

Walter Plinke



Fallstudie zum Thema Finanzierungsarten

Auf der gemeinsamen Sitzung von Aufsichtsrat und Vorstand der Pubau AG wird die folgende (etwas verkürzt wiedergegebene) Bilanz vorgelegt:

Aktiva	Bilanz (Angaben in T€)	Passiva	
<u>Sachanlagen</u>		<u>Eigenkapital</u>	
1. Bebaute Grundstücke	1.200	1. Gezeichnetes Kapital	2.600
2. Technische Anlagen und Maschinen	1.400	2. Kapitalrücklage	570
3. Geschäftsausstattung	800	3. Jahresüberschuss	400
		4. Gewinnrücklagen	230
<u>Umlaufvermögen</u>		<u>Rückstellungen</u>	
1. Vorräte		1. Pensionsrückstellungen	340
– Rohstoffe	2.000	2. Steuerrückstellungen	420
– Unfertige Erzeugnisse	200	3. Sonstige Rückstellungen	360
– Fertige Erzeugnisse	1.000		
2. Forderungen aus L.+ L.	1.950	<u>Verbindlichkeiten</u>	
3. Wertpapiere	350	1. gegenüber Kreditinstituten	980
4. Flüssige Mittel	500	2. aus Lieferungen + Leistungen	3.700
	<u>9.400</u>		<u>9.400</u>

Der Vorstandsvorsitzende erläutert den Anwesenden, dass der gegenüber den Vorjahren geringere Jahresüberschuss weit gehend auf die aggressive Preispolitik eines Konkurrenten zurückzuführen sei. Dieser könne wegen der Verlagerung der Fertigung arbeitsintensiver Bauteile in die Slowakei preislich attraktive Angebote im Kundenkreis machen. In der Pubau AG habe man deshalb darüber nachgedacht, den gleichen Weg zu gehen. Alternativ dazu käme der Einsatz eines lasergesteuerten Materialbearbeitungsautomaten in Frage, mit dem erhebliche Kostensenkungen bei der Fertigung von Bauteilen erzielt werden könnten.

Die Anschaffungskosten dieses Automaten, der eine betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer von acht Jahren hat, betragen 1.280.000 €. Die Hausbank ist bereit, ein Darlehen von 900.000 € mit einer Laufzeit von 6 Jahren zu einem Nominalzinssatz von 9 % p. a. gegen Sicherungsübereignung des Automaten zu gewähren. Mit Beginn der Kreditlaufzeit wird ein Disagio von 3 % und eine einmalige Bearbeitungsgebühr von 0,5 % fällig. Die Tilgungen (in gleich hohen Raten) und die Zinsleistungen sind jeweils am Jahresende zu erbringen. Drei ältere Maschinen werden bei Realisierung des Investitionsvorhabens überflüssig und könnten zum Buchwert von insgesamt 30.000 € verkauft werden.

Vorstand und Aufsichtsrat vereinbaren, der Hauptversammlung eine Gewinnausschüttung von 130.000 € vorzuschlagen.

Gemäß Gewinn- und Verlustrechnung betragen die Zinsaufwendungen der Pubau AG im Berichtsjahr insgesamt 634.000 €.

Aufgaben mit Lösungen

1. Prüfen Sie zur Lösung des Finanzierungsproblems zunächst die Möglichkeiten der Innenfinanzierung.
 - a) Welche Arten der Innenfinanzierung empfehlen Sie, um
 - aa) den Fehlbetrag zwischen den Anschaffungskosten des Automaten und dem Investitionsdarlehen der Hausbank zu finanzieren? (Bitte vergessen Sie nicht die Liquiditätsbelastung durch Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag!)
 - ab) die Mittel zur Tilgung des Investitionsdarlehens der Hausbank aufzubringen?

Lösung zu aa):

Die Differenz zwischen den Anschaffungskosten und dem Investitionsdarlehen beträgt 411.500 € (Berechnung siehe unten). Dieser Betrag kann wie folgt finanziert werden:

➤ Verkauf der drei älteren Maschinen (Innenfinanzierung durch Vermögensumschichtung/ sonstige Kapitalfreisetzung)	30.000 €
➤ Der einbehaltene Jahresüberschuss wird in die Gewinnrücklage eingestellt: $(400 \text{ T€} - 130 \text{ T€}) - (400 \text{ T€} \cdot 25\% \text{ KSt}) - (400 \text{ T€} \cdot 25\% \text{ KSt} \cdot 5,5\% \text{ SolZ})$	164.500 €
➤ Der Restbetrag kann durch den Verkauf nicht betriebsnotwendigen Vermögens aufgebracht werden. Hier bietet sich z. B. der Verkauf von Wertpapieren an (Innenfinanzierung durch Vermögens umschichtung) (ohne Berücksichtigung realisierter stiller Reserven)	217.000 €
Summe	411.500 €

Auszahlungsbetrag fürs Darlehen:

Darlehensbetrag	900.000 €
- 3% Disagio	27.000 €
- 0,5% Bearbeitungsgebühr	4.500 €
= Auszahlungsbetrag	868.500 €
Anschaffungskosten	1.280.000 €
- Kreditauszahlungsbetrag	868.500 €
= Kapitalbedarf	411.500 €

Lösung zu ab:

Die fälligen Tilgungsleistungen für das Darlehen können mit Hilfe der Abschreibungen finanziert werden. Voraussetzung dafür ist, dass die Pubau AG ihre Produkte mindestens zu kostendeckenden Preisen verkaufen kann.

Die jährlichen Abschreibungen betragen bei Anschaffungskosten von 1.280.000 € und einer achtjährigen Nutzungsdauer 160.000 €. (Abweichungen sind möglich, wenn vom Wiederbeschaffungswert abgeschrieben wird.)

Sie reichen aus, um die jährlich notwendigen Tilgungsleistungen in Höhe von 150 T€ (900.000 € : 6 Jahre) zu finanzieren.

Problem: Die Refinanzierung der Ersatzinvestition aus den kumulierten Abschreibungsbeträgen und die möglichen Vorteile aus dem Kapazitätserweiterungseffekt der Finanzierung aus Abschreibungen (Lohmann-Ruchti-Effekt) sind nicht mehr realisierbar!

- b) Denkbar ist auch eine Innenfinanzierung über das Vorratsvermögen. Stellen Sie deren mögliche Wirkung für die Pubau AG dar. Berücksichtigen Sie dabei, dass die Pubau AG im vergangenen Geschäftsjahr einen Materialaufwand in Höhe von 12 Mio. € hatte und der durchschnittliche Lagerbestand 4 Mio. € betrug.

Lösung:

Innenfinanzierung durch sonstige Kapitalfreisetzung (hier: Rationalisierungsmaßnahmen)

$$\text{Lagerumschlagshäufigkeit} = \frac{12.000.000}{4.000.000} = 3 \text{ Mal}$$

Eine Erhöhung der Lagerumschlagshäufigkeit führt zu einer Kapitalfreisetzung.

Benötigt werden 411.500 €, sodass ein neuer Lagerdurchschnittsbestand von (4.000.000 € - 411.500 € =) 3.588.500 € anzustreben ist. Daraus würde sich eine neue

$$\text{Lagerumschlagshäufigkeit von } \frac{12.000.000}{3.588.500} = 3,34 \text{ Mal ergeben.}$$

Die höhere Lagerumschlagshäufigkeit lässt sich (sofern möglich) z. B. durch eine Reduzierung der eisernen Bestände und von vermehrten Käufen auf Abruf sowie Just-in-time-Lieferungen erreichen.

2. Ermitteln Sie für die Pubau AG, ob es unter dem Aspekt der Eigenkapitalrentabilität (und unter Berücksichtigung der oben gemachten Angaben) wirtschaftlich sinnvoll ist, die geplante Kapazitätserweiterung mit weiterem Fremdkapital zu finanzieren. Beziehen Sie in Ihre Betrachtung u.a. auch den Effektivzinssatz des Darlehens ein.

Lösung:

Die Finanzierung mit zusätzlichem Fremdkapital wäre sinnvoll, wenn die Gesamtkapitalrentabilität höher läge als der Zinssatz für Fremdkapital. In diesem Fall würde sich die Rentabilität des Eigenkapitals durch Zuführung von weiterem Fremdkapital erhöhen (Leverage-Effekt).

$$\text{Effektivzinssatz } (r) = \frac{9\% + \frac{3,5\%}{6+1}}{\frac{2}{96,5\%}} \cdot 100 = \frac{9\% + 1\%}{96,5\%} \cdot 100 = 10,36\%$$

$$\text{RGK} = \frac{\text{Jahresüberschuss} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{Gesamtkapital}} \cdot 100$$

$$\text{RGK} = \frac{(400.000 + 634.000)}{9.400.000} \cdot 100 = 11\% > 10,36\%$$

- Unter der Voraussetzung, dass sich auch weiterhin (die nächsten 6 Jahre) die gleiche Gesamtkapitalrentabilität wie im Berichtsjahr erzielen lässt, ist eine Finanzierung der geplanten Investition mit weiterem Fremdkapital unter Rentabilitäts Gesichtspunkten sinnvoll (GKR > FKR → positive Hebelwirkung des Fremdkapitaleinsatzes auf die Eigenkapitalrentabilität). Allerdings ist in diese Betrachtung u. a. auch das Leverage-Risiko einzubeziehen.

3. Für die Pubau AG könnte auch die Finanzierung über die Auflösung stiller Reserven sinnvoll sein.
- a) Nennen Sie aus obiger Bilanz drei Positionen, in denen evtl. stille Reserven enthalten sind, und zeigen Sie auf, wie es zur Bildung dieser stillen Reserven gekommen sein könnte.

Lösung:

Stille Reserven entstehen durch Unterbewertung von Vermögensgegenständen und/oder durch die Überbewertung von Fremdkapital:

- Bei den bebauten Grundstücken sowie den Technische Anlagen und Maschinen könnten die aktuellen Verkehrswerte (Zeitwerte, beizulegenden Werte) über den um die bilanziellen Abschreibungen verminderten (fortgeführten) Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten (Buchwerten) liegen.
- Mögliche Gründe: Stille Reserven entstehen hier durch die Einhaltung des Anschaffungs- bzw. Herstellungskostenwertprinzips (Bilanzierungs-

obergrenze) oder durch Verrechnung von Abschreibungen, die größer als die tatsächlichen Wertminderungen sind. Ihre Höhe wird bestimmt durch die Wahl der AfA-Methode, der Sofortabschreibung als GWG, der Inanspruchnahme von Sonderabschreibungen oder außerplanmäßigen Abschreibungen.

- Umlaufvermögen: Bildung stiller Reserven durch Anwendung von Bewertungswahlrechten, des Anschaffungs- bzw. Herstellungskostenwertprinzips (Bilanzierungsobergrenze) sowie des strengen Niederstwertprinzips.
- Rückstellungen: Sie sind nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung zu bewerten. Wegen der Ungewissheit über die tatsächliche Höhe der Verpflichtungen, der angestrebten ertrags- und liquiditätswirksamen Auswirkungen und wegen der Erfordernisse des Vorsichtsprinzips (hier: Höchstwertprinzip) werden sie häufig in nicht benötigter Höhe gebildet.
- (Fremdwährungs-)Verbindlichkeiten: Die Anwendung des Höchstwertprinzips (Gläubigerschutz- und Vorsichtsprinzips) führt oft zum Ausweis überhöhter Werte.

- b) Würden Sie der Pubau AG die Finanzierung des Automaten über die Auflösung stiller Reserven empfehlen? Geben Sie eine begründete Antwort.

Lösung:

Nein, weil zur Auflösung stiller Reserven betriebsnotwendiges Vermögen verkauft werden müsste und dadurch die Wertschöpfung des Unternehmens beeinträchtigt würde.

Zu empfehlen wäre der Pubau AG allerdings die Prüfung der Vorteilhaftigkeit der Auflösung stiller Reserven über die sog. Sale-and-lease-back-Finanzierung!

4. Eine Alternative zur Darlehensfinanzierung des Automaten ist die Inanspruchnahme des genehmigten Kapitals in Höhe von 1,2 Mio. €. Dabei könnten neue, auf den Inhaber lautende Stammaktien mit einem Nennwert von 2 € zum Bezugspreis von 2,15 € ausgegeben werden. Der aktuelle Kurswert der alten Aktien beträgt 3,10 €.
- a) Ermitteln Sie, wie viel Euro dem Unternehmen durch die Kapitalerhöhung zufließen. (Die Emissionskosten sollen unberücksichtigt bleiben.)

Lösung:

$1,2 \text{ Mio. €} : 2 \text{ € je Stück} = 600.000 \text{ Aktien (Stück)}$

$\rightarrow 600.000 \text{ Stück} \cdot 2,15 \text{ € je Aktie} = 1.290.000 \text{ €}$

b) Berechnen Sie den rechnerischen Wert des Bezugsrechts.

Lösung:

$$\text{Wert des Bezugsrechts} = \frac{3,10 - 2,15}{\frac{13}{6} + 1} = 0,30 \text{ €}$$

c) Angenommen, ein Aktionär hat vor der Kapitalerhöhung 311.999 Stück Pubau-Aktien und beabsichtigt im Rahmen der Kapitalerhöhung, die Sperrminorität zu erwerben.

Berechnen Sie, welchen Betrag dieser Aktionär für den dafür notwendigen Kauf weiterer Aktien aufwenden muss. (Unterstellen Sie dabei, dass der Börsenkurs des Bezugsrechts mit dem rechnerischen Wert übereinstimmt und dass keine Spesen anfallen.)

Lösung:

Zum Erreichen der Sperrminorität sind 25 % und 1 Aktie notwendig, hier also 475.001 Aktien.

Der Aktionär muss deshalb 163.002 Aktien zusätzlich kaufen.

Dafür werden $163.002 \cdot \frac{13}{6} =$	353.171 Bezugsrechte benötigt,
vorhanden sind aus 311.999 Aktien	311.999 Bezugsrechte
→ gekauft werden müssen	41.172 Bezugsrechte

Gesamtkosten:

163.002 Aktien zusätzlich à 2,15 € =	350.454,30 €
+ 41.172 Bezugsrechte à 0,30 €	12.351,60 €
= Summe	362.805,90 €

d) Welche Argumente könnten gegen eine (genehmigte) Kapitalerhöhung der Pubau AG sprechen? Erläutern Sie drei!

Lösung:

- Die neuen Aktien lassen sich evtl. nicht oder nicht im gewünschten Umfang am Kapitalmarkt platzieren.
- Der Aktienkurs der alten Aktien sinkt aufgrund des vergrößerten Angebots (Vermögensnachteil für Altaktionäre). Der Ausgabekurs für die neuen Aktien liegt immerhin rund 31 % unter dem der alten Aktien und der rechnerische Mittelkurs nach der Kapitalerhöhung beträgt 2,80 €. Fraglich ist, ob der Wert des Bezugsrechts den tatsächlich eintretenden Vermögensnachteil ausgleichen kann.

- Aus der Vergangenheit gewohnte Dividenden lassen sich wegen des größeren gezeichneten Kapitals zukünftig nicht bzw. nur sehr schwer aufrechterhalten (Dividendennachteil für Altaktionäre). Unter Umständen werden sie dann aus der Substanz gezahlt.
- Zu befürchten sind evtl. unerwünschte Veränderungen der Stimmrechtsanteile/der Einflussnahme (z. B. hinsichtlich der Sperrminorität).
- Erwartet werden umfangreichere Transparenzansprüche bezüglich der Rechnungslegung und veränderte Mitbestimmungsansprüche der neuen Kapitalgeber, die eine Kapitalerhöhung wenig attraktiv erscheinen lassen.

5. Was halten Sie von dem Vorschlag, den Automaten durch eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zu finanzieren. Geben Sie bitte eine begründete Antwort.

Lösung:

Dieser Vorschlag ist nicht geeignet, das Liquiditätsproblem der Pubau AG zu lösen. Durch die Auflösung von Kapitalrücklage und Gewinnrücklagen (insgesamt bis maximal 540.000 € möglich) und die damit verbundene Ausgabe von Gratisaktien (Berichtigungsaktien) fließen keine zusätzlichen finanziellen Mittel ins Unternehmen!

Außerdem ergibt sich durch diese Art der Innenfinanzierung keine Verbesserung der Nettofinanzverschuldung bzw. der Bilanzstruktur, sodass auch eine Verbesserung des Ratings der Pubau AG durch die Rating-Agenturen ausgeschlossen ist.

6. Leasing ist eine weitere Alternative zur Finanzierung des Automaten. Der Hersteller ist dazu auch bereit. Ein von ihm vorbereitetes Angebot sieht u.a. eine Grundmietzeit von 6 Jahren vor. Danach hat die Pubau AG das Recht, den Automaten zum Preis von 330.000 € zu erwerben.

Insgesamt ist die Leasing-Finanzierung um 28.450 € teurer als die Darlehensfinanzierung. Trotzdem ist sie nach Meinung des Herstellers für die Pubau AG unter liquiditäts- und rentabilitätsbezogenen sowie bilanziellen bzw. Rating-Gesichtspunkten die attraktivere Finanzierungsalternative.

Können Sie sich der Meinung des Herstellers anschließen? Begründen Sie Ihre ausführliche Stellungnahme!

Lösung:

1. Aktivierung des Leasing-Gutes:

Die Grundmietzeit beträgt 75 % der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer. Und weil zudem der Wert der Kaufoption (330.000 €) über dem Restbuchwert (320.000 €) liegt, der sich nach linearer AfA gemäß amtlicher AfA-Tabelle ergibt, ist das Leasing-Gut beim Leasing-Geber (Hersteller) und nicht beim Leasing-Nehmer (der Pubau AG) zu aktivieren.

2. Bilanzielle bzw. Rating-Gesichtspunkte:

Hinsichtlich der Bilanzierung ist der Meinung des Herstellers grundsätzlich zuzustimmen: Die Pubau AG könnte im Fall der Leasing-Finanzierung die Vorteile der Bilanzneutralität der Investition (off balancesheet) realisieren. Im Vergleich zur Darlehensfinanzierung erfolgt keine Bilanzverlängerung. Die Höhe der Verbindlichkeiten und die Eigenkapitalquote bleiben unverändert. Außerdem werden bestehende Kreditlinien grundsätzlich nicht belastet. Das wirkt sich letztendlich im Rahmen der Gesamtbewertung der Bonität – dem Rating – entsprechend positiv aus.

Einschränkend muss allerdings darauf hingewiesen werden, dass trotz der Aktivierung beim Leasinggeber der Leasingnehmer der faktische Bonitätsträger bleibt, weil nur er durch die Nutzung des Leasing-Gutes die erforderlichen Mittel (Cashflows) generiert. (Weitere) Leasing-Verpflichtungen müssen alten und potenziell neuen Kreditgebern* im Regelfall mitgeteilt werden. Sie verschlechtern die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens, führen zu ungünstigeren Kreditkonditionen und evtl. sogar zur Ablehnung zusätzlicher Kreditanträge.

* Das gilt vor allem für Kreditgeber, die eine dynamische, zukunfts- und cashflow-orientierte Bonitätsanalyse durchführen.

3. Liquiditäts- und rentabilitätsbezogene Gesichtspunkte:

Aufgrund der Aktivierung des Automaten beim Hersteller kann die Pubau AG die Leasing-Raten (bestehend aus Tilgung, Zinsen und anteiligen Betriebskosten des Leasing-Gebers) in voller Höhe als abzugsfähige Betriebsausgaben absetzen. Im Vergleich zur eigenen Aktivierung* kann sie dadurch evtl. Steuervorteile realisieren – allerdings nur dann, wenn die Pubau AG auch zukünftig Gewinne erwirtschaftet und der steuerliche Abzug der Leasing-Raten zu einer Reduzierung des Durchschnittssteuersatzes führt. Außerdem muss kritisch angemerkt werden, dass vergleichsweise hohe Leasing-Raten in erster Linie das Dividendenvolumen vermindern und damit zu Shareholder-value-Nachteilen führen. Der Steuereffekt ist im Kern „nur“ eine Steuerverschiebung, bei der die Pubau AG während der Grundmietzeit einen zinslosen Steuerkredit erhält, der in seiner Höhe auf die Anschaffungskosten (Gesamtbetrag der Tilgungsleistungen) begrenzt ist.

* Wenn der Leasing-Nehmer das Wirtschaftsgut aktivieren muss, darf er von den zu zahlenden Leasing-Raten „nur“ die Zinsen und anteiligen Betriebskosten des Leasing-Gebers (nicht aber die Tilgungsleistungen) als abzugsfähige Betriebsausgaben geltend machen. Dafür setzt er außerdem noch die Abschreibungsbeträge für das Wirtschaftsgut ab. Deshalb ist die Differenz der abzugsfähigen Betriebsausgaben in Abhängigkeit von der Bilanzierung im Allgemeinen nur gering.

Im Unterschied zur Darlehensfinanzierung ergibt sich beim Leasing der Vorteil, dass die Zinsen für Dauerschulden nicht zum Gewerbeertrag hinzugerechnet und versteuert werden müssen.

4. Fazit:

Die Argumentation des Herstellers ist wenig überzeugend.

Der Hinweis auf die bilanziellen bzw. Rating-Vorteile dürfte nur in Ausnahmefällen zutreffend sein. Und auch die Liquiditäts- und Rentabilitätsvorteile sprechen nicht eindeutig für eine Leasingfinanzierung. Zum einen dürfte die Differenz der abzugsfähigen Betriebsausgaben in Abhängigkeit von der Bilanzierung beim Leasingnehmer oder Leasinggeber sehr gering sein. Zum anderen ist davon auszugehen, dass der große Kostennachteil der Leasingfinanzierung im Vergleich zur Darlehensfinanzierung nicht durch die damit verbundenen Gewerbesteuer-Nachteile kompensiert wird.