapital gibt es nicht. Mezzanine hat sich als übergeordneter Begriff für verschiedene hybride Finanzierungsformen etabliert. Bei einer gelungenen Umsetzung nutzen Unternehmen die Vorteile von Eigenkapital und Fremdkapital.

Auch wenn Mezzanine ein noch vergleichsweise junger Begriff in der Unternehmensfinanzierung ist, fallen darunter viele altbekannte Instrumente. Vorzugsaktien etwa werden mezzaninen Finanzierungen zugeordnet.

Mit der Emission von Vorzugsaktien können Unternehmen z. B. neue Finanzmittel mobilisieren, ohne die Fremdkapitalquote zu erhöhen und ohne die Stimmrechtsverhältnisse zu ändern. Die stimmrechtlosen Vorzugsaktien werden dann mit einem höheren Dividendenanspruch und/oder einem höheren Liquidationsanspruch ausgestattet.

Abhängig von der jeweiligen vertraglichen Ausgestaltung kann Mezzanine eher eine konzeptionelle Nähe zu Eigenkapital oder Fremdkapital aufweisen. Eigenkapitalähnliche Instrumente werden auch als Equity Mezzanine bezeichnet. Debt Mezzanine bezeichnet hingegen Gestaltungen, die näher am Fremdkapital sind.

Zu den größten Vorteilen von Mezzanine zählt der weitreichende Gestaltungsspielraum. Nicht nur Großunternehmen, sondern auch KMUs können Finanzierungen an ihre individuellen Erfordernisse anpassen.

Zu den Instrumenten mit dem größten Gestaltungsspielraum zählen Genussrechte, die unabhängig von der Rechtsform begeben werden können. Genussrechte können Eigenkapital oder Fremdkapital darstellen. Sie beteiligen den Rechteinhaber an Gewinnen und wahlweise auch Verlusten der Gesellschaft und können im Hinblick auf Laufzeit, Kündigungsrecht, Mindestverzinsung nahezu frei konzipiert werden. Die Besitzverhältnisse ändern sich durch die Begebung von Genussrechten aber nicht.

Das ist bei Wandel- und Optionsanleihen anders: Sie erfordern eine bedingte Kapitalerhöhung und können später auch zu veränderten Eigentumsverhältnissen führen. Dafür erhalten Unternehmen zu sehr günstigen Konditionen Geldmittel.

Nachrangdarlehen sind in der Regel weniger günstig, dafür sehr effektiv: Die Kredite erscheinen aus Sicht anderer Gläubiger wie Eigenkapital und verbessern die Kreditwürdigkeit dauerhaft, ohne dass Eigenmittel aufgebracht werden müssen.

2.2.11.i Vorteile von Mezzanine

Mezzanine erlaubt maßgeschneiderte Finanzierungslösungen, mit denen der Ausgleich verschiedener Interessen möglich ist. Unternehmen sehen sich bei der Suche nach einer geeigneten Finanzierung häufig im Zwiespalt, weil die teils entgegengesetzten Interessen von Gläubigern und Anteilseignern ausgeglichen werden müssen.

Equity Mezzanine stärkt die Eigenkapitalbasis eines Unternehmens, ohne dass es zwingend zu einer Kapitalerhöhung im engeren Sinne kommen muss. Unternehmen können ihre Eigenkapitalquote erhöhen, was sich positiv auf die Bewertung anderer (potenzieller) Gläubiger auswirkt.

Eine bessere Eigenkapitalausstattung erleichtert Unternehmen jeder Rechtsform und Größe den Zugang zu Bankkrediten oder dem Kapitalmarkt. Darüber hinaus sind die Finanzierungskonditionen günstiger, wenn mehr haftendes Eigenkapital in der Bilanz vorhanden ist. Nicht zuletzt wird durch die Kooperation mit einem Mezzanine-Kapitalgeber mehr Unabhängigkeit von anderen Gläubigern hergestellt.

Gegenüber Privat-Equity-Finanzierungen und Venture Capital ist eine Mezzanine-Finanzierung nicht mit Gestaltungszwängen verbunden. PE- und VC-Gesellschaften stellen Eigenkapital mit der Intention bereit, nach spätestens zehn Jahren (in der Regel deutlich früher) durch einen Verkauf ihrer Anteile das Engagement zu beenden.

Hier wirkt sich der Fremdkapitalcharakter von Mezzanine günstig aus: Die Kapitalgeber werden mit der vereinbarten Vergütung (Gewinnanteile, Zinsen etc.) und der Rückzahlung ihrer Einlage vollständig abgefunden. Aus demselben Grund kommt es in der Regel auch nicht zu einer Einflussnahme im Hinblick auf das operative Geschäft und den sonstigen Werdegang des Unternehmens.

Aufgrund der vielfältigen Instrumente und der weitreichenden Gestaltungsmöglichkeiten eignen sich Mezzanine-Finanzierungen für Unternehmen (fast) jeder Größe und Rechtsform. Großunternehmen finden bei Banken und am Kapitalmarkt Lösungen, KMUs erhalten bei spezialisierten Gesellschaften und Banken der öffentlichen Hand Mezzanine-Kapital.

2.2.11.ii Nachteile von Mezzanine

Mezzanine ist Eigenkapitalersatz und kein Eigenkapital. Es wird befristet bereitgestellt und muss termingerecht zurückbezahlt werden. Bei Fälligkeit ist es somit identisch mit Fremdkapital. Der mit der Finanzierung verfolgte Zweck muss bis zur Fälligkeit erreicht sein. Bei einer Eigenkapitalfinanzierung (z. B. über eine Kapitalerhöhung) steht das erlöste Kapital unbefristet zur Verfügung.

Die Kapitalgeber verlangen eine angemessene Vergütung, die - abhängig von der Ausgestaltung - mehr oder weniger vollständig den Gewinn des Unternehmens und damit die Verteilungsmasse der Eigentümer schmälert. Einer der Vorteile gegenüber einer Eigenkapitalfinanzierung wird damit teilweise relativiert.

Problematisch kann das Mezzanine übliche Kündigungsrecht der Investoren sein. Diese können bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen ihre Einlage vorzeitig zurückverlangen. Dieses Recht steht weder Aktionären noch Anleihegläubigern (Ausnahme: Anleihen mit Kündigungsrecht des Bondholders) zu.

Kommt es zu einer solchen Kündigung, kann es zu einer ernsthaften Krise kommen. Die Kündigung zieht dann einen selbstverstärkenden Prozess nach sich: Die geringere Eigenkapitalausstattung verteuert laufende Kredite und belastet bereitgestellte Kreditlinien. Das wiederum führt zu sinkenden Erträgen und schwindenden Handlungsspielräumen.

Treten bestimmte Ereignisse ein, sind Kapitalgeber häufig zur Einflussnahme berechtigt. Zu diesen Ereignissen zählen z. B. Krisen, starke Veränderungen des Umfelds etc. Die Kapitalgeber sind dann laut Vertrag berechtigt, ein externes Beratungsunternehmen einzuschalten. Die Beratung muss vom

Unternehmen selbst bezahlt werden. Bei einem reinen Gläubigerverhältnis bestünde diese Möglichkeit nicht.

Einer der größten Nachteile von Mezzanine-Finanzierungen betrifft vor allem KMUs: Es ist ein Rating erforderlich. Das gilt auch, wenn das Unternehmen selbst gar keine Instrumente am Markt platziert, sondern einen einzelnen Kapitalgeber findet. Die meisten Investoren setzen - nicht zuletzt weil sie selbst zu entsprechender Sorgfalt bei der Kapitalbereitstellung verpflichtet sind – ein Rating durch eine externe Agentur (z. B. Moody's, Fitch, S & P) voraus, das „Investment Grade“ bescheinigt.

Die Vergabe eines Ratings überfordert viele KMUs, weil Ratingagenturen sich nicht für die Geschäftsidee, die Qualität des Managements etc. interessieren. Ratings basieren vor allem auf Bilanzkennzahlen der jüngeren und mittleren Vergangenheit. Für noch nicht etablierte Unternehmen ist Mezzanine allein deshalb häufig keine gangbare Lösung.

Die - definitiv vorhandenen – großen Gestaltungsspielräume bei Mezzanine-Finanzierungen sind teilweise mit erheblichen Kostenaufschlägen verbunden. Die günstigsten Lösungen sind im Geschäft mit standardisierten Produkten zu finden, die naturgemäß keine maßgeschneiderte Anpassung erlauben.

2.2.11.iii Debt Mezzanine und Equity Mezzanine

Mezzanine Kapital kann dem Fremdkapital oder dem Eigenkapital zugeordnet werden. Die Zuordnung hängt von der Ausgestaltung ab. In Anlehnung an den angelsächsischen Sprachgebrauch wird eigenkapitalähnliches Mezzanine als Equity Mezzanine und fremdkapitalähnliches Mezzanine als Debt Mezzanine bezeichnet.

Die Zuordnung ist für steuerliche Aspekte sowie andere Zielsetzungen relevant. Zinszahlungen für Mezzanine-Kapital können z. B. nur bei Debt Mezzanine als Betriebsausgabe geltend gemacht werden. Wird eine Verbesserung der Eigenkapitalausstattung angestrebt (etwa um die Kreditwürdigkeit zu verbessern), ist Equity Mezzanine zu bevorzugen. Abhängig von der jeweiligen Zielsetzung wird die erwünschte bilanzrechtliche Einordnung schon bei der Ausgestaltung berücksichtigt.

Als Debt Mezzanine werden nachrangige Darlehen, Schuldscheindarlehen und einfache (nachrangige und hochverzinsten) Anleihen eingestuft. Bei diesen Instrumenten verfügen Kapitalgeber nicht über Stimm- und Gestaltungsrechte. Sie besitzen dafür einen unbedingten Anspruch auf Rückzahlung und Verzinsung ihrer Einlage. Im Insolvenzfall sind ihre Ansprüche gegenüber denen der Eigentümer zudem bevorrechtigt. Das gilt auch für partiarische Darlehen und typische stille Beteiligungen, die ebenfalls als fremdkapitalähnliches Instrument gewertet werden.

Eine eindeutige Zuordnung allein aufgrund der Gattung ist bei Genussrechten und Genussscheinen nicht möglich. Da die Gestaltungsmöglichkeiten sehr weitläufig sind, können Genussrechte als Equity Mezzanine oder als Debt Mezzanine eingestuft werden. Welche Einordnung zutrifft, hängt vom jeweiligen Einzelfall ab.

Zum Equity Mezzanine zählen Wandel- und Optionsanleihen sowie Vorzugsaktien. Schuldverschreibungen mit Bezugsrecht verbriefen neben den Gläubigerrechten auch das Recht auf den Erwerb von Anteilen am Unternehmen. Vorzugsaktien sind auch dann als Equity Mezzanine einzustufen, wenn sie nicht mit einem Stimmrecht ausgestattet ist.

Maßgeblich ist die Abhängigkeit der Ausschüttung vom Ergebnis bzw. der Dividende und der Bedienung aus der Insolvenzmasse nach den Gläubigern. Auch atypische stille Beteiligungen und Gesellschafterdarlehen sind dem eigenkapitalähnlichen Mezzanine zuzurechnen.

2.2.12 Options- und Wandelanleihen

2.2.12.i Optionsanleihen

Optionsanleihen sind Schuldverschreibungen, die zusätzlich mit einer Kaufoption ausgestattet werden. Die Kaufoption bezieht sich in der Regel auf Anteile an dem Unternehmen, das die Anleihe ausgibt. Die Kaufoption verbrieft das Recht, zu einem bestimmten Zeitpunkt (europäische Option) oder innerhalb eines bestimmten Zeitraumes (amerikanische Option) eine festgelegte Anzahl Aktien zu einem festgelegten Preis zu erwerben.

Das Optionsrecht kann unabhängig von der Anleihe gehandelt und ausgeübt werden. Das Payoff-Profil einer Optionsanleihe entspricht somit dem eines Portfolios, das aus einer Anleihe und einem Optionsschein besteht. Optionsscheine, die in Kombination mit einer Anleihe am Markt platziert werden, werden auch als klassische Warrants (Warrant=Optionsschein) bezeichnet. Im Gegensatz dazu werden Optionsscheine ohne Anleihe als Naked Warrants bezeichnet.

Emittiert ein Unternehmen einen Optionsschein (ganz egal ob mit oder ohne Anleihe), handelt es sich dabei um eine bedingte Kapitalerhöhung. Der Inhaber der Option kann diese ausüben und Aktien zum vereinbarten Preis kaufen. Ob der Inhaber des Optionsrechtes dieses auch ausübt, ist zum Zeitpunkt der Emission ungewiss.

Der Emittent der Option erhält als Gegenleistung eine Prämie. Die Höhe der Optionsprämie ist abhängig von der Ausgestaltung der Option und den zum Zeitpunkt der Emission herrschenden Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt.

Es gilt: Je länger die Laufzeit der Option, desto höher die Optionsprämie. Zudem besteht ein positiver Zusammenhang zwischen der Prämie und der Volatilität am Markt. Auch das Verhältnis von Basispreis und Aktienkurs und der daraus ggf. resultierende innere Wert sind von Belang. (Zur Funktionsweise von Optionen und dem Black-Scholes-Modell siehe unten).

In der Praxis verfällt ein Großteil der emittierten Optionen wertlos. Das bedeutet, dass ein Unternehmen die Optionsprämie vereinnahmt, später aber keine Gegenleistung erbringen muss. Das Unternehmen agiert in der Position des Stillhalters. Wird eine Anleihe mit einer Option ausgestattet, ist der Wert des Optionsrechts zum Zeitpunkt der Emission als (Teil-)Ersatz für andere Leistungen zu verstehen. Optionsanleihen können z. B. mit einem niedrigen Kupon ausgestattet werden.

Mit einer Option erwerben Anleger ein risikoträchtiges Finanzinstrument, dessen Bewertung vergleichsweise komplex ist. Die Bewertung von Optionsrechten erfolgt anhand der Black-Scholes-Formel. Auf den Wert einer Option hat der Kurs der zugrundeliegenden Aktien („Underlying“) genauso Einfluss wie das Zinsniveau und die Volatilität am Markt und die Restlaufzeit der Option.

Optionen bieten Anlegern durch den für sie typischen Finanzhebel überproportionale Partizipationsmöglichkeiten. Dem steht ein latentes Totalverlustrisiko gegenüber. Der Inhaber einer Option wird diese nur ausüben, wenn die Option einen inneren Wert aufweist. Das ist dann der Fall, wenn der Marktwert der Aktie den im Optionsrecht vereinbarten Basispreis übersteigt.

Optionsanleihen unterscheiden sich von Wandelanleihen vorrangig dadurch, dass nach einer Ausübung der Kaufoption alle Rechte aus der Schuldverschreibung fortbestehen. Wird das Wandlungsrecht aus einer Wandelanleihe wahrgenommen, erlöschen die Ansprüche aus der Anleihe dagegen.

2.2.12.ii Wandelanleihen

Wandelanleihen sind Schuldverschreibungen, deren Besitzer das Recht zum Bezug von Aktien des Emittenten erhalten. Der Bezug wird anders als bei einer Optionsanleihe nicht durch die Ausübung des Optionsrechts, sondern durch den Umtausch der Anleihe gegen Aktien vorgenommen. Der Emittent einer Wandelanleihe muss die Bezugsrechte der Gläubiger durch eine bedingte Kapitalerhöhung decken.

Der Emittent legt in den Anleihebedingungen fest, innerhalb welchen Zeitraums die Gläubiger einen Umtausch vornehmen können. Die Wandlungsfrist ist ebenso ein zentrales Merkmal wie das Wandlungsverhältnis, das angibt, in welchem Verhältnis Anleihen in Aktien umgetauscht werden können.

Das Umtauschverhältnis wird regelmäßig in Form eines Wandlungspreises festgelegt. Der Wandlungspreis versteht sich als das Verhältnis von Anleihenennbetrag zur Anzahl Aktien, ggf. erweitert um eine festgelegte Barzahlung bei Wandlung.

Die Kursentwicklung von Wandelanleihen ist (auch) abhängig von der Entwicklung des Aktienkurses. Das Wandlungsrecht erhält einen inneren Wert, wenn der Aktienkurs den Nennwert der Anleihe übersteigt. Anlegern eröffnet das eine prinzipiell unbegrenzte Partizipation an steigenden Aktienkursen. Gleichzeitig sind Verluste durch die Ansprüche auf Zins und Tilgung ausgeschlossen (ausgenommen davon sind zwischenzeitliche Kursverluste und Verluste infolge eines Zahlungsausfalls).

Wandelanleihen bieten Unternehmen Vorteile. Bei Anlegern ist die Konstruktion aufgrund der kombinierten Merkmale begehrt, so dass sich Emissionen in der Regel problemlos am Markt platzieren lassen.

Die Finanzierungsbedingungen sind günstiger als bei einfachen Schuldverschreibungen, weil Anleger als Gegenleistung für das Wandelrecht auf einen Teil der marktüblichen Zinszahlungen verzichten. Tilgungsleistungen müssen nur für den Teil des Emissionsvolumens erbracht werden, für den das Wandlungsrecht nicht in Anspruch genommen wird. Der gewandelte Teil wird zu Eigenkapital.

Die Unsicherheit über das tatsächliche Volumen der Kapitalerhöhung kann allerdings auch als Nachteil interpretiert werden. Das gilt vor allem unter dem Blickwinkel, dass die Inanspruchnahme des Wandlungsrechtes maßgeblich von der Aktienkursentwicklung abhängt.

2.2.13 Typische und atypische Beteiligungen

Stille Beteiligungen ermöglichen Unternehmen die Beschaffung von Eigenkapital ohne den Verkauf von Anteilen am Unternehmen. Kapitalgeber schließen mit einem Unternehmen als Ganzes einen Vertrag ab, für den das Gesetz relativ viele Gestaltungsspielräume offenlässt.

Im Innenverhältnis ändert die Aufnahme eines stillen Gesellschafters nichts an den Vertragsverhältnissen der Eigentümer untereinander. Stille Gesellschafter bleiben in der Regel anonym und werden nicht ins Handelsregister eingetragen. Die Beteiligungsform steht Unternehmen jeder Rechtsform offen.

Die gesetzliche Grundlage für stille Beteiligungen findet sich in HGB §230 ff. Demnach geht die Einlage des stillen Gesellschafters in das Vermögen der Unternehmung über. Verträge des Unternehmens im Innen- und Außenverhältnis kommen ausschließlich mit diesem und nicht mit dem stillen Gesellschafter zustande.

Im Gesellschaftervertrag wird in der Regel die Gewinn- und Verlustbeteiligung des Gesellschafters geregelt. Ist dies nicht der Fall, müssen Gewinne und Verluste laut HGB in einem angemessenen Anteil auf den stillen Gesellschafter entfallen. Die Verlustbeteiligung kann vertraglich ausgeschlossen werden. Ein Ausschluss der Gewinnbeteiligung ist laut Gesetz nicht zulässig.

Stille Beteiligungen werden anhand ihrer Ausgestaltung in typische und atypische stille Beteiligungen klassifiziert. Bei einer atypischen stillen Beteiligung ist der Kapitalgeber nicht nur an den laufenden Gewinnen des Unternehmens, sondern auch an stillen Reserven beteiligt.

Scheidet er aus dem Unternehmen aus, besitzt er einen Anspruch auf einen angemessenen Anteil an dem Wertzuwachs am Gesellschaftsvermögen, der während seiner Mitunternehmerschaft angefallen ist. Die Ausschüttungen an den Gesellschafter sind bei atypischen Beteiligungen nicht steuerlich absetzbar. Der Gesellschafter muss seine Einkünfte als Einnahmen aus einem Gewerbebetrieb - und nicht etwa als Kapitalertrag - versteuern.

Bei einer typischen stillen Beteiligung ist der Gesellschafter am Gewinn der Unternehmung (und ggf. auch am Verlust), nicht aber am Wert des Unternehmens und den stillen Reserven beteiligt. Mitsprache- und Kontrollrechte, die über die in HGB § 233, 3 festgelegte Prüfung unter Einsicht der Bücher und Papiere hinausgehen, stehen ihm nicht zu.

Wird eine Verlustbeteiligung vereinbart, führt das nicht zu einer unbegrenzten Haftung des stillen Gesellschafters. Der maximale Verlust ist auf die Höhe der Einlage beschränkt. Gewinne müssen vom Gesellschafter nicht zurückbezahlt werden, wenn zu einem späteren Zeitpunkt Verluste anfallen. Umgekehrt werden aber Gewinne solange gegen entstandene Verluste aufgerechnet, bis die Einlage wieder vollständig eingezahlt ist.

2.2.14 Genussscheine u. Genussrechte

Genussscheine bzw. Genussrechte sind mezzanine Finanzierungsinstrumente mit sehr viel Gestaltungsspielraum. Genussscheine sind verbrieft und handelbare Genussrechte. Inhaber von Genussrechten sind am Unternehmenserfolg beteiligt, verfügen aber nicht über Mitbestimmungs- und Gestaltungsrechte.

Genussrechte können von Unternehmen jeder Rechtsform ausgegeben werden. Begibt eine Aktiengesellschaft Genussscheine, ist dafür eine Dreiviertelmehrheit der Hauptversammlung erforderlich. Den Aktionären muss zudem ein Bezugsrecht eingeräumt werden.

Genussscheine können bilanzrechtlich sowohl als Eigenkapital als auch als Fremdkapital eingestuft werden. Die Zuordnung ist abhängig von den Ausstattungsmerkmalen. Für eine Zuordnung zum Eigenkapital spricht z. B. eine unbegrenzte Laufzeit. Auch eine Beteiligung an stillen Reserven der Gesellschaft ist typisch für Genussscheine mit Eigenkapitalcharakter. Ist ein Termin für die Rückzahlung zum Nennwert vorgesehen, spricht das für eine Zuordnung zum Fremdkapital.

Unternehmen können mit Genussscheinen Finanzmittel erschließen, ohne ihre Eigentümerstruktur zu verändern. Das ist auch mit anderen Instrumenten, wie z. B. stimmrechtslosen Vorzugsaktien,

möglich. Genussscheine ermöglichen es zusätzlich, Rechteinhaber am Verlust der Gesellschaft zu beteiligen, was bei Aktien ausgeschlossen ist.

Die Gewinnbeteiligung von Genussrechten kann sehr unterschiedlich gestaltet werden. Gängig ist z. B. eine Kopplung der Gewinnausschüttung an die Dividende. So kann etwa festgelegt werden, dass pro Genussrecht 150 Prozent der auf eine Stückaktie entfallenden Ausschüttung bezahlt wird. Genussrechte können unabhängig vom Gewinn einen zusätzlichen oder alternativen Anspruch auf eine (Mindest-)Verzinsung beinhalten.

Werden die Genussrechteinhaber am Verlust der Gesellschaft beteiligt, müssen sie bei einem Fehlbetrag kein Geld nachschießen. Die Verluste werden vielmehr mit künftigen Gewinnen ganz oder teilweise verrechnet. Im Fall eines Verlustes stellen die Genussrechteinhaber dem Unternehmen somit zinsfreies Kapital zur Verfügung.

Auch im Hinblick auf Kündigungsrechte erweisen sich Genussscheine als außerordentlich flexibel. Emittenten können sich selbst und/oder den Anlegern ein Kündigungsrecht einräumen und dabei Kündigungsfristen und Kündigungssperrfristen beliebig festlegen.

Genussrechte können mit einem Wandlungs- oder Bezugsrecht auf Aktien der Gesellschaft ausgestattet werden. Dem muss eine bedingte Kapitalerhöhung vorausgehen.

Die Gestaltungsfreiheit von Emittenten wird lediglich durch steuerliche Gesichtspunkte eingeschränkt. Abhängig von den Ausstattungsmerkmalen kann es dazu kommen, dass Ausschüttungen steuerlich nicht als Betriebsausgabe geltend gemacht werden können.

2.2.15 Nachrangdarlehen

Nachrangige Darlehen werden bei einer Insolvenz des Unternehmens aus der Insolvenzmasse erst bedient, wenn die Ansprüche aus allen vorrangigen Forderungen vollständig erfüllt sind. Mit einem nachrangigen Darlehen verbessern Unternehmen deshalb ihre Kreditwürdigkeit gegenüber anderen Darlehensgebern, aus deren Sicht die Position Eigenkapital(-ersatz) darstellt.

Für Gläubiger geht mit der Nachrangigkeit ihrer Forderung ein erhöhtes Ausfallrisiko einher. Dieses lassen sie sich mit einem Aufschlag auf den Zinssatz vergüten. Nachrangdarlehen werden von privaten Banken und Sparkassen, spezialisierten Kapitalgebern und Kreditinstituten der öffentlichen Hand, wie z. B. der bundeseigenen Kreditanstalt für Wiederaufbau, vergeben.

Die Darlehen können als endfällige Darlehen, Annuitätendarlehen oder Tilgungsdarlehen gestaltet sein. Endfällige Darlehen und Annuitätendarlehen sind häufig mit tilgungsfreien Anlaufjahren ausgestattet. Dadurch werden Sinn und Zweck des Nachrangdarlehens ergänzt. Durch eine verzögerte Tilgung können Unternehmen z. B. Teile ihrer Überschüsse in Rücklagen binden und so die Eigenkapitalbasis bis zur Fälligkeit des Nachrangdarlehens stärken.

2.2.16 Weitere Mezzanine Instrumente

Vorzugsaktien ermöglichen es, unter dem Mantel des Aktienrechts und dennoch ohne Änderung der Stimmrechtsverhältnisse Geld via Eigenkapitalfinanzierung aufzunehmen. Vorzugsaktien sind in der Regel nicht mit einem Stimmrecht ausgestattet. Als Gegenleistung entfällt auf die Stücke eine höhere

Dividende. Manche Vorzugsaktien sehen auch eine im Vergleich zu Stammaktien erhöhte Beteiligung am Liquidationserlös einer Gesellschaft vor.

Gesellschafterdarlehen kommen vor allem bei GmbHs und Personengesellschaften zum Einsatz. Ein Gesellschafter stellt dem Unternehmen einen Kredit zur Verfügung und erhält dafür Zinsen. Gesellschafterdarlehen kommen z. B. in Betracht, wenn zwar für eine ausreichende Finanzausstattung gesorgt, aber keine zusätzliche unternehmerische Beteiligung erworben werden soll.

Partiarische Darlehen sind Kredite, bei denen die Verzinsung an Umsatz und/oder Gewinn des Unternehmens gebunden ist. Häufig wird zusätzlich eine Mindestverzinsung vereinbart. Diese Variante kommt z. B. bei Projektfinanzierungen zum Einsatz. Der Gläubiger ist bei dieser Konstruktion kein Gesellschafter. Wäre dies der Fall, handelte es sich um eine stille Beteiligung.

Hochzinsanleihen sind das Wertpapier-Pendant zu Nachrangdarlehen. Eine Hochzinsanleihe verbrieft Ansprüche, die gegen die der anderen Gläubiger zurückstehen und im Insolvenzfall deshalb einen geringeren Anteil am Liquidationserlös mit sich bringen. Gläubiger verlangen für die nachrangige Behandlung und das damit verbundene höhere Ausfallrisiko einen Risikoaufschlag auf den Zinssatz, der nicht in Verhandlungen, sondern am Markt festgelegt wird.

Schuldscheindarlehen werden von Kapitalsammelstellen wie Pensionsfonds oder Versicherungen an Unternehmen vergeben. Aufgrund der Vorschriften, denen Kapitalsammelstellen unterliegen, kommen nur Unternehmen mit bester Bonität – in der Regel etablierte Industrieunternehmen mit sehr guter Finanz- und Ertragslage – als Kreditnehmer in Frage. Schuldscheindarlehen sind meist als langfristige Finanzierung konzipiert.

3 Innenfinanzierung

Zur Innenfinanzierung werden Finanzierungsformen gewählt, bei denen weder Schulden aufgenommen noch Anteile am Unternehmen veräußert werden. Die Innenfinanzierung basiert auf den Umsatzerlösen und Erträgen sowie auf den Vermögenswerten eines Unternehmens. Als maßgebliche Kennzahl für das Innenfinanzierungspotenzial wird häufig der Cashflow angeführt.

Wesentliche Instrumente der Innenfinanzierung sind die Gewinnthesaurierung im Unternehmen und das Auflösen stiller Rücklagen in der Bilanz. In der Praxis ist vor allem bei großen Unternehmen die Finanzierung aus Pensionsrückstellungen relevant. Die im Handels- und Steuerrecht verankerten Abschreibungsvorschriften bedingen einen Kapitalfreisetzungseffekt, der als Abschreibungsfinanzierung bekannt ist.

Stille Rücklagen können nicht nur mit einem Verkauf von Vermögensgegenständen gehoben werden. Sale-and-Lease-Back-Geschäfte werden zu diesem Zweck immer häufiger eingesetzt, wenn Wirtschaftsgüter weiter genutzt werden sollen.

3.1 Offene Selbstfinanzierung

Unternehmen können betriebliche Investitionen durch in der Vergangenheit erzielte Gewinne finanzieren. Damit das möglich ist, müssen mehrere Voraussetzungen erfüllt sein. Zum einen muss das Unternehmen nach Abzug von Steuern einen Gewinn erwirtschaften. Zum zweiten muss auf eine Ausschüttung dieses Gewinns an die Anteilseigner ganz oder teilweise verzichtet werden.

Das Potenzial der offenen Selbstfinanzierung leitet sich aus dem ökonomischen Gewinn ab, den Unternehmen erzielt. Der ökonomische Gewinn weicht vom Gewinn laut Handels- und Steuerrecht ab. Vom ausgewiesenen Gewinn werden z. B. kalkulatorische Kosten (wie die kalkulatorische Miete bei betrieblichem Immobilienbesitz oder der kalkulatorische Unternehmerlohn) abgezogen.

Kapitalgesellschaften sind unter bestimmten Umständen zur Bildung von Rücklagen gesetzlich gezwungen. AGs müssen jährlich 5 Prozent ihres Jahresüberschusses in eine Rücklage einstellen, bis diese 10 Prozent des Grundkapitals erreicht hat. Kapitalrücklagen (die bei der Emission von Aktien entstehen) werden allerdings berücksichtigt.

Auch die „Mini-GmbH“, offiziell als Unternehmergesellschaft bezeichnet, muss Rücklagen bilden. Da bei der Gründung der Gesellschaft die sonst bei GmbHs übliche Mindeststammkapitaleinlage von 25.000 Euro entfällt, müssen 25 Prozent des Jahresgewinns zurückgelegt werden, bis das Stammkapital vollständig einbezahlt ist.

Werden Gewinne nicht ausgeschüttet, müssen sie auf Unternehmensebene versteuert werden. Der Fiskus verlangt Einkommen- und Körperschaftsteuer sowie Gewerbesteuer. Die Einkommensteuer betrifft Einzelunternehmer und Gesellschafter von Personengesellschaften.

Der Steuersatz ist abhängig vom individuellen Einkommen. Das deutsche Steuerrecht sieht für die Einkommensteuer einen stufenweisen, progressiven Verlauf vor: Je höher das zu versteuernde Einkommen, desto höher sind Grenz- und Durchschnittsteuersatz. Zusätzlich zur Einkommensteuer müssen Steuerpflichtige Solidaritätszuschlag zahlen (5,5 Prozent der festgesetzten Einkommensteuer).

Die Gewerbesteuer betrifft Personengesellschaften, Einzelunternehmen und Kapitalgesellschaften. Das Aufkommen steht den Kommunen zu, die die Höhe der Gewerbesteuer mittels des von ihnen selbst festzulegenden Hebesatzes festlegen können. Der Hebesatz wird mit der bundesweit einheitlichen Steuermesszahl multipliziert, die 3,5 beträgt.

Die Bemessungsgrundlage der Gewerbesteuer ist der Gewerbeertrag, der um verschiedene Posten erweitert wird. Unternehmen müssen auch dann Gewerbesteuer zahlen, wenn sie gar keinen Gewinn erwirtschaften. Das liegt an Hinzurechnungen. Hinzugerechnet werden z. B. Rentenzahlungen, Gewinnanteile stiller Gesellschafter und Zinsen für Darlehen. Die Hinzurechnung erfolgt zu 25 Prozent.

Für Hinzurechnungen gilt ein Freibetrag von 100.000 Euro: Liegt der Gewerbeertrag eines Unternehmens darunter, werden die Hinzurechnungsregeln nicht angewandt. Der Freibetrag für die Steuer an sich liegt bei 24.500 Euro. Beide Freibeträge sind vor allem für kleine Unternehmen relevant. Der Freibetrag von 24.500 Euro gilt nur für Einzelunternehmer und Personengesellschaften.

Einzelunternehmen und Personengesellschaften (bzw. deren Gesellschafter) können die Gewerbesteuer auf die Einkommensteuer anrechnen, die in Verbindung mit dem Gewerbebetrieb anfällt. Die Anrechnung erfolgt mit dem 3,8fachen der Steuermesszahl. Erst ab einem kommunalen Hebesatz von 380 Prozent führt die Gewerbesteuer damit zu einer höheren Belastung im Vergleich mit einer auf die Einkommensteuer beschränkten Besteuerung.

Die festgesetzte Gewerbesteuer darf seit der letzten Gewerbesteuerreform im Jahr 2008 nicht mehr abgesetzt werden. Sie verändert damit nicht Bemessungsgrundlage für die Einkommen- und Körperschaftsteuer (die Verrechnung bei natürlichen Personen hat einen vergleichbaren Effekt – es handelt sich aber um ein anderes Instrument). Kapitalgesellschaften müssen zusätzlich zur Gewerbesteuer auch Körperschaftsteuer (die „Einkommensteuer von juristischen Personen“) zahlen. Der Körperschaftsteuersatz in Deutschland beträgt 15 Prozent plus Solidaritätszuschlag.

3.2 Stille Selbstfinanzierung

Als stille Selbstfinanzierung wird die Bildung von stillen Rücklagen in Bilanz bezeichnet. Das Bilanzrecht räumt Kapitalgesellschaften verschiedene Möglichkeiten ein, den ausgewiesenen Gewinn in der Handels- und/oder Steuerbilanz niedriger anzusetzen, als er tatsächlich ist. Mit der Differenz können Investitionen finanziert werden.

Unternehmen können in gewissen Grenzen eine Unterbewertung ihrer Aktiva herbeiführen. Möglich ist das z. B. durch die Anwendung einer Abschreibungsmethode, bei der in den ersten Jahren die buchmäßige Abschreibung über dem tatsächlichen Wertverlust liegt bzw. bei dem die buchmäßige Wertminderung proportional deutlich größer ist als der Anteil des Nutzungszeitraumes an der Gesamtnutzungsdauer eines Vermögensgegenstandes.

Eine weitere Möglichkeit zur Bildung von stillen Rücklagen besteht darin, Zuschreibungen zum Wert von Aktiva nicht vorzunehmen. Das Bilanzrecht verbietet es, Vermögensgegenstände des Anlage- und Umlaufvermögens mit einem Wert anzusetzen, der den Anschaffungspreis zzgl. Anschaffungsnebenkosten übersteigt. Steigt der Wert eines Aktivpostens über den Anschaffungswert, bilden sich dennoch stille Rücklagen – dann allerdings aufgrund gesetzlicher Vorgaben.

Seit dem Jahr 2009 ist die Bildung von stillen Rücklagen durch das Unterlassen von marktpreisbedingten Zuschreibungen nach zuvor erfolgten Abschreibungen nicht mehr möglich. Das

Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz sieht seitdem für alle Rechtsformen eine Pflicht zur Zuschreibung vor, wenn die Marktpreise gestiegen sind und zugleich der Bilanzansatz nach den Zuschreibung nicht die Anschaffungskosten übersteigt.

Der ausgewiesene Gewinn kann auch auf der Passivseite der Bilanz vermindert werden. Werden Passivposten zu hoch angesetzt, verringert sich der Ertrag. In der Praxis wird diese Möglichkeit z. B. durch den zu hohen Ansatz von Rückstellungen genutzt.

Im Rahmen der Selbstfinanzierung sind stille Rücklagen vor allem dann vorteilhaft, wenn sie nicht nur in der Handels-, sondern auch in der Steuerbilanz Einzug finden. Wird der steuerlich relevante Gewinn durch stille Rücklagen vermindert, entspricht das einer Steuerstundung: Erst bei der Auflösung der Rücklagen müssen die zeitlich verschobenen Steuern nachbezahlt werden. Die Steuerstundung ist zinsfrei. Stille Rücklagen lohnen sich deshalb auch, wenn gar keine Investitionen finanziert und lediglich Kreditlinien zurückgeführt werden sollen. Dann senkt das Unternehmen seine Zinslasten.

3.3 Abschreibungsfinanzierung

Das Handels- und Steuerrecht schreibt Unternehmen vor, Vermögensgegenstände des Anlagevermögens über die betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer hinweg abzuschreiben. Die Wahl der Abschreibungsmethode soll einer realistischen Annahme zur Wertminderung Rechnung tragen.

Unternehmen kalkulieren im Verkaufspreis die notwendigen Abschreibungen ein. Dazu ein Fallbeispiel. Ein Unternehmen plant, sich in den kommenden fünf Jahren jeweils eine Maschine im Anschaffungswert von 100.000 Euro anzuschaffen. Die Finanzierung wird durch die Beteiligung einer Privat-Equity-Finanzierungsgesellschaft ermöglicht. Die Nutzungsdauer einer Maschine beträgt fünf Jahre. Ab dem sechsten Jahr soll mit fünf Maschinen weiterproduziert werden.

Bei linearer Abschreibung entfällt auf eine Maschine ein Abschreibungsbetrag von 20.000 Euro im Jahr. Der jährliche Abschreibungsaufwand steigt somit bis zum fünften Jahr auf 100.000 Euro an. Beginnend mit dem sechsten Jahr werden die Maschinen schrittweise ersetzt. Ab dem sechsten Jahr bleibt der Abschreibungsbedarf konstant bei 100.000 Euro.

Relevant für die Abschreibungsfinanzierung ist folgender Zusammenhang: Die Abschreibungen werden auch in den ersten vier Jahren durch Umsätze gedeckt, in denen die Abnutzung der Maschinen eingepreist ist. Die Mittelrückflüsse von insgesamt 200.000 Euro in den ersten vier Jahren könnte das Unternehmen in zwei zusätzliche Maschinen investieren, ohne dass zusätzliches Kapital aus externen Quellen erforderlich wäre.

Der in der Literatur als Ruchti-Effekt bezeichnete Zusammenhang beruht darauf, dass die Amortisation der Abschreibungen deutlich vor dem Zeitpunkt liegt, an dem eine Ersatzinvestition fällig wird. Im Verkaufspreis der produzierten Güter ist der gesamte Abschreibungsbedarf einkalkuliert. Voraussetzung dafür ist, dass sich entsprechende Preise am Markt auch tatsächlich durchsetzen lassen und das Unternehmen seine Produktion auch absetzt.

Verwenden Unternehmen die in ihrer Kalkulation auf die Abschreibungen entfallenden Erlöse in der Folgeperiode für zusätzliche Investitionen, erhöhen sie damit die Produktionsleistung. Abweichend vom dargestellten Beispiel können Abschreibungsamortisationen auch zur Verringerung des Kapitalbedarfs anstatt zu Erweiterungsinvestitionen genutzt werden.

Kapazitätserweiterungseffekte durch Abschreibungsfinanzierung werden regelmäßig überschätzt. Sofern der Absatzmarkt eines Unternehmens zusätzliche Produktionsmengen zum Marktpreis ohne Probleme absorbieren kann und sich die Produktionskosten je Einheit bei einer Ausweitung der Kapazität nicht verändern, steht einer Finanzierung von außen ohnehin nichts im Wege.

Abschreibungsfinanzierungen sind keinesfalls kostenlos, auch wenn keine direkten Zinsen gezahlt werden müssen. Die Verwendung von Abschreibungsamortisationen zur Anschaffung anderer (bzw. weiterer) Vermögensgegenstände kann als Kredit des Unternehmens an sich selbst interpretiert werden. Schließlich könnte der zwischenzeitliche Liquiditätsüberschuss auch zum Marktzins angelegt oder zur Schuldentilgung verwendet werden.

3.4 Rückstellungsfinanzierung

Unternehmen können Zusagen zur Altersversorgung ihrer Mitarbeiter nicht nur über Direktversicherungen, Pensionskassen- und Sicherungsvereine und Pensionsfonds, sondern auch über Rückstellungen vornehmen. Pensionszusagen sind auf der Passivseite der Bilanz als Fremdkapitalposten auszuweisen.

Die Mittel für die Rückstellungen stammen aus dem operativen Geschäft und werden nicht von außen zugeführt. Rückstellungen können steuerlich als Betriebsausgabe geltend gemacht werden. Würden die Rückstellungen nicht vorgenommen, würde ein höherer Periodengewinn mit entsprechend höherer Besteuerung und Ausschüttung anfallen.

Für Pensionsrückstellungen sieht das Gesetz vergleichsweise strenge Regelungen vor. Die Rückstellungen für einen Mitarbeiter sollen bei dessen Eintritt in den Ruhestand den Barwert der Rentenzahlungen erreichen. Die Lebenserwartung wird anhand der Sterbetafeln bemessen, die auch bei Lebensversicherungen zum Einsatz kommen.

Der Finanzierungseffekt von Pensionsrückstellungen ist in der Praxis durchaus bedeutsam: In vielen Großunternehmen machen die Rückstellungen einen großen Teil des Fremdkapitals aus. Die Rückstellungen wachsen jährlich um den Betrag an, der ihnen zugeführt wird. Gleichzeitig nehmen sie durch laufende Pensionszahlungen ab.

Pensionsrückstellungen können zur Finanzierung beliebiger Anschaffungen genutzt werden. Unternehmen kennen die zeitliche Struktur ihrer Verpflichtungen genau. Das Profil von Rückstellungsfinanzierungen in großen Unternehmen ähnelt im Hinblick auf die Fristigkeit einem Anleiheportfolio, das aus Schuldverschreibungen mit unterschiedlicher Laufzeit besteht und bei dem es eine laufende Fluktuation gibt.

Häufig schließen Unternehmen separate Versicherungen ab, um sich gegen eine plötzliche Aufwertung ihrer Pensionsrückstellung zu schützen. Eine solche Aufwertung wäre z. B. denkbar, wenn die Deutsche Aktuarvereinigung die statistische Lebenserwartung höher einschätzt und ihre Sterbetafeln neu berechnet.

Nicht immer führt die Bildung von Pensionsrückstellung zur Ausweitung der Finanzmittel. Ein Finanzierungseffekt ergibt sich nur, wenn die Zuführungen zu den Rückstellungen größer sind als die Auszahlungen. Werden netto mehr Pensionen ausbezahlt als Rückstellungen gebildet, sinkt das Finanzierungsvolumen.

Nur wenn die Rückstellungen netto anwachsen, können Unternehmen die als Instrument der Innenfinanzierung nutzen. Damit ein (positiver) Finanzierungseffekt eintritt, muss zusätzlich der Gewinn des Unternehmens vor Rückstellung mindestens so hoch sein wie die Rückstellung selbst.

Bei der Abzinsung müssen Unternehmen mit einem jährlichen Zinssatz von 6 Prozent oder dem aktuellen Zinssatz rechnen. Je höher der Rechnungszins, desto stärker steigen die Pensionsverpflichtungen im Zeitverlauf an. Der Zinssatz kann günstiger sein als die Sollzinsen von langfristigen Fremdkapitalfinanzierungen – in diesem Fall ergibt sich ein zusätzlicher ökonomischer Vorteil.

3.5 Substitutionsfinanzierung

Substitutionsfinanzierung ist ein Oberbegriff für verschiedene Maßnahmen, die auf die Gewinnung zusätzlicher Finanzierungskapazitäten durch die Umschichtung von Vermögenswerten abzielen. Dazu zählen eine Reduzierung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie ein Rückbau der Vorräte im Umlaufvermögen.

Darüber hinaus gelten auch der Verkauf nicht betriebsnotwendiger Vermögensgegenstände sowie Sale-and-Lease-Back-Verträge für benötigte Gegenstände als Instrument der Substitutionsfinanzierung.

Eine Reduktion der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen kann Unternehmen zu mehr Liquidität verhelfen. Dazu muss die durchschnittliche (gewichtete) Zeitspanne zwischen der Rechnungslegung durch das Unternehmen und dem Zahlungseingang verkürzt werden. Aus dieser Zeitspanne ergibt sich das durchschnittlich vom Unternehmen zu finanzierende Forderungsvolumen.

Wird dieses Volumen reduziert, können die daraus resultierenden Freiräume zur Finanzierung anderer Aufgaben eingesetzt werden. Ob eine Verringerung der Außenstände gelingt, hängt ganz wesentlich von der Marktstellung des Unternehmens und den Beziehungen zu Kunden ab.

Große Unternehmen mit Schlüsselfunktionen können kürzere Zahlungsziele gegenüber ihren Kunden leichter durchsetzen als kleine Unternehmen, die von Aufträgen bestimmter Kunden ganz wesentlich abhängig sind. Auch die Einräumung von Skonti kann zu geringeren Außenständen beitragen - allerdings um den Preis geringerer Erlöse.

Ebenso wie Skonto lohnen sich Factoring und ABS-Transaktionen nur dann, wenn die durch die Verringerung der Außenstände freigesetzten Mittel so eingesetzt werden, dass ihre Rendite die Kosten des eingesetzten Mittels deckt.

Genau wie geringere Außenstände führt auch ein Abbau des Vorratsvermögens zu einer geringeren Kapitalbindung. Unternehmen können den Bedarf an Vorräten reduzieren, indem die Teile der Produktion auslagern und z. B. Vorprodukte einkaufen anstatt sie selbst zu finanzieren. Eine pünktliche Lieferung der Vorprodukte vorausgesetzt, können so Material- und Lagerkosten verringert werden.

Solche Maßnahmen können vor allem von Großunternehmen gut umgesetzt werden, die ihren Lieferanten bei Bedarf grundlegende Änderungen in der Produktion abverlangen können. Die verringerte Mittelbindung kann dann auf den Lieferanten abgewälzt werden, der seine Produktion entweder an den Fertigungsprozess seines Kunden anpasst oder seinerseits höhere Lagerkosten und zusätzliche Kapitalbindung im Vorratsvermögen in Kauf nehmen muss.

In vielen Bilanzen finden sich Vermögensgegenstände, die nicht (mehr) mit der Produktion im Zusammenhang stehen. Vor allem Grundbesitz und Beteiligungen an anderen Unternehmen, die keinem besonderen Zweck (mehr) dienen, finden sich in der Praxis häufig. Mit einem Verkauf kann regelmäßig ein Erlös erzielt werden, der den Buchwert in der Bilanz übersteigt. Die stillen Rücklagen können durch eine Veräußerung aktiviert werden und z. B. zur Finanzierung von betrieblichen Investitionen dienen.

Auch mit der Veräußerung von Vermögensgegenständen, die im Produktionsprozess eingesetzt werden, lassen sich finanzielle Mittel freisetzen. Dazu werden die Vermögensgegenstände an eine Leasinggesellschaft verkauft und von dieser zurückgemietet. Unternehmen können z. B. ihre Firmenzentrale verkaufen und zurückmieten. Einen Eingriff in den Produktionsprozess stellt dies nicht dar.

Durch Sale-and-Lease-Back-Transaktionen können stille Reserven gehoben werden, mit denen sich die Eigenkapitalbasis zunächst stärken lässt. Die gehobene stille Reserve muss bei einer Vollamortisation über die Grundlaufzeit des Leasingvertrages allerdings in Form der Leasingrate amortisiert werden. Die anfängliche Entlastung der Bilanz wird somit durch eine Verringerung der zukünftigen Gewinne erkaufte.

4 Impressum

Sitz der Gesellschaft

creditolo GmbH
Luisenstrasse 9
06108 Halle/Saale

Vertretungsberechtigte Geschäftsführer

Marcel Härtel
Christoph zur Nieden

Kontaktdaten

Telefon: 0345-470409-0
eMail: mail@creditolo.de
Web: <http://www.creditolo.de/>

Steuernummer

111/115/03534
Finanzamt Halle-Nord

Umsatzsteuer-Identifikationsnummer

DE251132207

Handelsregisternummer / Zulassung

HRB 14086, Amtsgericht Stendal
Zulassung nach § 34c GewO durch die Stadt Leipzig erteilt

Haftungsausschluss

Die Inhalte des vorliegenden E-Books sind von uns mit der größtmöglichen Sorgfalt recherchiert und erstellt worden. Dennoch sind Fehler nicht auszuschließen. Eine Haftung kann trotz sorgfältiger Prüfung dieser Inhalte auf Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität nicht übernommen werden. Wir übernehmen insbesondere keinerlei Haftung für eventuelle Schäden oder Konsequenzen, die durch eine indirekte oder direkte Benutzung des angebotenen Inhalts entstehen.