

Henke · Siebert (Hrsg.)



Accounting, Auditing und Management

Festschrift für Wolfgang Lück

ESV

ERICH SCHMIDT VERLAG

Accounting, Auditing und Management

Festschrift für Wolfgang Lück

Herausgegeben von

Prof. Dr. Michael Henke

und

Dr. Hilmar Siebert

Mit Beiträgen von

Oliver Böhm, Dr. Oliver Bungartz,

Dr. Andreas Dahmen, Prof. Dr. Inga-Lena Darkow,

Dr. Philipp Gaenslen, Prof. Dr. Michael Henke,

Prof. Dr. Christopher Jahns, Dr. Lars M. Kästle,

Sarah Pahl, Karola Püschel,

Dr. Axel T. Schulte, Dr. Hilmar Siebert,

Dr. Jan-Christoph Suermann,

Dr. Eike-Hendrik Thomsen, Dr. Lothar Weiler

ERICH SCHMIDT VERLAG

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über dnb.ddb.de abrufbar.

Weitere Informationen zu diesem Titel finden Sie im Internet unter
[ESV.info/978 3 503 11048 3](http://ESV.info/978_3_503_11048_3)

ISBN 978 3 503 11048 3

Alle Rechte vorbehalten
Erich Schmidt Verlag GmbH & Co., Berlin 2008
www.ESV.info

Dieses Papier erfüllt die Frankfurter Forderungen der Deutschen Bibliothek und der Gesellschaft für das Buch bezüglich der Alterungsbeständigkeit und entspricht sowohl den strengen Bestimmungen der US Norm Ansi/Niso Z 39.48-1992 als auch der ISO-Norm 9706

Gesetzt aus 9/11 Stempel Garamond

Satz: multitext, Berlin
Druck und Bindung: Hubert & Co., Göttingen

„Alles wirklich Große ist einfach.“
(Johann Wolfgang von Goethe)

Lieber Herr Professor Lück,

am 18. Juni 2008 vollenden Sie Ihr 70. Lebensjahr. Dazu gratulieren wir Ihnen ganz herzlich.

Aus diesem besonderen Anlass überreichen wir Ihnen diese Festschrift. Sie gilt unserem verehrten akademischen Lehrer, einem väterlichen Freund, einem guten Ratgeber, einem Praktiker und einem Wissenschaftler, der uns in vielfältiger Weise gefordert, begleitet und beraten hat.

Diese Festschrift umfasst ein weites Themengebiet: Accounting, Auditing und Management. Es dokumentiert und verdeutlicht eindrucksvoll das breitgefächerte Engagement und Interesse des Jubilars und seiner Schüler.

Nach der Schulzeit und Ableistung des Wehrdienstes bei der Luftwaffe studierte Wolfgang Lück, geboren am 18. Juni 1938, zunächst in Freiburg, später in Köln Betriebswirtschaftslehre. Nach Stationen an der Justus-Liebig-Universität in Gießen, Forschungsaufhalten in Harvard, Cambridge/Massachusetts und Illinois, Urbana-Champaign, Illinois, entwickelte sich sein Interesse an den Themengebieten International Accounting and Auditing. Seine Tätigkeit als Wirtschaftsprüfer bei Internationalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, den heutigen „Big Four“, war geprägt durch das Interesse am Berufsstand sowie durch das Engagement für die Ausbildung, Lehre und Forschung.

Im Jahre 1978 erhielt Professor Lück den Ruf an die Technische Universität Berlin als ordentlicher Professor für den Lehrstuhl Wirtschaftsprüfung und Treuhandwesen. Es folgten regelmäßige Gastprofessuren an der University of Illinois at Urbana-Champaign am Center for International Education and Research in Accounting. Fast zeitgleich wurde Professor Lück im Jahre 1979 als wissenschaftlicher Leiter der Betriebswirtschaftlichen Abteilung der Versuchs- und Lehranstalt für Brauereien in Berlin (VLB) berufen. Diese Tätigkeit für die Deutsche Brauwirtschaft mit der nachfolgenden Gründung der Fachausschüsse Logistik, Controlling, Finanzwirtschaft und Steuern sowie Marketing und Vertrieb ist noch heute Grundlage für die betriebswirtschaftliche Ausbildung der VLB.

Im Frühjahr 1983 nahm Professor Lück den Ruf an die Philipps-Universität Marburg auf die Professur für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Wirtschaftsprüfung an und betreute als Beauftragter für die Integrierten Auslandsstudien an der Philipps-Universität Marburg für die University of Illinois at Urbana-Champaign und Virginia Polytechnic Institute and State University in Blacksburg/Virginia über 150 Studenten und Doktoranden. Einige der Autoren

und Herausgeber dieser Festschrift verbrachten Studienaufenthalte und Forschungsaufenthalte an diesen Universitäten und denken heute noch – und das nach nahezu 25 Jahren – gerne an diese Zeit zurück. Was heute vielfach als Selbstverständlichkeit gesehen wird, war zu dieser Zeit in hohem Maße von dem persönlichen Engagement eines Einzelnen abhängig. Dafür gebührt Professor Lück großer Dank, den wir hier stellvertretend im Namen aller ehemaligen Schüler, Diplomanden, Doktoranden und Mitarbeiter gerne aussprechen wollen.

In die „Marburger Zeit“ fällt die Leitung des Arbeitskreises „Interne und externe Überwachung der Unternehmung“, die Mitgliedschaft und Beiratstätigkeit bei der Schmalenbach-Gesellschaft sowie die Mitwirkung am Aufbau eines modernen Studiensystems mit der Neuformulierung von Lehrinhalten an verschiedenen russischen Hochschulen. In 1996 wurde ihm für sein Wirken und Engagement von der ökonomischen Fakultät der Uraler A.M. Gorki Universität in Jekatarinburg/Rußland die Ehrendoktorwürde verliehen.

Im Jahre 1993 folgte der Ruf auf den Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre der Technischen Universität München. Auch bei „den Bayern“ wurde Professor Lücks Rat gesucht und auch befolgt, so dass er seine Erfahrung unter anderem auch als Mitglied des Verwaltungsrates der Bayerischen Staatsbrauerei Weihenstephan einbringen konnte.

Der Gang nach München war eine konsequente Folge Professor Lücks praktischen und wissenschaftlichen Interesses, da er nun seine Erfahrungen aus der Berliner und Marburger Zeit weitergeben konnte. Den Studenten der ingenieurwissenschaftlichen Studiengänge in Weihenstephan verhalf er getreu seinem Motto „Fordern und Fördern“ zu dem so wichtigen, notwendigen betriebswirtschaftlichen Rüstzeug für die Praxis.

Noch heute sind Professor Lück, der an der Technischen Universität München im MBA-Programm der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften immer wieder auch Weihenstephaner Absolventen betreute, und eine Reihe seiner Schüler der Brauwirtschaft eng und freundschaftlich verbunden. Sein Engagement für diese Branche wird eindrucksvoll durch eine Vielzahl von Diplomarbeiten und Dissertationen zu Branchenthemen sowie zahlreiche Veröffentlichungen in den einschlägigen Fachzeitschriften dokumentiert.

Professor Lücks gesamtes wissenschaftliches Werk umfasst 100 Bücher, ca. 400 Fachartikel, eine Vielzahl von Stichworten in Sammelwerken, wie die Lexika der Betriebswirtschaftslehre, der Rechnungslegung und Abschlussprüfung sowie der Internen Revision. Seine wissenschaftlichen Arbeiten sowie die aufgegriffenen Themen haben uns bis heute begleitet und gaben uns das notwendige Rüstzeug für unsere berufliche Entwicklung.

Ein weiteres rundes Jubiläum ist dieses Jahr zu feiern: Die Gründung des Universitäts-Forums für Rechnungslegung, Steuern und Prüfung e.V. – International Accounting Reserach Institute – erfolgte in diesem Jahr vor 20 Jahren und wir sind der festen Überzeugung, dass diese im Jahre 1988 begründete Plattform zur Verbindung von Wissenschaft und Praxis auch heute nichts von ihrer Aktualität eingebüßt hat. Wir freuen uns sehr, dass Sie den Mitgliedern und Förderern des „Forums“ auch am neuen Standort an der EBS European Business School in Oestrich-Winkel als Vorsitzender des Vorstands zur Verfügung stehen.

Vorwort

Professor Lück hat uns sicherlich nicht nur beruflich geprägt und wir sind mehr als zuversichtlich, dass uns „Unser Professor“ auch künftig mit Rat und Tat zur Seite steht.

Es bleibt eine Frage zum Schluss: Wie kann man dieses berufliche und wissenschaftliche Pensum in dieser vorgenannten Art und Weise bewältigen? Die Antwort ist schwierig und doch einfach zugleich: Sie heißt Familie!

Lieber Professor Lück, wir gratulieren Ihnen ganz herzlich zur Vollendung Ihres 70. Lebensjahres und wünschen Ihnen stellvertretend für die Autoren, Freunde und Weggefährten noch für viele Jahre Gesundheit, Kraft und Vitalität.

Wiesbaden, Marburg
im Mai 2008

Michael Henke
Hilmar Siebert

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Accounting	
OLIVER BÖHM, MBA/DR. HILMAR SIEBERT Bewertung immaterieller Vermögenswerte	3
DR. LOTHAR WEILER/DR. HILMAR SIEBERT Unternehmensbewertung beim aktienrechtlichen Squeeze-out	21
DR. JAN-CHRISTOPH SUERMANN/KAROLA PÜSCHEL/DR. HILMAR SIEBERT Bonitätsanalyse und IFRS-Bilanzierung	33
Auditing	
DR. OLIVER BUNGARTZ Die Rolle der Internen Revision im Enterprise Risk Management (ERM) des Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)	53
DR. PHILIPP GAENSLER Überwachung von Risiken der Unternehmensleitung – eine Aufgabe für den Aufsichtsrat?	73
PROF. DR. MICHAEL HENKE Konzeption eines Prozessmodells zum Supply Risk Management	83
Management	
DR. ANDREAS DAHMEN/DR. HILMAR SIEBERT Mittelstand und Kapitalmarktfinanzierung	107
DR. EIKE-HENDRIK THOMSEN/SARAH PAHL Organizational Learning durch gezielte Entwicklung von Dynamic Capabilities als Basis für den Wettbewerbserfolg von Unternehmen	131
PROF. DR. CHRISTOPHER JAHNS/PROF. DR. INGA-LENA DARKOW Gewinnung von Führungskräften für die Logistik	163
DR. AXEL T. SCHULTE Der Supply Management Health Check	171
DR. LARS M. KÄSTLE Post Merger Supply Management	183
	IX

OLIVER BÖHM, MBA/DR. HILMAR SIEBERT

Bewertung immaterieller Vermögenswerte

1. Einleitung	3
2. Definition und Klassifizierung von immateriellen Vermögenswerten . .	4
2.1 Begriff des immateriellen Vermögenswerts	4
2.2 Klassifizierung und Arten von immateriellen Vermögenswerten . . .	5
2.3 Bewertungsanlässe und Funktion des Bewerter	6
3. Bewertungsverfahren für immaterielle Vermögenswerte	7
3.1 Grundlagen der Bewertung	7
3.2 Marktpreisorientiertes Verfahren	8
3.3 Kostenorientierte Verfahren	9
3.4 Kapitalwertorientierte Verfahren	10
3.4.1 Verfahrensüberblick	10
3.4.2 Methode der unmittelbaren Cash Flow Prognose	12
3.4.3 Mehrgewinnmethode	12
3.4.4 Methode der Lizenzpreisanalogie	13
3.4.5 Residualwertmethode	14
3.4.6 Nutzungsdauer	14
3.4.7 Kapitalisierung	15
3.4.8 Steuern	17
3.4.9 Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse	18
4. Fazit	18
Literatur	20

1. Einleitung

Die Bewertung von immateriellen Vermögenswerten, zu denen unter anderem Marken, Lizenzen, Patente, Kundenbeziehungen und Datenbanken gehören, ist aufgrund ihrer immateriellen Natur, ihrer Einzigartigkeit sowie ihrer Vielfalt seit jeher schwierig. In unserer heutigen wissens- und technologiebasierten Ökonomie muss jedoch der Tatsache Rechnung getragen werden, dass die gegenwärtige wie auch zukünftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Unternehmen speziell von der Werthaltigkeit ihrer immateriellen Vermögenswerte determiniert wird. Für viele Unternehmen sind ihre immateriellen Vermögenswerte weitaus wertvoller als ihre materiellen Vermögensgegenstände. Vielfach machen immaterielle Vermögenswerte durchschnittlich die Hälfte des Unternehmenswertes aus. Bei Markenartiklern liegt dieser Anteil häufig über 90 Prozent.¹

Ein differenziertes Bild ergibt sich dann, wenn berücksichtigt wird, dass immaterielle Vermögenswerte jedoch nicht per se werthaltig sind. Sie sind nur dann

¹ Vgl. Nestler, Börsenzeitung vom 24. 5. 2006.

bewertbar, wenn sie dem Unternehmen tatsächlich gehören und es die immateriellen Vermögenswerte adäquat geschützt hat. Eine ausschließliche wirtschaftliche Bewertung ist meist wenig aussagekräftig und muss somit stets mit einer rechtlichen Prüfung einhergehen. Darüber hinaus sind immaterielle Vermögensgegenstände auch nur dann von Wert, wenn sie tatsächlich maßgeblicher Werttreiber beziehungsweise die Quelle eines nachhaltigen Wettbewerbsvorteils sind.

Bisher gab es eine nahezu unüberschaubare Zahl von Ansätzen zur Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände, von denen sich jedoch viele an qualitativen Kriterien orientieren. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht hat ein immaterieller Vermögensgegenstand jedoch nur dann einen Wert, wenn er für seinen Eigentümer einen eindeutig nachweisbaren finanziellen Vorteil darstellt. Alle quantitativen Bewertungsverfahren für immaterielle Vermögenswerte waren bislang stark bilanziell geprägt und dementsprechend für Bewertungsanlässe außerhalb der Rechnungslegung, wie z. B. die Bestimmung von Kauf- und Verkaufspreisen bei Transaktionen, die Unternehmenssteuerung sowie rechtliche Verfahren bei Patent- oder Markenrechtsverletzungen nicht anwendbar. Hilfsweise wurde in der Bewertungspraxis stets der IDW S 1: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen für die Bewertung immaterieller Vermögenswerte genutzt.

Vor diesem Hintergrund hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) Anfang 2006 beschlossen, einen eigenständigen Bewertungsstandard zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte zu erarbeiten. Am 12.7.2007 wurde der IDW Standard: Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S 5) verabschiedet. Neben der Festlegung allgemeiner Grundsätze sowie einer Darstellung der Bewertungsmethoden ist das Ziel des IDS S 5, eine Konkretisierung der Vorgehensweise bei der Bewertung einzelner immaterieller Vermögenswerte vorzunehmen und auf wesentliche vermögenswertspezifische Besonderheiten hinzuweisen. In einem ersten Schritt wurde diese Konkretisierung für die Markenbewertung umgesetzt. Künftige Erweiterungen um die Bewertung von z. B. Kundenbeziehungen und Technologien sind vorgesehen.²

Im Folgenden soll ein Überblick über die vom IDW festgesetzten Methoden zur Bewertung von immateriellen Vermögenswerten erfolgen und auf ihre jeweiligen Besonderheiten eingegangen werden.

2. Definition und Klassifizierung von immateriellen Vermögenswerten

2.1 Begriff des immateriellen Vermögenswerts

Voraussetzung einer Bewertung ist unter anderem die Kenntnis des Bewertungsobjekts und dessen Ein- bzw. Abgrenzung. Immaterielle Vermögenswerte sind in ihrer einfachsten Definition alle nicht physischen oder finanziellen Vermögenswerte.³ Unter einem immateriellen Vermögenswert im Sinne des IDW S 5 wird

² Vgl. Beyer/Mackenstedt, Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S 5), Die Wirtschaftsprüfung 08/2008, S. 339.

Bewertung immaterieller Vermögenswerte

ein in Leistungserstellungsprozessen eingesetztes wirtschaftliches Gut verstanden, dessen Substanz nicht körperlich wahrnehmbar ist, sondern als Recht, Prozess, Verfahren, Wissen oder Information in Erscheinung tritt. In Abgrenzung zu materiellen Vermögenswerten ist der immaterielle Vermögenswert durch das Fehlen einer physischen Substanz charakterisiert; ferner werden unter immateriellen Vermögenswerten keine finanziellen Vermögenswerte verstanden.⁴

2.2 Klassifizierung und Arten von immateriellen Vermögenswerten

Neben einer Vielzahl von Definitionen für immaterielle Vermögenswerte können diese auch auf ebenso viele Arten klassifiziert werden.⁵ Die einfachste Art der Klassifizierung ist sicherlich die Unterscheidung zwischen eindeutig identifizierbaren und nicht eindeutig identifizierbaren immateriellen Vermögenswerten. Letztere wären aus Unternehmenssicht ausschließlich kollektiv als Goodwill klassifizierbar.

Darüber hinaus besteht die Möglichkeit der Klassifizierung in einzeln bewertbare sowie nicht einzeln bewertbare immaterielle Vermögenswerte. Gemäß IDW S 5 ist grundsätzlich der einzelne Vermögenswert das Bewertungsobjekt. Eine Ausnahme wird jedoch gemacht für den Fall eines Bündels zusammenhängender Vermögenswerte, wie z. B. Kundenbeziehungen oder patentierten und unpatentierten Technologien, die eine Bewertungseinheit bilden, oder wenn die Einzelbewertung wirtschaftlich nicht sinnvoll erscheint.⁶

Der IDW S 5 klassifiziert die selbständig bewertbaren immateriellen Vermögenswerte grob in marketingbezogene, kundenorientierte, technologiebasierte und kunstbezogene immaterielle Vermögenswerte.⁷

marketing-bezogen	kunden-orientiert	auf sonstigen Vorteilen und Rechten basierend	technologie-basiert	kunst-bezogen
<ul style="list-style-type: none"> – Warenzeichen – Handels-, Konsum-, Dach-, Einzelmarken, eingetragene Marken – Markenauftritt – Internet Domains 	<ul style="list-style-type: none"> – Kundenlisten – Auftragsbestände, Fertigungsaufträge – Kundenverträge und damit verbundene Kundenbeziehungen 	<ul style="list-style-type: none"> – Lizenzen – Leasing und Franchisevereinbarungen – Nutzungs- und Sende-rechte – Dienstleistungs-verträge – Wettbewerbs-verbote 	<ul style="list-style-type: none"> – Patentierte Technologie – Software – Datenbanken – Unpatentier-te Techno-logie – Geschäfts-geheimnisse 	<ul style="list-style-type: none"> – Kompositionen, Songtexte, Werbemelodien – Bilder, Fotografien, Videos, Fernsehprogramme

3 Vgl. Coenenberg, Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse, Stuttgart 2005, S. 1133.

4 Vgl. IDW S 5, Tz. 3.

5 Vgl. IFRS 3 Illustrative Examples A–E, SFAS 141 A.14.

6 Vgl. IDW S 5, Tz. 12.

7 Vgl. IDW S 5, Tz. 13.

Sicherlich könnten weitere Unterteilungen vorgenommen werden – insbesondere branchen- oder unternehmensspezifisch – aufgrund der Vielzahl der Arten von immateriellen Vermögenswerten sowie der Einzigartigkeit vieler immaterieller Vermögenswerte ist eine detailliertere Unterteilung für die Zwecke der Bewertung sicherlich nicht notwendig.

2.3 Bewertungsanlässe und Funktion des Bewerbers

Die Vorgehensweise bei der Bewertung wird in nicht unerheblichem Maße durch den Bewertungsanlass sowie die Funktion bestimmt.

Bewertungsanlässe sind z. B. der Erwerb oder die Veräußerung von immateriellen Vermögenswerten oder Unternehmen bzw. Unternehmensteilen, deren Wert maßgeblich durch das Vorhandensein immaterieller Vermögenswerte bestimmt ist. Weitere Bewertungsanlässe sind Zwecke der Unternehmenssteuerung und des Controllings immaterieller Vermögensgegenstände im Rahmen der laufenden Geschäftstätigkeit sowie Bewertungen für externe Berichterstattungszwecke nach nationalen, internationalen oder steuerlichen Vorschriften.⁸ Ferner könnten sicherlich auch noch die bereits eingangs erwähnten Rechtsstreitigkeiten genannt werden, deren Bedeutung sicherlich zunehmen wird.

Eng mit dem Bewertungsanlass verknüpft ist die Frage, ob für einen bestimmten immateriellen Vermögenswert eine typisierte oder eine individuell-subjektive Bewertung vorgenommen werden soll. Die Typisierungen betreffen die Definition der Bewertungssituation auf deren Basis die Bewertung vorzunehmen ist. Typisierte Wertkonzepte sind z. B. der beizulegende Zeitwert (Fair Value), der Nutzungswert (Value in Use), der beizulegende Wert, der Teilwert sowie der gemeine Wert. Eine individuell-subjektive Bewertung erfolgt in Form eines Entscheidungswerts.⁹

Aus den Typisierungen, denen eine gesetzliche Definition zu Grunde liegt, ergeben sich entsprechende Restriktionen für die Bewertung. Der durch die individuell-subjektive Bewertung ermittelte Entscheidungswert spiegelt hingegen die subjektiven Erwartungen des künftig zu ziehenden Nutzens wider und erlaubt die Berücksichtigung aller Handlungsoptionen des Entscheiders unabhängig vom Grad ihrer Konkretisierung.¹⁰

Gemäß IDW S 5 wird durch den Bewertungsanlass auch die Funktion des Bewerbers bestimmt. Der Bewerter kann die Funktion des unabhängigen Sachverständigen, des Beraters, des Schiedsgutachters sowie des Wirtschaftsprüfers einnehmen¹¹, was sich unmittelbar auf die Prämissen der Bewertung auswirkt.

Es sei an dieser Stelle angemerkt, dass nicht alle im IDW S 5 dargestellten Bewertungsverfahren geeignet sind, die Besonderheiten und Restriktionen aller Wertkonzepte zu berücksichtigen. Viel schwerer wiegt jedoch die Frage, ob eine Typisierung im Rahmen der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten

8 Vgl. IDW S 5, Tz. 4.

9 Vgl. Beyer/Mackenstedt, Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S 5), Die Wirtschaftsprüfung 08/2008, S. 339.

10 Vgl. IDW S 5, Tz. 15.

11 Vgl. IDW S 5, Tz. 7.

überhaupt möglich ist. Diese Diskussion wird im Rahmen der Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis schon seit geraumer Zeit geführt und es sprechen viele Argumente dafür, dass eine objektivierte oder gar objektive Wertfindung im Grunde nicht möglich ist. Dementsprechend erfolgt jede Bewertung zweckbezogen, da es einen Wert an sich – insbesondere bei immateriellen Vermögenswerten – nicht gibt.¹²

Im Folgenden soll jedoch mehr auf die Methoden zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte als solche eingegangen werden, ohne näher auf die Typisierungen im Sinne des IDW bzw. auf die Funktion des Bewerter einzugehen.

3. Bewertungsverfahren für immaterielle Vermögenswerte

3.1 Grundlagen der Bewertung

Der Wert eines immateriellen Vermögensgegenstands leitet sich im ökonomischen Sinne stets aus dem in Zukunft erwarteten Nutzen ab, den dieser für seinen Eigentümer stiftet.¹³

Bei der Bewertung immaterieller Vermögenswerte ist zu beachten, dass diese meist in einem spezifischen Kontext genutzt werden; dieser ist vor der Bewertung zu analysieren. Hier liegt ein besonderes Augenmerk auf den zur Erzielung der Zahlungsströme erforderlichen komplementären Produktionsfaktoren sowie auf das zugrunde liegende gegenwärtige Nutzungskonzept sowie weitere Nutzungspotenziale des immateriellen Vermögensgegenstands.¹⁴ Eine zentrale Herausforderung besteht ferner darin, aus Zahlungsüberschüssen den Anteil zu identifizieren, der gemäß Verursacherprinzips allein und eindeutig auf den immateriellen Vermögensgegenstand zurückzuführen ist.

Zur Messung des Nutzens und Nutzenpotenzials eines immateriellen Vermögensgegenstands kann grundsätzlich auf drei Kategorien zurückgegriffen werden¹⁵:

- Einkommen, das das zu bewertende Objekt künftig voraussichtlich generieren wird
- Verfügbare Marktpreise für das betreffende oder ein vergleichbares Objekt bzw. Objekte
- Kosten zur Erlangung eines vergleichbaren Objekts

Daraus ergeben sich drei grundlegende Bewertungsansätze:

- Marktpreisorientierte Verfahren („Market Approach“)
- Kostenorientierten Verfahren („Cost Approach“)
- Kapitalwertorientierte bzw. DCF-Verfahren („Income Approach“)

¹² Vgl. Castedello/Schmusch, Markenbewertung nach IDW S 5, Die Wirtschaftsprüfung 08/2008, S. 351.

¹³ Vgl. Ernst/Schneider/Thielen, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, München 2006, S. 9.

¹⁴ Vgl. Beyer/Mackenstedt, Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S 5), Die Wirtschaftsprüfung 08/2008, S. 341.

¹⁵ Vgl. Goddar/Moser, Grundlagen der Bewertung immaterieller Vermögenswerte am Beispiel patentgeschützter Technologien, Finanz Betrieb 10/2007, S. 595.

Innerhalb dieser Verfahren stehen jeweils mehrere Bewertungsmethoden zur Verfügung. In der Bewertungspraxis haben diese wiederum verschiedene Ausprägungen erfahren. Besonders hervorzuheben sind hierbei die sogenannten „Hybrid Approaches“, die dadurch gekennzeichnet sind, dass sie Elemente von zwei der grundlegenden Bewertungsverfahren – insbesondere des Market und des Income Approach – miteinander vereinen.¹⁶

Marktpreisorientierte Verfahren	Barwertorientierte Verfahren	Kostenorientierte Verfahren
<ul style="list-style-type: none"> – Marktpreise auf aktivem Markt – Analogiemethoden 	<ul style="list-style-type: none"> – Methode der unmittelbaren Cashflow-Prognose – Mehrgewinnmethode – Methode der Lizenzpreis-analogie – Residualwertmethode 	<ul style="list-style-type: none"> – Reproduktionskostenmethode – Wiederbeschaffungskostenmethode

In der betriebswirtschaftlichen Theorie sowie in der Bewertungspraxis ist eine eindeutige Präferenz für kapitalwertbasierte Bewertungsmethoden ersichtlich. Es ist aufgrund der Vielfalt von immateriellen Vermögenswerten und ihrer Einzigartigkeit jedoch fraglich, ob für jede Kategorie von immateriellen Vermögenswerten die gleiche Bewertungsmethode angewendet werden kann. Hier gilt es den Einzelfall sowie die verfügbaren Informationen zu analysieren, bevor der Bewerter sich auf eine Methode festlegen kann. Oftmals empfiehlt sich auch die Anwendung mehrerer Verfahren zu Plausibilisierungszwecken.

3.2 Marktpreisorientiertes Verfahren

Bei Anwendung des marktpreisorientierten Bewertungsverfahrens werden auf der Basis realistischer, am Markt erzielbarer Preise Anhaltspunkte für den Wert eines immateriellen Vermögenswerts abgeleitet. Dies kann in der Regel nur dann erfolgen, soweit sich die beobachteten Marktpreise auf den zu bewertenden immateriellen Vermögenswert beziehen.

Ferner muss es sich um einen aktiven Markt handeln, der durch homogene Güter und öffentlich bekannte Preise gekennzeichnet ist sowie dadurch, dass vertragswillige Käufer und Verkäufer jeder Zeit gefunden werden können.¹⁷

Immaterielle Vermögenswerte werden naturgemäß jedoch oftmals nicht auf aktiven Märkten gehandelt. In diesem Fall ist zu prüfen, ob vergleichbare Transaktionen herangezogen werden können. Mittels der sogenannten „Analogiemethode“ wird ein Vergleich zwischen dem beobachteten Preis für ein Vergleichsobjekt und dem gesuchten Wert des zu bewertenden immateriellen Vermögenswerts angestellt.

¹⁶ Vgl. z. B. Jenkins, The Benefits of Hybrid Valuation Models, The CPA Journal, January 2006.

¹⁷ Vgl. IDW S 5, Tz. 20.

Hierbei ist zunächst ein Multiplikator als Relation zwischen dem Marktpreis des Vergleichsobjekts und einer Bezugsgröße abzuleiten. Zur Ermittlung des Werts des Bezugsobjekts ist dieser Multiplikator sodann auf die betreffende Bezugsgröße anzuwenden.^{18, 19}

Aufgrund der Einzigartigkeit immaterieller Vermögensgegenstände gilt es jedoch abzuwägen, ob eine bekannte Transaktion hilfsweise zur Wertermittlung herangezogen werden kann.

Problematisch ist, dass in der Regel keine Marktpreise von immateriellen Vermögenswerten bekannt sind. Zwar wird zum Beispiel bei der Veräußerung von Rechten an bekannten Marken die Öffentlichkeit informiert, es findet sich jedoch nur selten ein Hinweis auf den Veräußerungspreis oder die dem Vertrag zu Grunde liegenden Rahmenbedingungen. Noch unwahrscheinlicher ist es, aussagefähige Informationen über Marktpreise anderer immaterieller Vermögensgegenstände wie Patente, Geschmacksmuster oder Datenbanken zu erhalten. Oftmals werden immaterielle Vermögensgegenstände auch nicht einfach zu einem festen Preis veräußert, sondern mittels einer Kombination aus Abschlagszahlungen und Lizenzraten. Diese Daten können jedoch zumindest in die Bewertung mittels Lizenzpreisanalogie Eingang finden.

Vor diesem Hintergrund können marktpreisorientierte Verfahren nur unter bestimmten Voraussetzungen angewandt werden, die in der Praxis selten anzutreffen sind.

3.3 Kostenorientierte Verfahren

In der Bewertungspraxis sind kostenorientierte Verfahren den Substanzwertverfahren zugeordnet.²⁰ Mittels dieser Verfahren wird der Wert eines immateriellen Vermögensgegenstandes unter Berücksichtigung der Kosten ermittelt, die aufzuwenden wären, um einen anderen immateriellen Vermögensgegenstand zu schaffen, der seinem Eigentümer erlaubt, den Nutzen zu ziehen, den ihm das zu bewertende Objekt vermittelt (Prinzip der Substitution).²¹

Kostenorientierte Verfahren richten sich nach den geschätzten Reproduktions- oder Wiederbeschaffungskosten für den zu bewertenden immateriellen Vermögenswert. Die eine Methode zielt darauf ab, ein exaktes Duplikat des zu bewertenden immateriellen Vermögenswerts zu erschaffen („Reproduction Approach“), während die andere Methode auf ein Objekt vergleichbaren Nutzens abstellt („Replacement Approach“).²²

18 Vgl. Goddar/Moser, Grundlagen der Bewertung immaterieller Vermögenswerte am Beispiel patentgeschützter Technologien, Finanz Betrieb 10/2007, S. 596.

19 Beispielhaft kann hier von der Veräußerung von Rechten an einer TV-Serie ausgegangen werden. Der am Markt bekannte Veräußerungspreis wird in Relation zu den historischen Einspielerlösen gesetzt. Dieser Multiplikator kann dann mit den erwarteten Einspielerlösen der vergleichbaren (z. B. im gleichen Genre angesiedelten) TV-Serie multipliziert werden.

20 Vgl. hierzu IDW ES 1 i. d. F. 2007, Tz. 170.

21 Vgl. Goddar/Moser, Grundlagen der Bewertung immaterieller Vermögenswerte am Beispiel patentgeschützter Technologien, Finanz Betrieb 10/2007, S. 597.

22 Vgl. z. B. Mackenstedt/Fladung/Himmel, Ausgewählte Aspekte bei der Bestimmung beizulegender Zeitwerte nach IFRS 3, Die Wirtschaftsprüfung, 16/2006, S. 1040.

Historische Kosten dienen in diesem Zusammenhang in der Praxis zwar als Anhaltspunkt zur Ermittlung der Reproduktions- oder Wiederbeschaffungskosten, stellen jedoch keine eigenständige Wertermittlungsmethode dar. Bei einer Bewertung unter Zuhilfenahme historischer Kosten ist zudem sorgfältig zu analysieren, welche Kosten tatsächlich für die Schaffung des immateriellen Vermögensgegenstands angefallen sind. Gegebenenfalls sind die Kosten um Effizienzverluste zu bereinigen bzw. um weitere Kostenkomponenten zu ergänzen. Die historischen Kosten sind auf den Bewertungsstichtag mit einem geeigneten Faktor zu indexieren.

Der Vorteil dieser Herangehensweise liegt darin, dass die Daten in aller Regel bei dem Unternehmen vorliegen, dem der immaterielle Vermögenswert gehört. Andererseits können die auf den zu bewertenden immateriellen Vermögenswert entfallenen Kosten aus der Vergangenheit zum Bewertungszeitpunkt häufig nicht mehr eindeutig identifiziert werden, insbesondere da die Kosten von Entwicklungsprozessen oftmals innerhalb der Gemeinkosten verarbeitet sind und speziell im Anfangsstadium einer Entwicklung selten ausführliche vermögenswertspezifische Aufzeichnungen gemacht werden.

Alternativ zu den indexierten historischen Kosten können die erwarteten, aktuellen Wiederbeschaffungskosten für den immateriellen Vermögenswert kalkuliert werden. So könnten beispielsweise die Kosten geschätzt werden, die ein Unternehmen für die Schaffung eines vergleichbaren immateriellen Vermögenswerts zum Bewertungszeitpunkt aufwenden müsste. Dies ist jedoch oftmals weniger genau oder mit einem erheblichen Mehraufwand verbunden, da für viele Leistungen z. B. Angebote von Dritten eingeholt werden müssten.

Unabhängig von ihrer Praktikabilität haben kostenorientierte Verfahren die konzeptionelle Schwäche, dass sie nicht nutzenorientiert sind und sich die verwendeten Daten meist auf die Vergangenheit beziehen. Dies führt dazu, dass kostenorientierte Methoden zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte in der Regel nur für Plausibilitätsüberlegungen oder zur Ableitung von Wertuntergrenzen²³ bzw. Preisobergrenzen²⁴ angewendet werden.

3.4 Kapitalwertorientierte Verfahren

3.4.1 Verfahrensüberblick

Das kapitalwert- bzw. ertragsorientierte Verfahren legt die Annahme zu Grunde, dass sich der Wert eines immateriellen Vermögenswerts aus dessen Eigenschaft ergibt, künftige Erfolgsbeiträge in Form von finanziellen Überschüssen zu generieren. Der Wert eines Vermögensgegenstands ergibt sich dementsprechend aus der Summe der Barwerte der künftig erzielbaren Cash Flows zum Bewertungsstichtag („Discounted Cash Flow“), die aus der Nutzung des immateriellen Vermö-

23 So gilt es z. B. zur Plausibilisierung einen mittels Income Approach ermittelten Wert zu überprüfen, falls dieser maßgeblich unter den Reproduktions- bzw. Wiederbeschaffungskosten liegt.

24 Ein ökonomisch handelnder Unternehmer bzw. Investor würde für einen immateriellen Vermögensgegenstand keinen Preis zahlen, der über den Kosten für ein adäquates Substitut liegt.

genswerts während der erwarteten wirtschaftlichen Nutzungsdauer und gegebenenfalls aus dem Abgang generiert werden.²⁵ Hierbei ist zu beachten, dass immaterielle Vermögenswerte – im Gegensatz zu Unternehmen – meist nur eine zeitlich begrenzte Nutzungsdauer aufweisen, so dass die Berücksichtigung einer ewigen Rente im Bewertungskalkül nicht in Betracht kommt.²⁶

Für die Bewertung von immateriellen Vermögenswerten mittels kapitalwertorientierter Verfahren gelten die gleichen Ausgangsüberlegungen wie hinsichtlich der Unternehmensbewertung. Als zentrale Aufgabe der Bewertung ergeben sich somit die Prognose der bewertungsrelevanten Cash Flows, die Berücksichtigung der wirtschaftlichen Nutzungsdauer sowie die Ableitung des Risikos des betreffenden immateriellen Vermögenswerts widerspiegelnden Kapitalkostensatzes.

Unterschiede bestehen jedoch dahingehend, als dass es sich bei dem Bewertungsobjekt meist um ein einzelnes Objekt bzw. ein Bündel von Objekten handelt, die nur im Zusammenspiel mit anderen Vermögenswerten Einzahlungsüberschüsse erwirtschaften können und diese ggf. nicht immer vorliegen bzw. ohne weiteres ermittelt werden können. Darüber hinaus wird die Ermittlung eines risikoäquaten Kapitalkostensatzes dadurch erschwert, dass keine Renditen für einzelne immaterielle Vermögenswerte aus Marktbeobachtungen ermittelbar sind. Ferner kann nicht wie bei der Unternehmensbewertung vereinfachend von einer unendlichen Nutzungsdauer ausgegangen werden, sondern es muss eine Lebensdauer („Useful Life“) explizit ermittelt oder geschätzt werden. Bei der Bewertung sind darüber hinaus mögliche Steuervorteile („Tax Amortization Benefit“) zu berücksichtigen.

Weiterhin ist zu beachten, dass im Unterschied zur Unternehmensbewertung die Bewertung eines immateriellen Vermögensgegenstands nicht aus einer spezifischen Kapitalgeberposition erfolgen sollte, sondern sich grundsätzlich eine Gesamtbewertung in Form des Brutto-Verfahrens mit Hilfe des Weighted-Average-Cost-of-Capital-Ansatzes („WACC-Ansatz“) empfiehlt. Dementsprechend wird vorgeschlagen, auch eine Prognose hinsichtlich der Kapitalstruktur zu Marktwerten zu treffen, mit der der immaterielle Vermögenswert finanziert werden soll.²⁷

Ausgangspunkt eines jeden kapitalwertorientierten Verfahrens ist die Isolierung bzw. Prognose der dem immateriellen Vermögenswert zurechenbaren Cash Flows. Hier werden die

- Methode der unmittelbaren Cash Flow Prognose,
- Mehrgewinnmethode,
- Methode der Lizenzpreisanalogie und
- Residualwertmethode

unterschieden. Diese Verfahren stehen grundsätzlich gleichwertig nebeneinander. Im Einzelfall kann es sich aufgrund der Bedeutung des jeweiligen immateriellen

²⁵ Vgl. z. B. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, Frankfurt/New York, 1998, S. 99, S. 157 ff.

²⁶ Vgl. IDW S 5, Tz. 22–23.

²⁷ Vgl. Beyer/Mackenstedt, Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S 5), Die Wirtschaftsprüfung 08/2008, S. 343.

Vermögenswerts für ein Unternehmen im Wertschöpfungsprozess, aber auch aufgrund der beschränkten Verfügbarkeit von Informationen ergeben, dass eine oder mehrere Methoden anderen vorzuziehen sind. Ein bei Praktikern verständlicherweise gehegter Wunsch nach einer einzigen, für alle immateriellen Vermögenswerte verbindlichen Methode, muss dementsprechend eine Absage erteilt werden.

3.4.2 Methode der unmittelbaren Cash Flow Prognose

Bei der Methode der unmittelbaren Cash Flow Prognose werden dem Vermögenswert direkt zurechenbare Cash Flows mit dem vermögenswertspezifischen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz diskontiert. Wesentliche Voraussetzung hierbei ist, dass die dem immateriellen Vermögenswert direkt zurechenbaren Cash Flows eindeutig ermittelbar sind.²⁸

Dies ist nur dann der Fall, wenn der zu bewertende immaterielle Vermögenswert zentral für die Wertschöpfung des Unternehmens ist und nicht im Zusammenspiel mit anderen Vermögenswerten innerhalb der Wertschöpfungskette wirkt. In der Regel ist dies nur dann möglich, wenn der immaterielle Vermögenswert Dritten gegen ein Nutzungsentgelt zur Verfügung gestellt wird, welches dann in Form von Cash Flows zur Bewertung herangezogen wird. Im Grunde handelt es sich hierbei um eine umgekehrte Anwendung der Methode der Lizenzpreisanalogie, auf die im Folgenden noch näher eingegangen wird.

3.4.3 Mehrgewinnmethode

Im Rahmen der Mehrgewinnmethode („Incremental Cash Flow Method“) werden die künftig erwarteten Cash Flows aus dem Unternehmen einschließlich dem zu bewertenden immateriellen Vermögenswert mit den entsprechenden Cash Flows aus einem fiktiven Vergleichsunternehmen ausschließlich des zu bewertenden Vermögenswerts verglichen. Dabei wird unterstellt, dass das Vergleichsunternehmen diesen immateriellen Vermögenswert entweder nicht besitzt oder vollständig auf dessen Nutzung verzichtet.²⁹ Die zusätzlichen Cash Flows können sich ergeben, falls durch den betreffenden immateriellen Vermögensgegenstand zusätzliche Einzahlungen generiert oder Auszahlungen eingespart werden. Dabei jeweils entstehende zusätzliche Kosten sind ebenfalls zu berücksichtigen. Die Differenz in den Cash Flows der Periode zwischen den beiden Unternehmen zeigt den zusätzlichen Cash Flow („Incremental Cash Flow“), der auf den zu bewertenden immateriellen Vermögenswert zurückzuführen ist.³⁰

Die Anwendung der Mehrgewinnmethode setzt dementsprechend voraus, dass die zukünftigen Cash Flows des fiktiven Vergleichsunternehmens ohne den zu bewertenden immateriellen Vermögenswert verlässlich geschätzt werden können. Dies begrenzt den Anwendungsbereich der Mehrgewinnmethode erheblich, da

28 Vgl. IDW S 5, Tz. 30.

29 Beispielhaft seien hier Preisunterschiede zwischen Marken- und No-Name-Produkt sowie durch eine Marke bedingte Mengen-Prämien erwähnt oder mögliche Kostenersparnisse aufgrund der Nutzung einer bestimmten Technologie.

30 Vgl. IDW S 5, Tz. 33–36.

Informationen zu Unternehmen, die für Anwendung dieser Methode notwendig wären, nur in den seltensten Fällen verfügbar sind.

3.4.4 Methode der Lizenzpreisanalogie

Bei der Methode der Lizenzpreisanalogie („Relief-from-Royalty Method“) werden unter Anwendung eines Analogieschlusses die finanziellen Erfolgsbeiträge eines immateriellen Vermögenswerts durch Lizenzentgelte approximiert, die dem Eigentümer dieses Vermögenswerts gegenüber der Alternative der Lizenzierung eines nutzenäquivalenten Vergleichsobjekts erspart bleiben. Dabei wird ermittelt, welche Lizenzzahlungen fiktiv zu entrichten wären, wenn sich der betreffende immaterielle Vermögenswert im Eigentum eines Dritten befände.³¹ Die Lizenzraten werden anhand von marktüblichen Lizenzraten für vergleichbare Vermögenswerte abgeleitet („at-arm’s-length“). Die Lizenzrate ist dann mit den geplanten Umsatzerlösen, die dem zu bewertenden immateriellen Vermögenswert zuzuordnen sind, zu multiplizieren. Die ermittelten fiktiven Lizenzzahlungen werden dem zu bewertenden Objekt als Einkommen zugerechnet und sind mit dem vermögenswertspezifischen Kapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.

Die Methode der Lizenzpreisanalogie setzt die Verwendung von marktüblichen Lizenzraten voraus und hat somit einen engen Bezug zu marktpreisorientierten Verfahren mit ähnlichen Prämissen hinsichtlich der Verfügbarkeit und Zuverlässigkeit der Informationen zu vergleichbaren Transaktionen und den daraus resultierenden Lizenzraten.

Eine Variante der Relief-from-Royalty Methode ist die sogenannte Profit-Split Methode, bei der sich Lizenznehmer und Lizenzgeber die sich aus der Nutzung bzw. Verwertung eines immateriellen Vermögensgegenstands ergebenden Umsatzerlöse aufteilen, wobei der Lizenznehmer meist einen deutlich geringeren Anteil erhält, da er in der Regel ein erheblich geringeres unternehmerisches Risiko trägt.³²

Auch wenn Rechtsprechung, Datenbankanbieter, Literatur und andere öffentliche Datenquellen zu einem stetig umfassenderen Informationsstand hinsichtlich marktüblicher Lizenzraten beitragen, ist die Methode der Lizenzpreisanalogie umstritten, da Lizenzraten für vergleichbare Vermögensgegenstände ohne genaue Kenntnis der dazu gehörigen Vertragsgestaltungen mit möglichen Einmalzahlungen oder Nutzungseinschränkungen erhebliche Schwankungsbreiten von mehreren Prozent aufweisen können. Dies führt unweigerlich zu Unschärfen im Rahmen der Bewertung. Eine Stärke dieser Methode ist hingegen ihre methodische Einfachheit sowie ihre Anwendbarkeit in Situationen eingeschränkter Analyse-möglichkeiten und schwacher Informationsbasis.

31 Vgl. IDW S 5, Tz. 31.

32 Dies ist unter anderem in der Musikindustrie gängige Praxis. Hier erhält der Musikproduzent in der Regel zwischen 20 und 25 Prozent der erzielten Umsatzerlöse, da das Musikunternehmen das Herstellungs- und Vermarktungsrisiko trägt. Ähnliche Vertragskonstruktionen finden sich unter anderem im Maschinenbau.

3.4.5 Residualwertmethode

Alle drei vorgenannten Methoden setzen in der Bewertungspraxis direkt am Bewertungsobjekt und den dem Bewertungsobjekt zurechenbaren Cash Flows an.

Da immaterielle Vermögenswerte Cash Flows in der Regel erst mit anderen materiellen oder immateriellen Vermögenswerten generieren, liegen Planungsrechnungen oftmals nur für eine Gesamtheit von Vermögenswerten bzw. ganze Unternehmen vor. Die Residualwertmethode („Multi-Period Excess Earnings Method“) löst das Bewertungsobjekt aus dieser Gesamtheit von Vermögenswerten heraus, indem sie bei der Ermittlung der relevanten Einzahlungsüberschüsse fiktive Auszahlung für die „unterstützenden“ Vermögenswerte als fiktive Nutzungsentgelte („Contributory Asset Charges“) unterstellt. Dabei wird angenommen, dass die unterstützenden Vermögenswerte in dem Umfang, der für die Generierung der Cash Flows erforderlich ist, von einem Dritten fiktiv geleast oder gemietet werden.³³ Die verbleibenden Cash Flows werden dem zu bewertenden immateriellen Vermögensgegenstand zugerechnet.

Bei der Anwendung der Residualwertmethode ist sicherzustellen, dass die Berücksichtigung fiktiver Nutzungsentgelte ausschließlich insoweit erfolgt, als diese im Rahmen der eigentlichen Planung noch nicht erfasst wurden.³⁴ Ferner sind ein Werteverzehr der unterstützenden Vermögenswerte anzusetzen sowie die Bestimmung einer angemessenen Verzinsung auf das in den selbigen gebundene Kapital zu berücksichtigen.

Eine solche Vorgehensweise ist allerdings nur dann als sachgerecht zu beurteilen, wenn das Bewertungsobjekt eindeutig und maßgeblich verantwortlich für die Erzielung der Einzahlungsüberschüsse des Gesamtunternehmens ist³⁵, so dass die unterstützenden Vermögenswerte eindeutig identifiziert³⁶ und Nutzungsentgelte für diese den selben zugerechnet werden können. Andernfalls steht der Aufwand in keinem Verhältnis zum Ergebnis, zumal eine erhöhte Zahl von unterstützenden Vermögensgegenständen die Unschärfe der Bewertung proportional ansteigen lässt.

3.4.6 Nutzungsdauer

Im Rahmen der Unternehmensbewertung wird meist von einer unendlichen Nutzungsdauer („Useful Life“) ausgegangen, die sich durch Einbeziehen einer ewigen Rente im Bewertungsverfahren widerspiegelt.³⁷ Diese beeinflusst in nicht unerheblichem Maße den ermittelten Unternehmenswert.³⁸

Auch bei immateriellen Vermögenswerten ist der Planungszeitraum eine zentrale Einflussgröße, welche mit besonderer Sorgfalt bestimmt werden muss, da

33 Vgl. IDW S 5, Tz. 37.

34 Vgl. IDW S 5, Tz. 38.

35 Ein Beispiel wären Kundenbeziehungen bei einem Handelsunternehmen.

36 Eine Schwierigkeit ist in diesem Zusammenhang oftmals die Abgrenzung des zu bewertenden immateriellen Vermögensgegenstands vom Goodwill.

37 Vgl. z. B. Schanz, Börseneinführung, München, 2007, S. 228.

38 Die ewige Rente bzw. der sog. „Terminal Value“ sind für durchschnittlich 70–80 Prozent des Unternehmenswerts verantwortlich.

hier – anders als bei der Unternehmensbewertung – in der Mehrheit der Fälle von einer begrenzten Nutzungsdauer ausgegangen werden muss. Aus diesem Grunde wäre die pauschale Annahme einer unendlichen Nutzungsdauer methodisch unrichtig.

Die wesentlichen Einflussgrößen auf die Nutzungsdauer eines immateriellen Vermögenswerts sind technologischer, nutzungsbedingter, wirtschaftlicher, oder rechtlicher Natur. So kann z. B. die Nutzungsdauer eines immateriellen Vermögensgegenstands technologisch begrenzt sein, da innerhalb eines überschaubaren Zeitraums mit Weiterentwicklungen oder Substituten gerechnet werden muss. Eine nutzungsbedingte Beschränkung können z. B. Erhaltungsaufwendungen sein. Rechtliche Beschränkungen ergeben sich beispielsweise aus der Schutzdauer bzw. dem Schutzzumfang, während zu den wirtschaftlichen Einflussgrößen konjunkturelle Entwicklungen oder die wirtschaftliche Situation des den immateriellen Vermögenswert nutzenden Unternehmens zählen können. Bei der Schätzung der Nutzungsdauer von immateriellen Vermögenswerten gilt es, diese Aspekte zu berücksichtigen und im Zweifelsfall auf den niedrigsten Wert abzustellen.

In diesem Zusammenhang sollte auch berücksichtigt werden, dass immaterielle Vermögenswerte Zyklen³⁹ unterliegen oder ihr wirtschaftlicher Nutzen im Laufe der Zeit abnehmen kann⁴⁰. Die Cash Flows müssen in solchen Fällen mit einem Zyklusmodell oder entsprechenden Abnahmeraten („Decay Rates“) belegt werden.

Es kann allerdings nicht ganz ausgeschlossen werden, dass auch immaterielle Vermögenswerte unter bestimmten Voraussetzungen eine unbegrenzte Nutzungsdauer haben, bzw. ihre ursprünglich angelegte Nutzungsdauer verlängert werden kann. Beispielhaft wären hier Marken, die kontinuierlich gepflegt und ausgeweitet werden.

Aufgrund der Vielfalt der Szenarien hinsichtlich der Nutzungsdauer von immateriellen Vermögenswerten gilt es auch hier, den Einzelfall genau zu analysieren und eine der Gesamtsituation angemessene Entscheidung unter Berücksichtigung möglicher Einschränkungen der potenziellen Nutzungsdauer des Bewertungsobjekts zu treffen.

3.4.7 Kapitalisierung

Im Rahmen der kapitalwertorientierten Verfahren bestimmt sich der Wert eines immateriellen Vermögenswert nach der Prognose der zukünftig erwarteten Cash Flows über die prognostizierte Nutzungsdauer durch Diskontierung dieser Zahlungsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag.⁴¹ Der Kapitalisierungszins stellt hierbei den zentralen Vergleichsmaßstab zur Beurteilung der relativen Vorteilhaft-

39 So sind beispielsweise mediale Inhalte wie beliebte TV-Serien (sog. Klassiker) in ihrer Auswertung Zyklen durch den Zuschauergeschmack unterworfen.

40 Immaterielle Vermögenswerte wie Verfahrenspatente, die zur Herstellung eines Produkts beitragen, unterliegen zwangsweise einem gewissen Verfall, wenn das mit Hilfe des Patents hergestellte Produkt weniger gefragt ist.

41 Vgl. IDW S 5, Tz. 41 sowie IDW ES 1 i. d. F. 2007, Tz. 85–92.

tigkeit einer Investition dar, da die erwarteten Erträge aus dem immateriellen Vermögenswert mit den Erträgen einer Alternativinvestition verglichen werden.⁴²

Der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes („Discount Factor“) kommt dementsprechend eine zentrale Bedeutung zu. Dieser muss sowohl in seiner Risiko-Ertrags-Charakteristik als auch hinsichtlich seiner Laufzeit äquivalent zum Bewertungsobjekt sein.

Zur Ableitung der vermögenswertspezifischen Verzinsung⁴³ werden als Ausgangspunkt die gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten („WACC“) des den immateriellen Vermögenswert nutzenden Unternehmens herangezogen. Diese sind jedoch unter dem Gesichtspunkt der Laufzeitäquivalenz an die prognostizierte Nutzungsdauer des Bewertungsobjekts anzupassen. In einem zweiten Schritt werden diese an das spezifische Risikoprofil des immateriellen Vermögenswerts angepasst.

Die durchschnittlichen Kapitalkosten des Unternehmens ermitteln sich wie folgt:

$$\text{WACC} = \frac{\text{EK}}{\text{GK}} \times r_{\text{EK}} + \frac{\text{FK}}{\text{GK}} \times r_{\text{FK}} \times (1 - s)$$

WACC = Weighted Average Cost of Capital

r_{EK} = Eigenkapitalkosten

r_{FK} = Fremdkapitalkosten

EK = Marktwert des Eigenkapitals

FK = Marktwert des zinstragenden Fremdkapitals

GK = Gesamtkapitalwert (Unternehmensgesamtwert)

s = Steuersatz

Die gewichteten Kapitalkosten eines Unternehmens setzen sich gemäß obiger Formel aus den Kosten der Eigenkapitalgeber sowie denen der Fremdkapitalgeber zusammen, die entsprechend ihrem Anteil am Gesamtunternehmenswert gewichtet werden.⁴⁴

Zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten wird das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) verwendet⁴⁵, dessen Ausgangspunkt die (quasi-)risikolose Kapitalmarktanlage ist. Dieser Basiszinssatz ist um eine vermögenswertspezifische Risikoprämie zu ergänzen, die auf erwarteten Eigenkapitalrenditen des Unternehmens basieren. Sollten keine Kapitalmarktdaten für das den immateriellen Vermögenswert besitzende Unternehmen vorliegen, kann die Marktrisikoprämie gleichermaßen über die Kapitalmarktrenditen vergleichbarer Unternehmen hergeleitet werden.⁴⁶ Zur Identifizierung vergleichbarer Unternehmen werden sog.

42 Vgl. Goehr/Wende, Praxisorientierte Ermittlung des Kapitalisierungszinsses in der Unternehmensbewertung, Unternehmensbewertung & Management 8/2004, S. 285.

43 Alternativanlage

44 Vgl. dazu ausführlich z. B. Ernst/Schneider/Thielen, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, München 2006, S. 45 ff.

45 Vgl. dazu ausführlich z. B. Schultze, Methoden der Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2001, S. 157 ff.

46 Für den Basiszinssatz wird in der Bewertungspraxis grundsätzlich auf die langfristige erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen abgezielt, wobei auch hier die Nutzungsdauer des Bewertungsobjekts zu berücksichtigen ist.

„Peer-Groups“ gebildet, die auf Merkmale wie Unternehmensgröße, operative Geschäftstätigkeit, geographische Ausrichtung der Unternehmenstätigkeit, Finanzierungsstrukturen sowie andere relevante Merkmale abzielen.

Darüber hinaus ist für die Gesamtbewertung neben der vermögenswertspezifischen Renditeforderung der Eigenkapitalgeber eine Annahme über eine eventuelle Fremdfinanzierung des immateriellen Vermögenswerts sowie eines risikoadäquaten Fremdkapitalzinssatzes zu treffen. Die Gewichtung des Eigen- und Fremdkapitalzinses basiert auf den Marktwerten der Eigen- sowie der Fremdkapitalkomponente. Ferner ist bei der Anwendung des WACC-Ansatzes ein Tax-Shield zu berücksichtigen.

Die oben beschriebene Vorgehensweise wird primär zur Bestimmung eines „objektivierten Werts“ im Sinne des IDW herangezogen. Unter Berücksichtigung der Einzigartigkeit immaterieller Vermögensgegenstände und ihrer oftmals sehr spezifischen Nutzungsmöglichkeiten ist es im Zuge ihrer Bewertung jedoch fraglich, ob zur Bestimmung des Kapitalisierungszinses modelltheoretische Vorgaben verbindlich festgelegt werden können.

Bereits dem Grunde nach ließe sich diskutieren, ob das Risiko eines einzelnen immateriellen Vermögenswerts analog zum Risiko des diesen Vermögenswert besitzenden Unternehmens bestimmt werden kann, zumal ein solches Vorgehen durch fehlende Marktpreisdaten immaterieller Vermögenswerte erschwert wird.

Aus diesem Grunde sind in der Bewertungspraxis – insbesondere im Zuge der vorherrschenden sog. „Entscheidungswertfindung“ – auch anders abgeleitete Kapitalisierungszinssätze oder unternehmensspezifische Mindestrenditen zu verwenden, deren Herleitung in Bezug auf die Risikoprämie primär auf allgemeintheoretischen Überlegungen hinsichtlich technischer, rechtlicher, wirtschaftlicher oder anderer relevanter Risiken basiert.

3.4.8 Steuern

Finanzielle Überschüsse aus immateriellen Vermögenswerten unterliegen analog zur Unternehmensbewertung der Besteuerung.⁴⁷ Diese werden vereinfachend durch die dem immateriellen Vermögenswert zurechenbaren Cash Flows als Besteuerungsgrundlage approximiert.⁴⁸

Bei der Methode der unmittelbaren Cash Flow Prognose, der Mehrgewinn- sowie der Residualwertmethode sind dementsprechend die dem Bewertungsobjekt zugeordneten finanziellen Überschüsse mit Ertragssteuern zu belegen. Bei der Methode der Lizenzpreisanalogie sind Steuern insofern zu berücksichtigen, als dass die ersparten Lizenzzahlungen einen steuerlich abzugsfähigen Aufwand darstellen, der die Ertragssteuerlast des Lizenznehmers reduziert. Deswegen ist die Entlastung durch den Wegfall von Lizenzzahlungen nur in Höhe ihres Betrags nach Abzug von Ertragssteuern zu berücksichtigen.⁴⁹

47 Maßgeblich ist hierbei das Steuersystem desjenigen Landes, in dem die finanziellen Überschüsse versteuert werden.

48 Vgl. IDW S 5, Tz. 45.

49 Vgl. IDW S 5, Tz. 46.

Für den Fall, dass ein immaterieller Vermögenswert erworben wird, ist der Erwerber im Rahmen der Steuergesetzgebung der meisten Länder berechtigt, die Anschaffungskosten mit steuerlicher Wirkung abzuschreiben. Hieraus ergibt sich eine jährliche Steuerminderbelastung in Höhe des Abschreibungsbetrags auf Seiten des Erwerbers. Diesen abschreibungsbedingte Steuervorteil („Tax Amortisation Benefit“) gilt es im Rahmen der Bewertung zu berücksichtigen.

3.4.9 Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse

Bei der Bewertung immaterieller Vermögenswerte gehören Cash Flow Verfahren zu den bevorzugten Bewertungsmethoden. Dem Bewerter wird dementsprechend analog zur Unternehmensbewertung die Aufgabe zuteil, die Cash Flow Planung des immateriellen Vermögenswerts zu analysieren und zu plausibilisieren.⁵⁰

Die besondere Herausforderung bei der Bewertung immaterieller Vermögenswerte besteht insbesondere in der (gedanklichen) Herauslösung des Bewertungsobjekts aus einem Bündel von Vermögenswerten sowie der Identifikation von Interdependenzen mit diesen.

Nicht zuletzt aufgrund der Vielzahl an Werttreibern, die bei der Bewertung immaterieller Vermögenswerte ins Kalkül gezogen werden müssen sowie der damit verbundenen Prognoseunsicherheit, ist eine solche Plausibilisierung unerlässlich.

Ausgangspunkt können hier historische Daten sowie eine Analyse der Unternehmensplanung des den immateriellen Vermögenswert besitzenden Unternehmens sein. Ferner kann im Einzelfall geprüft werden, ob der ermittelte Wert bzw. die Wertbandbreite in einem adäquaten Verhältnis zum Gesamtunternehmenswert steht.

Darüber hinaus kann der ermittelte Wert über die Anwendung mehrerer Methoden plausibilisiert werden. In diesem Zusammenhang bietet sich insbesondere an, markt- und kostenorientierte Verfahren heranzuziehen.

4. Fazit

Es ist zu begrüßen, dass sich das IDW erstmalig eingehend mit Fragen der Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände befasst hat. In diesem Zusammenhang ist jedoch zu berücksichtigen, dass im internationalen Vergleich diese Fragen seit längerem diskutiert werden. Sicherlich haben Überlegungen zur IFRS Rechnungslegung oder die Diskussion des BilMoG eine Rolle gespielt, sich nunmehr eingehend zu solch einem betriebswirtschaftlich komplexen Themengebiet zu äußern.

Die diskutierten Bewertungsverfahren zu immateriellen Vermögensgegenständen sind nicht neu; sie waren jedoch in der Vergangenheit häufig durch Bewertungsanlässe wie die Bestimmung von Kauf- und Verkaufspreisen im Rahmen von

50 Analog sind hier z. B. die im IDW S 1 empfohlenen Handlungen zur Plausibilisierung von Unternehmensplanungen anzuwenden.

Transaktionen gekennzeichnet und nicht auf eine Wertfindung für die Rechnungslegung ausgelegt.

Auch bei der Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände bestätigt sich das bewährte Prinzip, dass eine Bewertung immer zweckbezogen vorzunehmen ist, aufs Neue. Dieses Prinzip ist in dem Sinne zu erweitern, dass ein Wert nur dann entstehen kann, wenn der zu bewertende Vermögensgegenstand nicht unabhängig vom Geschäftsmodell, dem Markt und der Wettbewerbsposition betrachtet, sondern als Teil des Zusammenwirkens mit anderen Vermögensgegenständen begriffen wird. In diesem Sinne begrüßen die Verfasser die Pluralität der Bewertungsansätze und sind der festen Überzeugung, dass sich nicht nur die mittlerweile in Theorie und Bewertungspraxis etablierten kapitalwertbasierenden Verfahren durchsetzen, sondern sinnvoll ergänzt werden durch ein zweckorientierte Anwendung der markt- und kostenorientierten Verfahren.

Auch wenn einzelne Aspekte der kapitalwertorientierten Verfahren, wie beispielsweise die Ableitung geeigneter Diskontierungszinssätze oder die Gewichtung von Eigenkapitalverzinsung und Fremdkapitalverzinsung, sicherlich noch eingehender zu untersuchen sind, ist zu wünschen, dass in diesen Diskussionen nicht die Dominanz der Finanzmathematik vorherrschen möge.

Hierbei darf nicht vergessen werden, was das Kernproblem einer sachgerechten Bewertung darstellt: Die Beurteilung der Plausibilität der Planung, die Identifikation von Werttreibern und die Prognose der Überschüsse. Die konsistente und am Bewertungsanlass orientierte Bewertungsmethodik ist lediglich eine notwendige, jedoch keine hinreichende Bedingung für eine sachgerechte Bewertung. Anders ausgedrückt: Die reine Mathematisierung im Rahmen der Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände führt zu einer Scheingenauigkeit; vielmehr sollte das Verständnis und die eingehende Analyse der Planungsrechnungen und der dabei unterstellten Prämissen im Vordergrund stehen.

Literatur

- Beyer, Sven/Mackenstedt, Andreas, Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S 5), Die Wirtschaftsprüfung 08/2008.
- Castedello, Marc/Schmusch, Mathias, Markenbewertung nach IDW S 5, Die Wirtschaftsprüfung 08/2008.
- Coenberg, Adolf G., Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse, Stuttgart 2005.
- Copeland, Tom/Koller, Tim/Murrin, Jack, Unternehmenswert, Frankfurt/New York, 1998.
- Ernst, Dietmar/Schneider, Sonja/Thielen, Bjoern, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, München 2006.
- Goehr, Michael/Wende, Volker, Praxisorientierte Ermittlung des Kapitalisierungszinses in der Unternehmensbewertung, Unternehmensbewertung & Management 8/2004.
- IDW ES 1 i. d. F. 2007: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen.
- IDW S 5: Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte.
- IFRS 3 Illustrative Examples.
- Jenkins, David S., The Benefits of Hybrid Valuation Models, The CPA Journal, January 2006.
- Mackenstedt, Andreas/Fladung, Hans-Dieter/Himmel, Holger, Ausgewählte Aspekte bei der Bestimmung beizulegender Zeitwerte nach IFRS 3, Die Wirtschaftsprüfung, 16/2006, S. 1040.
- Nestler, Anke, Börsenzeitung vom 24. 5. 2006.
- Schanz, Kay-Michael, Börseneinführung, München, 2007.
- Schultze, Wolfgang, Methoden der Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2001.

DR. LOTHAR WEILER/DR. HILMAR SIEBERT

Unternehmensbewertung beim aktienrechtlichen Squeeze-out

1. Einführung	21
1.1 Wohlfahrtstheoretische Erwägungen	21
1.2 Betriebswirtschaftliche Erwägungen	22
1.3 Minderheitenschutz	23
2. Gesetzliche Regelungen zum Squeeze-out (§ § 327 a ff. AktG).....	24
2.1 Verfassungsrechtliche Fragen	24
2.2 Verfahren	24
3. Abfindungsanspruch	25
3.1 Überblick.....	25
3.1.1. Einzelbewertungsverfahren.....	25
3.1.2. Gesamtbewertungsverfahren.....	25
3.1.3 Marktorientierte Bewertungsmethoden.....	26
3.2 Meinungsstand in Literatur und Rechtsprechung	26
3.2.1 Bewertung durch Liquidationsverfahren	26
3.2.2 Ertragswertmethode.....	26
3.2.3 Börsenkurs als Unternehmenswert bei börsennotierten Unternehmen	27
4. Gerichtliche Überprüfung der Barabfindung	30
5. Fazit	31
Literatur	32

1. Einführung

Der aktienrechtliche Squeeze-out (§§ 327a ff. AktG), der Ausschluss von Minderheitsaktionären aus einer Aktiengesellschaft gegen deren Willen, steht im Spannungsverhältnis zwischen den unternehmerischen Interessen und den Interessen eines Mehrheitsaktionärs auf der einen und den Interessen der „ausgeschlossenen“ Minderheitsaktionäre auf der anderen Seite.

1.1 Wohlfahrtstheoretische Erwägungen

Wohlfahrtstheoretisch ist ein Squeeze-out-Verfahren allokatationseffizient, wenn hierdurch die Eigentumsrechte in der Unternehmung so verteilt werden, dass eine Externalisierung negativer externer Effekte vermieden wird. Aus Opportunitäts Gesichtspunkten wird ein Aktionär, der über seinen Mehrheitsbesitz eine Kontrollfunktion in der Gesellschaft hat, private Kontrollerträge („Private Benefits of Control“) aus seiner Beteiligung an der Gesellschaft zu realisieren versu-

chen¹. Diese werden umso umfangreicher und zugleich offensichtlicher sein, je stärker die Einflussmöglichkeiten auf die Gesellschaft institutionalisiert sind.

Konsumiert ein Mehrheitsaktionär private Kontrollerträge, so geschieht dies regelmäßig *auf Kosten* der verbliebenen Minderheitsaktionäre bzw. Dritter (Arbeitnehmer etc.). Da der Mehrheitsaktionär diese Kosten nicht trägt, externalisiert er sie damit auf die Gesellschaft bzw. die Minderheitsaktionäre („Social costs“). Nicht verursachungsgerecht verteilte Kosten sind aus alloktionstheoretischer Sicht ineffizient und zu vermeiden.

Ein Ausschlussverfahren ist daher wohlfahrtstheoretisch wünschenswert, als dadurch eine Konzentration der Eigentumsrechte geschieht, wodurch mittelbar die Anreize zur Externalisierung sozialer Kosten vermieden werden. Anders gewendet: Ein Aktionär, der alle Eigentumsrechte und Stimmrechte in sich vereinigt, hat keine Anreize, negative soziale Effekte zu produzieren, da ihn diese *alleine* treffen würden.

1.2 Betriebswirtschaftliche Erwägungen

Die vorgenannten nur sehr schwer quantifizierbaren Wohlfahrtseffekte eines Ausschlussverfahrens werden flankiert durch betriebswirtschaftliche Kostenvorteile nach Durchführung eines Squeeze-out. Eine börsennotierte Aktiengesellschaft kann nach Durchführung des Squeeze-out ohne „Sperrfeuer“ durch Minderheitsaktionäre einen vollständigen Rückzug von der Börse praktizieren („Going Private“). Hierdurch ergibt sich für das Unternehmen ein unternehmenswertsteigernder Effekt, da alle mit der Börsennotierung verbundenen Kosten eingespart werden können. Hier sind die mit der Börsennotierung einhergehenden Kosten der Erfüllung von Emittentenpflichten, wie der Beauftragung von „Designated Sponsors“ oder „Market Makers“ zur Sicherstellung eines reibungslosen Handelns, wie auch die Einhaltung der einschlägigen Vorschriften zum Aktionärsschutz sowie der Kosten für Investor Relations-Maßnahmen zu nennen.² Ein Going Private kann letztlich auch die Möglichkeiten zur Eigenkapitalaufnahme in erheblichem Maße verbessern.

Ein Squeeze-out führt auch zur gesellschaftsinternen „Befriedung“³. Oftmals ist festzustellen, dass börsennotierte Aktiengesellschaften mit Splitterbesitz Ziele räuberischer Aktionäre sind. Die Ausnutzung von Blockierpotenzialen durch rechtsmissbräuchlichen Gebrauch von Aktionärsrechten (beispielsweise die Blo-

1 Vgl. instruktiv Jensen/Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305–360; Kaulmann, Property Rights und Unternehmenstheorie, 1987, S. 12; Behrens, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, 1986, S. 43 ff.

2 Baums, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung, Arbeitspapier Nr. 79, Universität Osnabrück, S. 18. f.; Die Informationspflichten zugunsten weniger Minderheitsaktionäre sind unverhältnismäßig zeitaufwendig und kostenintensiv. Bei einem Alleinaktionär müssen in der Hauptversammlung die Versammlungsformalien nicht eingehalten werden, da der Alleinaktionär für sich das Vollversammlungsprivileg in Anspruch nimmt. Auch müssen in der Vorbereitungsphase die Einberufungs- und Informationsformalien nicht eingehalten werden.

3 Rühland, Der Ausschluß von Minderheitsaktionären aus der AG (Squeeze-out), 2004, S. 253 ff.

ckierung von Kapital- und Strukturmaßnahmen durch Registersperren) kann zu ökonomisch ineffizienten Verzögerungen von wirtschaftlichen Maßnahmen führen.⁴ Der Gesetzgeber und die Rechtsprechung haben in jahrzehntelanger Entwicklung versucht, diesem „Aktionärsunwesen“ Einhalt zu gebieten⁵, festzustellen ist jedoch, dass auch nach Einführung entsprechender gesetzlicher Regularien kein effektiver Schutz vor räuberischen Aktionären gegeben ist.

Ein Squeeze-out kann es auch in diesem Zusammenhang wesentlich erleichtern, durch eine Alleineigentümerstellung wohlfahrtssteigernde Strukturmaßnahmen im Interesse aller Beteiligten zeitnah umzusetzen.⁶

1.3 Minderheitenschutz

Aus rechtlich-ökonomischer Sicht ist auch dem Minderheitenschutz gerecht zu werden. Ein funktionsfähiger Kapitalmarkt setzt voraus, dass Aktionäre ihr Kapital an die Verwendungsorte fließen lassen können, wo es nach ihrer Selbsteinschätzung das höchste Nutzenpotenzial hat. Wird Minderheitsaktionären diese beste Verwendungsmöglichkeit gegen ihren Willen genommen, muss aus ökonomischer Sicht eine entsprechende Schadensprämie bezahlt werden, um (zukünftig) Fehlallokationen zu vermeiden. Ein Austarieren der Interessen der Mehrheitsaktionäre und der Interessen der Minderheitsaktionäre ist daher erforderlich.

Der Gesetzgeber muss also in den Squeeze-out-Regeln (§§ 327a ff. AktG) sowohl den wohlfahrtstheoretisch gewünschten Squeeze-out ermöglichen als auch – im wohlverstandenen Minderheitsinteresse – die erzwungene Desinvestition der Einzelaktionäre „vermögensschonend“ gestalten.

Angemessen ist dabei nach st. Rspr. eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem *vollen Wert* seiner Beteiligung entspricht.⁷ Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten als sie bei einer freien *Deinvestitionsentscheidung* zum Zeitpunkt des Ausschlusses erlangt hätten.⁸

4 Die Gesetzesbegründung geht von einem schützenswerten Interesse des Hauptaktionärs „an einer freien Entfaltung seiner unternehmerischen Initiative“ aus, vgl. BT-Drucksache 14/7034, S. 32 re. Sp.

5 BGHZ 107, 296, 296 f.; LG Frankfurt a.M., DStR 2007, 2178 f.; Schwab, in: Schmidt/Lutter, AktG, 2007, § 245 Rn. 36 ff. m.w.N.; Hüffer, Aktiengesetz, 8. Aufl. 2008, § 245 Rn. 22 ff.; Hüffer, in: Münchener Kommentar AktG, 2. Aufl. 2001, § 245 Rn. 47 ff.; Bayer, NJW 2000, 2609, 2613 f.; Seibert, NZG 2007, 841 ff.

6 Auch die Arbeitnehmer profitieren davon, wenn beispielsweise wirtschaftlich erforderliche Umstrukturierungen in einem sich wandelnden Marktumfeld rasch umgesetzt werden.

7 BVerfGE 14, 263, 284; BVerfGE 100, 289, 304 f. (DAT/Atlanta); BGHZ 147, 108.

8 St. Rspr.; vgl. nur BVerfGE 100, 289; BGHZ 147, 108; LG Frankfurt a.M., NJOZ 2006, 2756, 2759 f.

2. Gesetzliche Regelungen zum aktienrechtlichen Squeeze-out (§§ 327 a ff. AktG)

Nach § 327a AktG kann auf Verlangen eines Hauptaktionärs, der mindestens 95 % des Grundkapitals hält, die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung auf den Hauptaktionär beschließen.⁹

2.1 Verfassungsrechtliche Fragen

Das Squeeze-out ist rechtlich anerkannt. Erst jüngst hat das Bundesverfassungsgericht festgestellt, dass § 327a Abs. 1 AktG keine Enteignungsregelung i. S. von Art. 14 Abs. 2 GG darstellt, sondern eine zulässige Inhalts- und Schrankenbestimmung nach Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG ist.¹⁰

2.2 Verfahren

Auf Verlangen des Hauptaktionärs nach Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre hat der Vorstand der Gesellschaft unverzüglich eine Hauptversammlung einzuberufen und das Verlangen des Hauptaktionärs auf die Tagesordnung zu setzen. In der Bekanntmachung der Tagesordnung ist neben der vorgesehenen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär auf die Gewährung einer angemessenen Barabfindung hinzuweisen.¹¹

Die Festlegung der angemessenen Höhe der Barabfindung ist nach § 327 b Abs. 1 Satz 1, 1. Hs. AktG originäre Aufgabe des Hauptaktionärs.¹² Schuldner der Barabfindung ist nach Eintragung des Squeeze-out nicht die Aktiengesellschaft, sondern der Hauptaktionär.¹³

Im Gegensatz zur Mehrheitseingliederung können die Minderheitsaktionäre nur eine *Barabfindung* verlangen und nicht wie bei der Mehrheitseingliederung auch eine Abfindung mit Anteilen des Hauptaktionärs.¹⁴ Der Hauptversammlungsbeschluss bedarf *keiner sachlichen Rechtfertigung* nach den Maßstäben der

9 Demgegenüber hat der Gesetzgeber bei einem *übernahmerechtlichen* Squeeze-out die Entscheidungszuständigkeit generell auf das Landgericht Frankfurt a.M. verlagert: Nach § 39 a WpÜG sind nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot dem Bieter, dem die Aktien der Zielgesellschaft in Höhe von mindestens 95 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals gehören, auf seinen Antrag die übrigen stimmberechtigten Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung durch Gerichtsbeschluss zu übertragen. Gehören dem Bieter zugleich Aktien in in Höhe von 95 Prozent des Grundkapitals der Zielgesellschaft, sind ihm auf Antrag auch die übrigen Vorzugsaktien ohne Stimmrecht zu übertragen.

10 BVerfG, NZG 2007, 587, 588; BGH, NZG 2006, 117.

11 Hüffer, AktG, § 327a Rn. 10.

12 Grunewald, in: MüKo AktG, § 327 b Rn. 3; Hüffer, AktG, § 327 b Rn. 6.

13 Hüffer, AktG, § 327a Rn. 10; Angerer, BKR 2002, 260, 263.

14 Hüffer, AktG, § 327a Rn. 2; anders gem. § 39a Abs. 3 Sätze 1, 2 WpÜG bei dem übernahmerechtlichen Squeeze-out: „Die Art der Abfindung hat der Gegenleistung des Übernahme- oder Pflichtangebots zu entsprechen. Eine Geldleistung ist stets wahlweise anzubieten“.

Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit.¹⁵ Der Gesetzeszweck ist klar auf die Wahrung der Interessen des Hauptaktionärs ausgerichtet.¹⁶ Es findet also keine materielle Inhaltskontrolle statt, da der Squeeze-out-Beschluss seine Rechtfertigung in sich selbst trägt.¹⁷

Der zustimmende Beschluss der Hauptversammlung zum Verlangen des Hauptaktionärs stellt die rechtliche Grundlage für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre dar.¹⁸ Rechtlich wirksam wird der Ausschluss der Minderheitsaktionäre aber erst durch die Eintragung des Beschlusses in dem zuständigen Handelsregister der Gesellschaft (§ 327e Abs. 3 AktG).

3. Abfindungsanspruch

3.1 Überblick

Die Ermittlung der Höhe des Abfindungsanspruchs hat sich naturgemäß zur Kernthematik des aktienrechtlichen Squeeze-outs entwickelt: Da nur der Unternehmenswert Anknüpfungspunkt für eine angemessene Barabfindung sein kann, ist eine *Unternehmensbewertung* erforderlich. Zu der Frage, wie der Unternehmenswert zu ermitteln ist und welche Komponenten in die Bewertung einfließen, hat die Betriebswirtschaftslehre mehrere Bewertungsmethoden entwickelt. Die Bewertungsmethoden können wie folgt unterteilt werden:

3.1.1 Einzelbewertungsverfahren

Bei den Einzelbewertungsverfahren werden die *einzelnen* Vermögensgegenstände des Unternehmens, also das Inventar, betrachtet. Das *Substanzwert- und das Liquidationswertverfahren* sind typische Einzelbewertungsverfahren. Sie unterscheiden sich darin, dass dem Substanzwertverfahren die Annahme zugrunde liegt, das Unternehmen würde über den Bewertungsstichtag hinaus fortgeführt („Going Concern“), während das Liquidationswertverfahren von einer Auflösung der Gesellschaft ausgeht.

3.1.2 Gesamtbewertungsverfahren

Bei den Gesamtbewertungsverfahren ist das Unternehmen als Ganzes Grundlage der Betrachtung. Der Unternehmenswert wird als *Barwert des zukünftigen Unternehmenserfolges* ermittelt. M. a. W.: Ein Unternehmen ist soviel wert, wie sich in Zukunft aus ihm verdienen lässt.¹⁹ Zu den Gesamtbewertungsverfahren zählen das *Ertragswertverfahren* und das *Discounted Cash Flow Verfahren* („DCF“).

¹⁵ Hüffer, AktG, § 327a Rn. 11; Grunewald, in: MüKo AktG, § 327a Rn. 18.

¹⁶ Grunewald, in: MüKo AktG § 327a Rn. 18.

¹⁷ Angerer, BKR 2002, 260, 266; Grunewald, ZIP 2002, 18, 21; Krieger, BB 2002, 53, 55.

¹⁸ Grunewald, in: MüKo AktG, § 327a Rn. 14.

¹⁹ Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl. 1994, S. 16.

3.1.3 Marktorientierte Bewertungsmethoden

Bei diesen Methoden liegt der Fokus auf den in der Vergangenheit gezahlten Preisen für ein vergleichbares Unternehmen. Voraussetzung für eine marktorientierte Bewertung ist das Vorhandensein eines funktionsfähigen, idealerweise nahezu vollständigen, Marktes für Unternehmen oder Unternehmensanteile und die Zugänglichkeit von Informationen über Marktpreise. Bei den marktorientierten Bewertungsmethoden ist ein besonderes Augenmerk auf den *Börsenwert* zu legen.

3.2 Meinungsstand in Literatur und Rechtsprechung

3.2.1 Bewertung durch Liquidationswertverfahren

In Rechtsprechung und Lehre ist anerkannt, dass der Liquidationswert eine *Untergrenze* des Unternehmenswertes darstellt.²⁰

3.2.2 Ertragswertmethode

Das Ertragswertverfahren war bisher die üblichste Methode zur Bestimmung des Unternehmenswertes.²¹ Teilweise wird sogar postuliert, der Unternehmenswert sei, von Sonderlagen abgesehen, *grundsätzlich* durch das Ertragswertverfahren zu bestimmen.²²

Die Ertragswertmethode ist jedoch dann nicht aussagefähig, wenn das Unternehmen kein operatives Geschäft mehr betreibt und sich sein Wert daher nur aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen zusammensetzt.²³

Auch bei Unternehmen der Daseinsvorsorge, bei denen Gesichtspunkte der Leistungserstellung im Vordergrund stehen, soll die Ertragswertmethode nach Auffassung der Rechtsprechung nicht angewendet werden.²⁴

Die Ertragswertmethode ist überdies dann nicht anwendbar, wenn künftig keine positiven Erträge mehr zu erwarten sind.²⁵ Hier soll sich der Unternehmenswert grundsätzlich nach dem Rekonstruktionswert richten, d. h. nach der Summe aller Aufwendungen, die notwendig wären, um das Unternehmen in der vorhandenen Form zum Bewertungsstichtag zu errichten.²⁶

Bei einem bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ergibt sich der Wert der Anteile nach Ansicht des LG Frankfurt a. M. unmittelbar aus diesem Vertrag, da das herrschende Unternehmen berechtigt ist, stille Reserven aufzulösen und angefallene Gewinne an sich abzuführen.²⁷ Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag habe auf Grund der Festschreibung des Aus-

20 Hanseatisches OLG Hamburg, NZG 2001, 471, 473; OLG Düsseldorf AG 1999, 321 f.; BayObLG AG 1995, 509 f.; LG Dortmund, 18 O 59/04, Beschluss vom 29. November 2007, BeckRS 2008, 01077 m. w. N.

21 BGHZ 156, 57; Emmerich-Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 2. Aufl. 2001, § 305 AktG Rn. 54 m. w. N.; Peemöller, DStR 1993, 409; siehe auch BVerfGE 100, 289; IDW S1, 2000 Rn. 7.

22 Hüffer, AktG, § 327b Rn. 5; Mattes/v. Maldeghern, BKR 2003, 531, 533 ff.

23 LG Dortmund, a. a. O.

24 LG Hamburg, 404 O 173/03, Beschluss vom 06. Juli 2006, BeckRS 2007, 11559.

25 LG Hamburg, a. a. O.

26 LG Hamburg, a. a. O.

27 LG Frankfurt a. M., NJOZ 2006, 2756, 2761.

gleichs eine zentrale Auswirkung auf den Anteilswert des Minderheitsaktionärs.²⁸ Auch in dieser Fallkonstellation ist nach Auffassung der Rechtsprechung weder das Ertragswert- noch das Substanzwertverfahren heranzuziehen.²⁹

Das OLG München hat allerdings auch in einer solchen Konstellation die Anwendbarkeit der Ertragswertmethode befürwortet.³⁰ Der Barwert des festen Ausgleichs sei in der Regel *nicht geeignet*, die Verhältnisse des Unternehmens zum für den Squeeze-out maßgeblichen Stichtag hinreichend präzise wiederzugeben.³¹ Es sei dem herrschenden Unternehmen zwar möglich, nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu veräußern, stille Reserven aufzulösen und angefallene Gewinne an sich abzuführen.³² Das müsse aber nicht dazu führen, dass zum maßgeblichen Stichtag solche Vermögenswerte dem abhängigen Unternehmen tatsächlich bereits entzogen sind.³³ Die Beschränkung der Barabfindung auf den Kapitalwert des Ausgleichs werde deshalb auch dem Grundsatz nicht gerecht, dass der volle Wert der Beteiligung am Unternehmen maßgeblich für die Abfindung ist.³⁴ Der Barwert des Ausgleichs sei nicht unbedingt eine Untergrenze der Abfindung, da er keinen durch Angebot und Nachfrage gebildeten Preis widerspiegele.³⁵

3.2.3 Börsenkurs als Unternehmenswert bei börsennotierten Unternehmen

3.2.3.1 Grundsätzliches

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist es mit Art. 14 GG unvereinbar, bei der Bestimmung der Abfindung den Börsenkurs der Aktien eines Unternehmens außer Betracht zu lassen.³⁶ Ein existierender Börsenkurs darf bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung bei einem Squeeze-out somit nicht unberücksichtigt bleiben.³⁷

Der durchschnittliche Börsenkurs stellt grundsätzlich die *Untergrenze einer Barabfindung* dar. Wäre dem nicht so, würde der Börsenkurs bei Bekanntgabe einer Abfindung die unter dem Börsenkurs liegt, sinken.³⁸ Legt man den Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung fest, so werden dadurch Anreize für Abfindungsspekulationen gesetzt.³⁹

Außergewöhnliche Tagesausschläge oder sprunghafte Entwicklungen binnen weniger Tage, die sich nicht verfestigen, müssen nach Meinung des BGH aber unberücksichtigt bleiben.⁴⁰

28 LG Frankfurt a.M., NJOZ 2006, 2756, 2761.

29 LG Frankfurt a.M., NJOZ 2006, 2756, 2761.

30 OLG München, ZIP 2007, 375.

31 OLG München, ZIP 2007, 375.

32 OLG München, ZIP 2007, 375.

33 OLG München, ZIP 2007, 375.

34 OLG München, ZIP 2007, 375.

35 OLG München, ZIP 2007, 375.

36 BVerfGE 100, 289.

37 LG Frankfurt a.M., NJOZ 2006, 2756, 2758.

38 Vgl. Just/Lieth, NZG 2007, 444, 444.

39 Just/Lieth, NZG 2007, 444, 444; Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 121, 148.

40 Vgl. BGHZ 147, 108, 118.

Für die Bemessung der Barabfindung nach einem Squeeze-out ist der Börsenkurs auch bei marktengen Papieren heranzuziehen, solange ein Minderheitsaktionär in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung an vielen Börsentagen die Möglichkeit hatte, seine Aktien zu veräußern.⁴¹

Nach Auffassung des OLG Düsseldorf soll der durchschnittliche Börsenkurs als Untergrenze für eine Abfindung aber *ausnahmsweise* nicht maßgebend sein, wenn er den Verkehrswert der Aktie nicht widerspiegelt.⁴² Dies ist anerkannt, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, auf Grund einer Marktengung der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.⁴³

Über die vorstehende „Mindestgarantiefunktion“ des Börsenkurses hinaus wird in der Literatur dem Börsenkurs einer Aktiengesellschaft bei funktionierendem Kapitalmarkt weitergehend ein objektiver „Richtigkeitswert“ zugewiesen: Der Börsenkurs ist hiernach bei einer unverzerrten Marktsituation nicht nur als Untergrenze der Abfindung, sondern als verbindlicher Unternehmenswert heranzuziehen, weil er objektiv ist und dem „wahren Wert“ grundsätzlich näher komme als ein Ertragswertgutachten.⁴⁴ Der Börsenkurs treffe regelmäßig präzisere Aussagen zum Unternehmenswert als ein Gutachten nach der Ertragswertmethode, da wegen der teilweise subjektiven und beeinflussbaren Prognosen der bewertenden Wirtschaftsprüfer keine Richtigkeitsgewähr mit dem Ertragswertverfahren verbunden sei. Die Tatsache, dass oftmals die ermittelten Ertragswerte bei mehreren Gutachten erheblich voneinander abwichen, sei schlagender Beweis hierfür. Börsenkurse hingegen sind verobjektiviert gebildet und intersubjektiv nachprüfbar.

3.2.3.2 Berechnung des durchschnittlichen Börsenkurses

Nach herrschender Meinung wird ein *dreimonatiger Referenzzeitraum* für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses angenommen. Umstritten ist aber, welcher Zeitraum betrachtet werden soll.

Die überwiegende Rechtsprechung lässt den Referenzzeitraum mit dem *Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung* enden.⁴⁵ Kurssteigerungen nach Bekanntgabe der Strukturmaßnahme seien der Stellung des Minderheitsaktionärs inhärent und damit abzufinden.⁴⁶

41 OLG München, NJOZ 2006, 3010 ff.

42 OLG Düsseldorf, NZG 2007, 36; so schon früher BVerfGE 100, 289.

43 BGHZ 147, 108.

44 Vgl. Weiler/Meyer, NZG 2003, 669, 670.

45 Unter anderem BGHZ 147, 108, 118; OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 590; OLG Hamburg, NZG 2003, 89, 90; OLG Hamburg, NZG 2002, 189, 190; LG Frankfurt a.M., NJOZ 2006, 2756, 2759 f. mit dem Hinweis, dass ein anderes Vorgehen kaum mit dem Wortlaut des § 327 b Abs. 1 AktG zu vereinbaren sei, wonach die Höhe der Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen muss und nicht den Zeitpunkt, in dem der Hauptaktionär die beabsichtigte Strukturmaßnahme öffentlich bekannt macht.

Die herrschende Literatur hält dem entgegen, der Referenzzeitraum müsse bereits mit der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bzw. Squeeze-out und der Abfindungskonditionen enden.⁴⁷ Der Handel mit Aktien in Kenntnis von bevorstehenden Strukturmaßnahmen schlage sich im Börsenkurs nieder, was wiederum Spekulanten anlocken könnte.⁴⁸ Mit der Festlegung eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Hauptversammlung ziehe der BGH diese Spekulationsphase in den Bestimmungszeitraum ein.⁴⁹ Nachteilig hieran sei, dass bei Kursänderungen nach Bekanntgabe der Strukturmaßnahme oft nicht festgestellt werden könne, ob diese Kursänderungen auf Manipulationen beruhen.⁵⁰

Jüngst hat auch als erstes Obergericht das OLG Stuttgart in einem Beschluss ausgeführt, dass bei der Zugrundelegung eines Zeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des geplanten Squeeze-Outs nicht die Gefahr bestehe, dass der Börsenkurs durch die Bekanntgabe als solche und die damit verbundene Abfindungserwartung nachhaltig beeinflusst werde.⁵¹ Außerdem sei die gesetzgeberische Wertung des § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung auf einen Squeeze-out zu übertragen.⁵² Hierdurch entfalle des Weiteren die Notwendigkeit, den ermittelten Börsenkurs durch ein Korrektiv bereinigen zu müssen.⁵³ Ein Abstellen auf einen durchschnittlichen Börsenkurs endend am Tag der Hauptversammlung erzeuge zudem einen Zirkelschluss, weil die Abfindung von einem Börsenkurs abhängig gemacht werde, der sich seinerseits nach der Höhe der angebotenen Abfindung entwickle.⁵⁴

Die Diskussion kann von zwei Seiten beleuchtet werden: Der BGH und die ihm bisher ganz überwiegend folgenden Instanzgerichte⁵⁵ wollen der Barabfindung einen möglichst *stichtagsnahen Durchschnittskurs* zugrundelegen, die Literatur einen möglichst unverfälschten.⁵⁶

Auch das BVerfG hat keine eindeutige rechtliche Vorgabe erteilt: Es hat ausgeführt, dass auch die Zeit nach der Bekanntgabe oder dem Bekanntwerden der Maßnahme in den Referenzzeitraum einfließen darf;⁵⁷ allein dadurch, dass der Wert der Aktien unter Umständen durch das Bekanntwerden der geplanten Maßnahme erheblich sinken kann, werde die Entscheidung die Aktien über den Markt zu veräußern nicht unfrei.⁵⁸ Insofern stelle der Börsenkurs das Ergebnis eines tatsächlich stattfindenden Preisbildungsprozesses am Markt dar und beruhe auf

46 Just/Lieth, NZG 2007, 444, 448 mit Bezugnahme auf BGHZ 147, 108.

47 Winter, EWiR 2007, 27, 27; Hüffer, AktG, § 305 Rn. 24e f.; Emmerich-Habersack, § 305 Rn. 47b f.

48 Just/Lieth, NZG 2007, 444, 445.

49 Just/Lieth, NZG 2007, 444, 445.

50 Just/Lieth, NZG 2007, 444, 448.

51 OLG Stuttgart, NZG 2007, 302, 304.

52 OLG Stuttgart, NZG 2007, 302, 305.

53 OLG Stuttgart, NZG 2007, 302, 305 .

54 OLG Stuttgart, NZG 2007, 302, 305 .

55 Vgl. etwa OLG München, ZIP 2006, 1722 f.

56 Vgl. Winter, EWiR 2007, 27, 28.

57 Vgl. BVerfG, NJW 2007, 828, 829.

58 Vgl. BVerfG, NJW 2007, 828, 829.

einer Beurteilung des Unternehmens durch die Anleger auf Grund möglichst umfassender Informationen.⁵⁹ Demnach sei die bloße Bekanntgabe mit möglicherweise negativen Folgen für den Börsenkurs kein Eingriff in das Aktieneigentum, sondern ein Umstand, der dem Kapitalmarkt eine wahrheitsgetreue Bewertung ermögliche.⁶⁰ Es weist aber darauf hin, dass es im Hinblick auf den intendierten Schutz der Minderheitsaktionäre sogar besser sein (könne), auf eine Referenzperiode im Vorfeld der Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen.⁶¹ Somit sind beide Ansichten vertretbar, da die Verfassung nicht vorgibt, wie die Referenzzeit festzusetzen ist.

4. Gerichtliche Überprüfung der Barabfindung

Für einen Streit über die Angemessenheit der Höhe der Barabfindung ist nach § 327 f Abs. 1 Sätze 1, 2 AktG alleine das *Spruchverfahren* vorgesehen.⁶² Ein entsprechender Antrag kann von jedem ausgeschiedenen Minderheitsaktionär binnen zwei Monaten nach dem Tag, an dem die Eintragung des Squeeze-out-Beschlusses in das Handelsregister gemäß § 10 HGB als bekannt gemacht gilt, gestellt werden (§ 327 f Abs. 2 Satz 1, 2 AktG).⁶³

Ob die Barabfindung angemessen ist und die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigt (§§ 327 a Abs. 1, Satz 2 1, 327 b Abs. 1 1. Hbs. 2 AktG), unterliegt vollumfänglich der gerichtlichen Überprüfung.

Die für die Angemessenheit der Barabfindung maßgeblichen rechtlichen Faktoren hat das Gericht zu bestimmen und hierzu auf tatsächlicher Ebene die maßgeblichen Unternehmenswerte festzustellen.⁶⁴ Das bedeutet weder, dass das Gericht in jedem Fall eine völlige und eigenständige Neubewertung durchführen muss, noch muss dazu zwingend ein Sachverständiger hinzugezogen werden oder eine Beweisaufnahme ohne sachlichen Grund auf sämtliche tatsächlichen Detailfragen der Unternehmensbewertung erstreckt werden.⁶⁵ Dies ist darin begründet, dass im Spruchverfahren der Amtsermittlungsgrundsatz nur noch eingeschränkt gilt (vgl. §§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4, 8 Abs. 3, 9, 10 SpruchG).⁶⁶ Die Bestellung eines gerichtlichen Sachverständigen für das Spruchverfahren ist zwar im Rahmen einer vorgezogenen Beweisaufnahme möglich aber nicht zwingend.⁶⁷

Die Gerichte müssen geänderten Bewertungsgrundsätzen des Instituts der Wirtschaftsprüfer zu Durchführung von Unternehmensbewertungen im Übrigen weder folgen, noch sind sie daran gehindert, frühere Unternehmensbewertungen

59 BVerfG, NJW 2007, 828, 829.

60 BVerfG, NJW 2007, 828, 829.

61 BVerfG, NJW 2007, 828, 830.

62 Angerer, BKR 2002, 260, 266.

63 Angerer, BKR 2002, 260, 266.

64 OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 113.

65 OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 113.

66 OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 113.

67 OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 113.

auch „im Lichte neuerer Erkenntnisse“ zu überprüfen.⁶⁸ Dies gilt jedenfalls dann, wenn keine vollständige Neubegutachtung auf völlig neuer Grundlage vorzunehmen ist, sondern wegen zwischenzeitlich gewonnenen neueren Erkenntnissen nur einer von mehreren Rechenparametern modifiziert wird.⁶⁹

Da die Höhe der *Marktrisikoprämie* auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene sehr umstritten ist und sich eine überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern noch nicht durchgesetzt hat, ist die Einholung einer sachverständigen Stellungnahme in diesem Zusammenhang nicht veranlasst.⁷⁰

5. Fazit

Das aktienrechtliche Ausschlussverfahren gem. §§ 327 a ff. AktG („Squeeze-out“) ist aus gesamtwirtschaftlicher und somit wohlfahrtstheoretischer Sicht zu begrüßen, da es der Entstehung und Externalisierung sozialer Kosten im Unternehmensverbund entgegenwirkt. Kosten, die nur durch die Existenz von Aktionärs-minderheiten erzeugt werden, können vermieden und Anfechtungsrisiken durch renitente Aktionäre ausgeschlossen werden. Ein Zwangsausschluss darf freilich nur zum „wahren“ Wert des Aktieninvestments geschehen, damit Fehlallokationen vermieden und Anreize erhalten bleiben, in Aktiengesellschaften zu investieren. Die notwendige Ermittlung des „wahren“ Wertes wird sich an den anerkannten Methoden der Unternehmensbewertung zu richten haben und muss sich aus Kapitalmarktsicht auch am Börsenkurs orientieren. Einer Marktbewertung sollte aus unserer Sicht immer dann der Vorzug gegeben werden, wenn die börsliche Unternehmensbewertung auf funktionsfähigen und transparenten Märkten geschieht. Ob der nach wie vor in der Rechtsprechung verwendete Begriff des „wahren“ Wertes hierbei hilfreich ist, kann bezweifelt werden. Unabhängig davon, dass im Rahmen von aktienrechtlichen Ausschlussverfahren Börsenkurse als Basis für die Abfindung ausgeschlossener Aktionäre herangezogen werden können, ist davon auszugehen, dass – solange das Idealbild eines vollkommenen Kapitalmarkts noch nicht realisiert ist, bzw. Märkte überhaupt nicht existieren – die Anwendung der allgemein anerkannten Bewertungsverfahren aus gesamtwirtschaftlicher Sicht weiterhin geboten ist.

68 OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 116.

69 OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 116.

70 OLG Stuttgart, NZG 2007, 112, 117.

Literatur

- Angerer, BKR 2002, 260, 263, 266.
Baums, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregung, Arbeitspapier Nr. 79, Universität Osnabrück, S. 18 f.
Bayer, NJW 2000, 2609, 2613 f.
Behrens, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, 1986, S. 43 ff.
BGHZ 107, 296, 296 f.
BGHZ 147, 108.
BT-Drucksache 14/7034, S. 32 re. Sp.
Emmerich-Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 2. Aufl. 2001, § 305 AktG Rn. 47 b und Rn. 54 m. w. N.
Grunewald, in: MüKo AktG, § 327a Rn. 14 und 18.
Grunewald, in: MüKo AktG, § 327 b Rn. 3.
Grunewald, ZIP 2002, 18, 21.
Hüffer, AktG, § 305 Rn. 24 e f.
Hüffer, AktG, § 327a Rn. 2, 10, 11.
Hüffer, AktG, § 327b Rn. 5, 6.
Hüffer, Aktiengesetz, 8. Aufl. 2008, § 245 Rn. 22 ff.
Hüffer, in: Münchener Kommentar AktG, 2. Aufl. 2001, § 245 Rn. 47 ff.
IDW S1, 2000 Rn. 7.
Jensen/Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305–360.
Just/Lieth, NZG 2007, 444, 444 und 444, 448 mit Bezugnahme auf BGHZ 147, 108.
Kaulmann, Property Rights und Unternehmenstheorie, 1987, S. 12.
Krieger, BB 2002, 53.
Mattes/v. Maldeghern, BKR 2003, 531, 533 ff.
Peemöller, DStR 1993, 409.
Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl. 1994, S. 16.
Rühland, Der Ausschluß von Minderheitsaktionären aus der AG (Squeeze-out), 2004, S. 253 ff.
Schwab, in: Schmidt/Lutter, AktG, 2007, § 245 Rn. 36 ff. m. w. N.
Siebert, NZG 2007, 841 ff.
Sieger/Hasselbach, ZGR 2002, 121, 148.
Weiler/Meyer, NZG 2003, 669, 670.
Winter, EWIR 2007, 27, 27 und 27, 28.

DR. JAN-CHRISTOPH SUERMANN/KAROLA PÜSCHEL/DR. HILMAR SIEBERT

Bonitätsanalyse und IFRS-Bilanzierung

Auswirkungen der IFRS-Bilanzierung
auf die kreditwirtschaftliche Bonitätsanalyse

1. Auswirkungen der IFRS-Bilanzierung auf die kreditwirtschaftliche Bonitätsanalyse	33
2. Ausgewählte Bilanzposten mit neuen Anforderungen an die Bilanzanalyse	36
2.1 Goodwill nach IFRS	37
2.2 Sachanlagen nach IFRS	39
2.3 Latente Steuern nach IFRS	41
2.4 Pensionsrückstellungen nach IFRS	43
3. Zusammenfassung	47
Literatur	49

1. Auswirkungen der IFRS-Bilanzierung auf die kreditwirtschaftliche Bonitätsanalyse

Seit dem 1. 1. 2005 ist die Anwendung der International Financial Reporting Standards (IFRS) Pflicht für alle Unternehmen, die ihren Hauptsitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union haben und sich am öffentlichen Kapitalmarkt finanzieren. Darüber hinaus wird seitdem auch allen anderen deutschen Unternehmen das Wahlrecht eingeräumt, ihren Konzernabschluss nach IFRS statt HGB zu erstellen.

Die Banken als Fremdkapitalgeber zählen zu denjenigen Bilanzadressaten, die in besonderem Maße von der Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS betroffen sind – und dies zunächst nicht im positiven Sinn: Das HGB sowie die zu Grunde liegenden, historisch gewachsenen Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung (GoB) sind vom Gläubigerschutzgedanken geprägt und damit auf die Informationsinteressen der Banken ausgerichtet.¹ Diese Ausrichtung findet ihren Niederschlag in einer vorsichtigen Bewertung von Vermögensgegenständen, in einer starken Betonung des Realisationsprinzips und in einer im Zweifel höheren Dotierung von Rückstellungen. Auf Grundlage dieser Bilanzierungsprinzipien weisen die Unternehmen ein bilanzielles Eigenkapital aus, das von den Fremdkapitalgebern als zuverlässige Reservegröße für ausgegebene Kredite herangezogen wird. Zwar bietet auch das HGB Möglichkeiten zur verbesserten Darstellung der Eigenkapitalbasis, beispielsweise durch die Aktivierung von Ingangsetzungs-

¹ Vgl. etwa Leffson, GoB, 1987, S. 42; Förtschle/Glaum/Mandler, US-GAAP, IAS und HGB, 1995, S. 402.

aufwendungen, latenten Steuern oder eines Disagios; diese Möglichkeiten basieren jedoch auf expliziten Wahlrechten und sind daher im Rahmen der Bilanzanalyse einfach zu identifizieren und entsprechend zu würdigen.

Die IFRS bilden zur Bilanzierung nach HGB nahezu einen Gegenpol, der für nahezu alle Bilanzposten Ansatz- und Bewertungskonzeptionen vorsieht, die den HGB-Ansätzen teilweise diametral gegenüberstehen. Aus der Orientierung an den Interessen der Aktionäre folgt das Ziel, mit Bilanz und GuV die künftigen Erfolgspotenziale eines Unternehmens zu dokumentieren, auch wenn diese Potenziale noch unsicher sind. „Die HGB-Bilanz zeigt, was war, die IAS-Bilanz, was kommen kann.“² Die Möglichkeiten der „reservebildenden“ konservativen Bilanzpolitik werden dagegen nach IFRS gezielt eingeschränkt. Im Einzelnen bedeutet dies zunächst ein größeres Spektrum für bilanzierungspflichtige Vermögenswerte. Beispielsweise können nach IFRS schwebende Geschäfte, eigenerstellte immaterielle Werte, Kundenlisten, Markenrechte, latente Steuern auf Verlustvorträge, ausstehende Rekultivierungskosten, Mitarbeiter Know How, Leasing-Objekte etc. bilanziert werden, die nach HGB nicht in der Form bilanzierungsfähig sind. Deutsche Unternehmen, die ihre Rechnungslegung von HGB auf IFRS umstellen, weisen durchschnittlich eine um rund 13 % größere Bilanzsumme und ein etwa 20 % höheres Eigenkapital aus.³

Neben dem vergrößerten Spektrum für bilanzierungspflichtiges Vermögen und Schulden gehen die IFRS auch bei der Bewertung einen anderen Weg. Während die Aktiva in einer HGB-Bilanz in Folge des Realisationsprinzips höchstens mit ihren Anschaffungs- und Herstellungskosten bewertet werden darf, gilt nach IFRS das Fair Value Prinzip.⁴ Danach sind die Aktiva in der IFRS-Bilanz möglichst mit dem fairen Wert am Bilanzstichtag zu bewerten. Problematisch ist, dass für die Ermittlung des Fair Value in der Rechnungslegungspraxis eine Vielzahl von Wertmaßstäben zur Auswahl steht, da derzeit keine klar definierte Fair-Value-Hierarchie existiert.⁵

Ein sehr hohes Maß an Gestaltungsspielraum erhalten die Rechnungsleger, wenn sie den fairen Wert ihrer Aktiva mit Hilfe von Barwerten künftiger Zahlungsströme oder anderer Bewertungsmodelle ermitteln müssen.⁶ Ein prominentes Beispiel für die entsprechende Bilanz- und Gewinnsteuerung bietet die im Jahr 2001 in Konkurs gegangene US-Gesellschaft Enron, die große Volumina langfristiger Optionsscheine erwarb und anschließend entsprechend dem Black-Scholes-Modell bewertete.⁷ In den Folgeperioden nach der Anschaffung war es Teil der Bilanzpolitik, durch gezielte Variation der Modellparameter den Wert der Optionen zu steuern. Erhöht man beispielsweise bei einer 10-jährigen Call-Option die

2 Hüttche, Bilanzanalyse, 2005, S. 147.

3 Vgl. mit einer empirischen Studie bei deutschen Unternehmen, die auf IFRS umgestellt haben; Burger/Fröhlich/Ulbrich, Wesentliche Kennzahlen, 2004, S. 360.

4 Vgl. hierzu auch Riebell, Bilanzauswertung, 2001, S. 41.

5 Vgl. Pfaff/Kukule, Wie fair ist der fair value?, 2006, S. 545.

6 Vgl. auch Weber, Bilanzrisiken, 2005, S. 11.

7 Enron hat zwar nach US-GAAP bilanziert, jedoch basieren die IFRS-Normen zur Bilanzierung von Finanzinstrumenten auf den gleichen Prinzipien.

Volatilitätsannahme von 5 % auf 10 %, so steigt der Fair Value der Option ungefähr auf das 7-fache.⁸

Für die Fremdkapitalgeber sind die bilanzpolitischen Mechanismen, die hinter den bilanzierten Zahlen stecken, nicht ohne weiteres einsehbar, denn trotz der höheren Transparenz von IFRS-Geschäftsberichten lässt sich oftmals nur schwer einschätzen, inwieweit die Unternehmen ihre Möglichkeiten zur Bilanzgestaltung wahrnehmen. Das Analyseproblem resultiert unter anderem aus dem Übergang von expliziten Bilanzierungswahlrechten (HGB) auf implizierte Bilanzierungsspielräume (IFRS).⁹ Die IFRS weisen zwar im Vergleich zum HGB eine geringere Anzahl ausdrücklicher Bilanzierungswahlrechte auf, bieten dafür aber eine größere Angriffsfläche zur Bilanzgestaltung durch Auslegungsspielräume.¹⁰

Ein Beispiel hierfür bietet der Vergleich von Ingangsetzungsaufwendungen nach HGB und den zu aktivierenden Entwicklungskosten nach IFRS. Die nach § 269 HGB mit einem expliziten Ansatzwahlrecht belegten Aufwendungen für die Ingangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebs werden im Rahmen der Herleitung einer Strukturbilanz üblicherweise gestrichen, um das Eigenkapital um nicht verwertbare Vermögensgegenstände zu bereinigen sowie eine unternehmensübergreifende Vergleichbarkeit der Bilanzsumme und des Eigenkapitals herzustellen.¹¹ Ein charakterlich den Ingangsetzungsaufwendungen ähnlicher Bilanzposten sind die nach IAS 38 ansatzpflichtigen Entwicklungskosten. Die Aktivierungspflicht ist an weiterführende Kriterien gebunden, bei deren Nichterfüllung von einer bilanziellen Erfassung abzusehen ist.¹² Die Anwendung der insgesamt sechs Ansatzkriterien des IAS 38 auf konkrete Sachverhalte bietet dem Unternehmen jedoch ausreichend Auslegungsspielraum, um die Entscheidung über Aktivierung oder Ausgabenerfassung weitgehend in den Dienst der Bilanzpolitik zu stellen.¹³ Es resultiert ein implizites Wahlrecht, das den Bilanzanalysten vor das Problem stellt, wie nun sachgerecht mit aktivierten Entwicklungskosten umzugehen ist.

Die Würdigung indirekt ermittelter Indikatoren wird bei der Analyse von IFRS-Bilanzen voraussichtlich ein höheres Gewicht bekommen, als dies bei HGB-Abschlüssen der Fall ist. Ursache hierfür ist, dass die rein quantitative Auswertung der Zahlen deutlich anfälliger für bilanzpolitische Instrumente wird.

8 Vgl. Lüdenbach/Hoffmann, Enron, 2002, S. 1173.

9 Vgl. hierzu bspw. Küting/Wohlgemut, Bilanzanalyse, 2004, S. 6 ff.; Kirsch, Liquiditätsanalyse, 2004, S. 1014.

10 Vgl. Müller/Wulf, Abschlusspolitisches Potenzial, 2005, S. 1273; Baetge/Kirsch/Thiele, Bilanzanalyse, 2004, S. 34.

11 Vgl. etwa Küting/Weber, Bilanzanalyse, 2004, S. 61; Riebell, Bilanzauswertung, 2001, S. 307; Gräfer, Bilanzanalyse, 2001, S. 134.

12 Vgl. IASB, IAS 38, Abs. 57.

13 Vgl. auch Engel-Ciric, Bilanzpolitische Spielräume, 2002, S. 781; Baetge/Keitz, IAS 38, 2002, S. 21 f.

2. Ausgewählte Bilanzposten mit neuen Anforderungen an die Bilanzanalyse

Die Konzeption zur Analyse von IFRS-Bilanzen und Herleitung von Strukturbilanzen muss sich an den einzelnen Bilanzposten sowie den einschlägigen IFRS orientieren. Diese Vorgehensweise unterscheidet sich insofern von der HGB-Bilanzanalyse, dass die grundlegenden Bilanzierungsprinzipien nach IFRS (Framework) nicht in dem Maße auf spezielle Bilanzierungsfragen deduziert werden, wie es nach HGB der Fall ist. Ein Beispiel hierfür ist das Bruttoprinzip, das sowohl nach § 246 Abs. 2 HGB als auch nach IFRS¹⁴ zu den Bilanzierungsgrundsätzen zählt, jedoch unterschiedlich konsequent umgesetzt wird: Während in HGB-Bilanzen Aktiva und Passiva nur bei Fristengleichheit, Verrechenbarkeit, gleicher Währungseinheit und Schuldner- Gläubigeridentität saldiert werden dürfen, wird das Bruttoprinzip nach IFRS je nach Standard durchbrochen. So sind etwa Pensionslasten nach IAS 19 mit dem dafür gebildeten Deckungsvermögen zu verrechnen, obwohl hier vollkommen unterschiedliche Arten von Aktiva und Passiva sowie unterschiedliche Fristigkeiten, Risikostrukturen und i.d.R. auch Währungszusammensetzungen vorliegen.¹⁵ Gleiches gilt für die Verrechnung von erhaltenen Anzahlungen und Teilrechnungen bei Auftragsfertigungen nach IAS 11.¹⁶

Es stellt sich die Frage, ob im Rahmen der Erstellung einer Strukturbilanz die Regelungen einzelner IFRS zu bereinigen sind, indem auf übergeordnete Bilanzierungsgrundsätze (etwa das Brutto- oder Vorsichtsprinzip) zurückgerechnet wird. Diese Problemstellung lässt sich indessen nicht pauschal lösen, da eine Bilanzauflbereitung nur dann ratsam ist, wenn eine verlässliche Informationsbasis vorliegt. Zudem muss für jeden Schritt der Bilanzauflbereitung geprüft werden, ob tatsächlich ein Informationsgewinn hinsichtlich der Einschätzung der Unternehmensbonität erzielt wird, oder ob nicht vielmehr wertvolle Informationen der Originalbilanz herausgeschnitten und unbrauchbar gemacht werden.

Sicherlich nicht zweckmäßig ist der Versuch, IFRS-Bilanzen auf HGB zurückzurechnen, da für diese Art der Auflbereitung nicht die erforderlichen Daten zur Verfügung stehen.¹⁷ Die Schwierigkeiten einer solchen Bilanzauflbereitung erstrecken sich auf nahezu jede Bilanzposten; hier sei nur exemplarisch auf die nach IFRS üblicherweise niedrigeren Abschreibungsquoten, den Entfall von Aufwandsrückstellungen, die fertigungsproportionale Umsatzrealisation sowie die Fair Value Bewertung von Finanzinstrumenten und Investment Properties hingewiesen.

Als vorläufiges Ergebnis ist festzuhalten, dass die Bilanzanalyse ebenso wie die deutsche Rechnungslegung einen Paradigmenwechsel unterzogen ist, bei dem allgemeine Bilanzanalysegrundsätze, wie zum Beispiel das Streichen aller im Rahmen eines Ansatzwahlrechts aktivierten Güter, durch einzelfallbezogene Analyseregelungen ersetzt werden müssen. Allein mit der Bereinigung der Originalbilanz um explizite Bilanzierungswahlrechte ist eine aussagekräftige Strukturbi-

14 Vgl. IASB, IAS 1, Abs. 32.

15 Vgl. IASB, IAS 19, Abs. 116.

16 Vgl. IASB, IAS 11, Abs. 43; vgl. hierzu auch Seeberg, IAS 11, 2002, Rn. 46.

17 Vgl. auch Hüttche, Bilanzanalyse, 2005, S. 149.

lanz nicht generierbar. Vielmehr müssen die einzelnen IAS bzw. IFRS auf inhärente Bilanzierungsspielräume geprüft werden, um anschließend zu ermitteln, inwieweit die offenkundigspflichtigen Anhangsangaben für standardisierte Aufbereitungsregeln verwendbar sind.

Die folgenden wesentlichen Ansatzpunkte für eine solche Aufbereitung werden unter den vorgenannten Aspekten näher analysiert:

- (1) Goodwill
- (2) Sachanlagen
- (3) Latente Steuern
- (4) Pensionsrückstellungen

2.1 Goodwill nach IFRS

Die Bilanzierung immaterieller Güter hat im Bereich der externen Rechnungslegung in den letzten Jahren stetig an Bedeutung gewonnen. Dies ist auf den Wandel der Industrienationen in Richtung Dienstleistungs- und Hochtechnologiegesellschaften zurückzuführen, der mit einem ansteigenden Gewicht immaterieller Erfolgsfaktoren einhergeht. Die Entwicklung findet ihren Ausdruck unter anderem in ansteigenden Geschäfts- oder Firmenwerten, die bei Unternehmensübernahmen für nicht bilanzierte Werte bezahlt werden (wie z. B. Marken, Kundenbeziehungen, Mitarbeiterstruktur).

Der derivate Geschäfts- oder Firmenwert ist nach IFRS 3 seit dem Jahr 2005 (bzw. wahlweise bereits seit 2004) nicht mehr planmäßig abzuschreiben, sondern jährlich einem Werthaltigkeitstest zu unterziehen.¹⁸ Zahlreiche Unternehmen werden daher vermutlich auch in den nächsten Jahren den bestehenden Wertansatz des Goodwill in der Bilanz fortführen, solange nicht eindeutig erwiesen ist, dass eine Wertberichtigung vorzunehmen ist. Auf eine frühzeitige Wertberichtigung des Goodwill kann sich der Bilanzanalyst jedenfalls nicht verlassen: So hat beispielsweise der Telekommunikationskonzern WorldCom Inc. im letzten Abschluss vor der Insolvenz (1999) einen Goodwill von USD 42,5 Mrd. ausgewiesen (knapp 47 % der Bilanzsumme).¹⁹ Eine Auswertung der Wertminderungstests der 23 nach IFRS bilanzierenden DAX-Unternehmen für die Geschäftsjahre 2005 und 2006 hat gezeigt, dass im Geschäftsjahr 2005 insgesamt sieben (30,4 %) und im Geschäftsjahr 2006 neun (39,1 %) Unternehmen einen Wertminderungsbedarf des Goodwill festgestellt haben. Bereinigt um die jeweiligen „Ausreißer“ (Deutsche Lufthansa AG, Commerzbank AG) ergab sich für das Geschäftsjahr 2005 eine durchschnittliche Wertminderung von lediglich 1,2 % bzw. 2,3 % für 2006, was verglichen mit den in der Vergangenheit anzuwendenden planmäßigen Abschreibungen sehr gering ist.²⁰

Aus bilanzanalytischer Sicht ist zunächst die Frage zu klären, ob der Goodwill als werthaltig anzusehen ist oder ob eine Verrechnung mit dem Eigenkapital zu besseren Analyseergebnissen führt. Die geübte Praxis bei der Analyse von HGB-

¹⁸ Vgl. IASB, IFRS 3, Abs. 55.

¹⁹ Vgl. MCI Worldcom Inc., Form 10-K, 1999, F-9.

²⁰ Vgl. Kirsch/Koelen/Tinz, Die Berichterstattung der DAX-30-Unternehmen in Bezug auf die Neuregelung des impairment only approach des IASB, 2008, S. 92.

Abschlüssen entspricht einer vollständigen Verrechnung mit dem Eigenkapital, da zum einen die Aktivierung eines Geschäfts- oder Firmenwertes im Einzelabschluss auf einem expliziten Wahlrecht (§ 255 Abs. 4 HGB) basiert und zum anderen die Verwertbarkeit eines Goodwill im Ernstfall zweifelhaft ist.²¹ In IFRS-Bilanzen entfällt das Problem des wahlweise ansetzbaren Goodwill seit Einführung des IFRS 3, der eine generelle Aktivierungspflicht sowie die Streichung der „Pooling of Interest Method“ vorsieht.²² Daher ist eine Verrechnung des Goodwill mit dem Eigenkapital zur Sicherstellung einer unternehmensübergreifenden Vergleichbarkeit von IFRS-Bilanzen nicht erforderlich.

Fraglich bleibt indessen, ob ein Geschäfts- oder Firmenwert mit der nötigen Werthaltigkeit und bilanziellen Greifbarkeit ausgestattet ist, um sich für die Übernahme in eine Strukturbilanz zu qualifizieren. Für die kreditwirtschaftliche Ermittlung eines harten Eigenkapitals, das als Risikopuffer dienen soll, erscheint der Goodwill nicht mit der erforderlichen Liquidierbarkeit und wirtschaftlichen Substanz ausgestattet zu sein. Die Einschätzung der Werthaltigkeit eines Goodwill wird für die Kreditanalysten zudem dadurch erschwert, dass nach IFRS 3 keine planmäßigen Abschreibungen mehr vorgenommen werden.²³ Mittel- bis langfristig kann der „Impairment Only“-Bewertungsansatz zu einer sukzessiven Aktivierung des originären Goodwill führen, vorausgesetzt, dass Investitionen in den Firmenwert getätigt und keine Wertberichtigungen vorgenommen werden.²⁴ Ein selbst geschaffener Goodwill ist mit noch höheren Bewertungsrisiken verbunden, da es hier am objektivierenden Fremdbezug bzw. Markttest mangelt. Dem Grundprinzip der imparitätischen Bilanzanalyse folgend spricht somit einiges dafür, den Goodwill vollständig mit dem Eigenkapital zu verrechnen.

Eine kategorische Verrechnung des Goodwill kann jedoch zu unbefriedigenden und irreführenden Ergebnissen führen. Häufig verbergen sich hinter einem Geschäfts- oder Firmenwert Wertschöpfungsfaktoren, die essentiell für das Unternehmen sind und ein entsprechendes Gewicht auf der Aktivseite der Bilanz einnehmen. Gerade Unternehmen, deren wesentlicher Wettbewerbsvorteil die Marktstellung, Abnahmeverträge, Reputation etc. sind, werden bilanzanalytisch systematisch schlechter dargestellt, als Industrieunternehmen, die ihre Erträge primär aus physisch greifbaren Anlagegütern ziehen.

Für eine differenzierte Analyse des Goodwill kann ergänzend auf die Ertragsseite abgestellt werden. Grundsätzlich wird die Werthaltigkeit eines Goodwill primär durch entsprechende Gewinne bestätigt. Umgekehrt deutet eine mäßige Ertragssituation darauf hin, dass der Geschäftswert sowie andere immaterielle Wertschöpfungsfaktoren nicht ausreichend sind. Es empfiehlt sich daher, die nachhaltige Ertragskraft des Unternehmens mit der Bilanzsumme ins Verhältnis zu setzen. Dabei liefert eine etwa dauerhaft über 6 % liegende Gesamtkapitalverzinsung die recht zuverlässige Indikation für die Werthaltigkeit des Goodwill. Ferner kann zur Beurteilung der Werthaltigkeit des Goodwill die Segmentberichterstattung ge-

21 Vgl. etwa Riebell, Bilanzauswertung, 2001, S. 308.

22 Vgl. IASB, IFRS 3, Abs. IN2.

23 Vgl. IASB, IFRS 3, Abs. 55.

24 Vgl. auch Arnsfeld/Schremper, Goodwill-Impairment, 2005, S. 498.

mäß IAS 14 hilfreiche Hinweise geben, indem sie die Verteilung der Ertragskraft des Unternehmens auf die einzelnen Geschäftsbereiche offen legt.²⁵

Eine detaillierte Analyse des Goodwill in den einzelnen Segmenten und der zurechenbaren Erträgen scheidet indessen häufig daran, dass der Goodwill nicht segmentiert wird. Leider wurde auch bei der überarbeiteten Fassung des IAS 14 nicht die Offenlegung der Verteilung des Goodwill auf die verschiedenen Segmente als Pflichtangabe aufgenommen.

2.2 *Sachanlagen nach IFRS*

Die bilanzanalytische Behandlung der Sachanlagen in IFRS-Bilanzen wird im Weiteren hinsichtlich folgender Aspekte näher beleuchtet:

- (1) Abschreibungssätze für technische Anlage und sonstige Anlagegüter,
- (2) Möglichkeit zur Folgebewertung nach dem Neubewertungsmodell,
- (3) Finanzleasing-Gegenstände des Sachanlagevermögens.

Deutsche Unternehmen haben in der Vergangenheit häufig die steuerlich zulässigen Höchstsätze zur Ermittlung planmäßiger Abschreibungen herangezogen und diese auch handelsrechtlich verwendet.²⁶ Durch die Umstellung auf IFRS ist jedoch keine steuerliche (umgekehrte) Maßgeblichkeit zu beachten und i.d.R. eine eigene Buchführung für das IFRS Anlagevermögen erforderlich. Den Unternehmen steht es in jedem Fall offen, für handelsbilanzielle Zwecke Nutzungsdauern von Anlagegütern zugrunde zu legen, die über die steuerlich zulässigen Werte hinausgehen. Im Rahmen der Bilanzanalyse kann diese bilanzpolitische Maßnahme annäherungsweise mit Hilfe der Anhangsangaben zu den latenten Steuern identifiziert und gewürdigt werden: Nach IFRS müssen die Bruttowerte der aktiven und passiven latenten Steuern auf temporäre Differenzen entsprechend den Bilanzposten, aus denen sie resultieren, offen gelegt werden.²⁷ In Kombination mit der durchschnittlichen Unternehmenssteuerquote können somit Berechnungen angestellt werden, die Rückschlüsse auf die steuerbilanziellen Wertansätze zulassen. Die Diskrepanz zwischen handels- und steuerrechtlichem Wertansatz liefert wiederum eine Indikation für die bilanzpolitische Ausrichtung des Unternehmens und kann als Ausgangspunkt für quantitative Bilanzaufbereitungsregeln verwendet werden.

Nach IAS 16.29f. kann das bilanzierende Unternehmen wählen, ob das betriebsnotwendige Sachanlagevermögen nach dem Anschaffungskostenmodell zu fortgeführten Anschaffungs- oder Herstellkosten (IAS 16.30) oder, wenn eine verlässliche Bestimmung des Fair Value möglich ist, entsprechend dem Neubewertungsmodell zum Fair Value (IAS 16.31f.) unter Berücksichtigung plan- und außerplanmäßiger Abschreibungen bewertet wird.²⁸ Eine aus einer Neubewer-

25 Eine explizite Offenlegungspflicht der Verteilung des Goodwill auf die Segmente ist indessen leider nicht in IAS 14 vorgesehen. Vgl. hierzu IASB, IAS 14, Abs. 51ff.

26 Vgl. auch Gräfer, Bilanzanalyse, 2001, S. 181.

27 Vgl. IASB, IAS 12, Abs. 81.

28 Vgl. Zülch/Lienau, Bilanzierung von investment properties und Sachanlagevermögen unter Berücksichtigung latenter Steuern, 2006, S. 699.

tung resultierende Aufwertung (erzielbarer Ertrag übersteigt Buchwert) des Sachanlagevermögens ist gemäß IAS 16.39 erfolgsneutral in der Neubewertungsrücklage zu erfassen. Eine mögliche Wertminderung ist mit der Neubewertungsrücklage zu verrechnen. Der übersteigende Betrag ist nach IAS 16.40 direkt in der GuV zu erfassen.

Ein weiteres Instrument für bilanzpolitische Maßnahmen innerhalb der Sachanlagen bietet das Leasing.²⁹ Dabei sind die Optionen Finanzierungsleasing und Operating Leasing aus der Perspektive des Bilanzanalysten unterschiedlich zu würdigen: Eine Leasing Transaktion, die die Kriterien des Operating Leasing nach IAS 17 erfüllt, verschafft dem Leasingnehmer langfristig nutzbare Güter, ohne die bilanzielle Anlagenintensität und die Bilanzsumme zu erhöhen. Die Gesamtkapitalverzinsung sowie die Eigenkapitalquote stellen sich entsprechend besser dar, so dass im Rahmen der Bilanzanalyse zu prüfen ist, ob hier Aufbereitungen zweckmäßig sind.

Durch die Umstellung der Bilanzierung von HGB auf IFRS ist unterdessen ein zunehmendes Volumen an Leasingvermögen zu beobachten, das den Definitionsmerkmalen des Finanzierungsleasing entspricht. Dies liegt im Wesentlichen darin begründet, dass nach IAS 17 (nebst weiteren Kriterien) bereits dann ein Finance Lease vorliegt, wenn der Leasingvertrag den Großteil der üblichen wirtschaftlichen Nutzungsdauer des Leasinggegenstands abdeckt.³⁰ Der in IAS 17 verwendete Begriff „Großteil“ (major part) beschreibt nach wörtlicher Auslegung mehr als 50 %; unter Rückgriff auf die US-GAAP als Auslegungshilfe ist der Schwellenwert auch auf 75 % erweiterbar.³¹ Den 50 bis 75 % Nutzungsdauerabdeckung nach IFRS stehen 90 % nach HGB (bzw. nach deutschem Steuerrecht) gegenüber, so dass zahlreiche Unternehmen, die von HGB auf IFRS umstellen, ihre Leasinggegenstände nunmehr in das Anlagevermögen aufnehmen müssen.

Für die Verfahren zur Bilanzanalyse wirft ein hohes Volumen an Leasinggegenständen im Anlagevermögen die Frage auf, inwieweit Abschreibungen auf diese Güter dem operativen Cash Flow zurechenbar sind.³² Den bilanzierten Abschreibungen auf geleaste Güter stehen Leasingzahlungen an den Leasinggeber gegenüber, die zahlungswirksam sind.³³ Eine Korrektur der Cash Flow Rechnung um diejenigen Abschreibungen, die auf Leasinggegenstände entfallen, ist jedoch ggf. problematisch, da in IAS 17 keine Offenlegungspflicht dieses Betrags verankert ist. Sofern das bilanzierende Unternehmen diese Information nicht freiwillig offen legt, müssen eigene Berechnungen anhand des gesondert auszuweisenden Buchwertes des Leasingvermögens am Bilanzstichtag angestellt werden.³⁴

29 Vgl. auch Fülbier/Pferdehirt, Leasingbilanzierung, 2005, S. 275.

30 Vgl. IASB, IAS 17, Abs. 8 ff.

31 Vgl. FASB, SFAS No. 13, Abs. 7. Vgl. hierzu auch Kirsch, Leasingverhältnisse, 2002, Tz. 27.

32 Im Folgenden wird unterstellt, dass die Ermittlung eines operativen Cash Flow Teil der Bilanzaufbereitung im Rahmen der Analyse ist und planmäßige Abschreibungen regelmäßig eine Komponente der Cash Flow Berechnung darstellen.

33 Vgl. hierzu mit Zahlenbeispielen Fülbier/ Pferdehirt, Leasingbilanzierung, 2005, S. 279 ff.

34 Vgl. IASB, IAS 17, Abs. 31.

2.3 Latente Steuern nach IFRS

Die latenten Steuern stellen einen guten Anhaltspunkt zur Beurteilung der bilanzpolitischen Ausrichtung des Unternehmens dar. Da die Unternehmen detaillierte Angaben zu aktiven und passiven latenten Steuern offenlegen müssen, wird für den Bilanzleser ein zweiter und oftmals objektiverer Bewertungsmaßstab in Form der Steuerbilanz sichtbar. Die offenlegungspflichtigen Angaben im Zusammenhang mit latenten Steuern eignen sich somit sehr gut für die Bildung sogenannter „kreativer Kennzahlen“, mit deren Hilfe Effekte aus der Bilanzpolitik bereinigt werden.³⁵

Die Abkehr vom Maßgeblichkeitsprinzip im Rahmen der Internationalisierung der Rechnungslegung hat die Thematik latenter Steuern in den Jahresabschlüssen deutlich aufgewertet, da sich mit der Umstellung auf IFRS eine größere Diskrepanz zwischen Handels- und Steuerbilanz ergibt. Aufgrund der unterschiedlichen Zielsetzung von Handels- und Steuerbilanz weicht die für ein Geschäftsjahr nach steuerlichen Grundsätzen ermittelte Steuerbelastung häufig erheblich von der Steuerbelastung ab, die unter Zugrundelegung des handelsrechtlich ermittelten Ergebnisses festgestellt wurde.³⁶ Jede Abweichung der IFRS-Wertansätze von den steuerbilanziellen Wertansätzen führt zu aktiven oder passiven latenten Steuern, wobei eine offensive Bilanzpolitik i.d.R. mit passiven latenten Steuern einhergeht.³⁷

Latente Steuern werden nach IFRS auf zeitlich begrenzte und quasi-permanente Differenzen zwischen Buchwert und Steuerwert gebildet, von denen erwartet wird, dass sie sich im Zeitablauf auflösen.³⁸ Grundsätzlich sind latente Steuern auf sämtliche zeitliche Differenzen abzugrenzen, sofern es wahrscheinlich ist, dass ein zu versteuerndes Ergebnis verfügbar sein wird, gegen das die temporären Differenzen verwendet werden können.³⁹ Im Gegensatz zur Regelung nach HGB sind latente Steuern auch auf steuerliche Verlustvorträge zu aktivieren, sofern künftige Gewinne zu erwarten sind.⁴⁰

Die Abgrenzung latenter Steuern erfolgt mit Hilfe der „Liability-Methode“, die den richtigen Vermögensausweis in den Vordergrund stellt.⁴¹ Eine Abzinsung der latenten Steuern ist nicht zulässig.

Die Saldierung von aktiven und passiven latenten Steuern ist nur zulässig, wenn das bilanzierende Unternehmen ein einklagbares Recht auf Aufrechnung

35 Vgl. zu kreativen Kennzahlen Baetge/Kirsch/Thiele, Bilanzanalyse, 2004, S. 37 ff.

36 Vgl. App, Latente Steuern nach IAS, US-GAAP und HGB, 2003, S. 209.

37 Vgl. auch Küting/Weber, Bilanzanalyse, 2004, S. 66.

38 Vgl. weiterführend zum „Temporary-Konzept“ Coenenberg/Hille, IAS 12, 2002, Rn. 24 ff.

39 Vgl. IASB, IAS 12, Abs. 24.

40 Vgl. IASB, IAS 12, Abs. 34.

41 Bei der bilanzorientierten „Liability Method“ (Verbindlichkeitenmethode) zur Berechnung latenter Steuern steht der richtige handelsrechtliche Vermögensausweis im Mittelpunkt. Dabei werden auch künftige Steuersätze berücksichtigt. Vor der Revision des IAS 12 im Jahr 2000 war die „Deferred-Methode“ anzuwenden, bei der die Erfolgsrechnung im Mittelpunkt steht und dementsprechend bei der Berechnung des Steueraufwands anhand von „Timing Differences“ kalkuliert wird.

innehat und die Aufrechnung beabsichtigt.⁴² Die IFRS orientieren sich in diesem Punkt somit stark am Bruttoprinzip. Gerade bei Konzernabschlüssen mit mehreren Steuersubjekten und Steuerarten verbleibt entsprechend ein großer, nicht verrechenbarer Saldo.

Die bei HGB-Abschlüssen bislang übliche Verrechnung aktiver latenter Steuern mit dem Eigenkapital im Rahmen der Bilanzanalyse beruht auf der Annahme, dass aktive latente Steuern nicht in ausreichendem Maß zuverlässig werthaltig sind.⁴³ Ferner werden aktive latente Steuern traditionell verrechnet, da sie nach § 274 Abs. 2 HGB den Charakter einer Bilanzierungshilfe haben und mit einer Ausschüttungssperre belegt sind. Im Vergleich zum HGB weisen latente Steuern nach IFRS jedoch zwei wesentliche Unterschiede auf:

- (1) Nach IAS 12.24 müssen latente Steueransprüche aktiviert werden, nach HGB besteht ein Wahlrecht.
- (2) Nach IAS 12.71 dürfen aktive und passive latente Steuern nur dann saldiert werden, wenn ein einklagbares Recht zur Aufrechnung besteht. Nach HGB darf immer saldiert werden.

Begegnet man den aktiven latenten Steuern in einer IFRS-Bilanz mit einer Verrechnung mit dem Eigenkapital, ohne eine entsprechende Korrektur der passiven latenten Steuern vorzunehmen, entsteht eine Ungleichbehandlung latenter Steuerguthaben und Steuerverbindlichkeiten, die ihrer Sicherheit und Werthaltigkeit nach ähnlich sind.

Für eine Verrechnung aktiver latenter Steuern mit dem Eigenkapital spricht indessen, dass das primäre Gläubigerinteresse in einer objektivierten Vermögensermittlung liegt. Mangels Verwertbarkeit aktiver latente Steuern in der Unternehmenskrise würde sich eine um latente Steuern bereinigte Strukturbilanz anbieten.⁴⁴ Zu hinterfragen ist jedoch, ob eine um latente Steuern bereinigte Strukturbilanz wirklich einen objektivierten Vermögensausweis fördert. Zwar stellen latente Steuern keine Vermögenswerte dar, die einzeln verwertbar sind, jedoch indizieren aktive latente Steuern handelsbilanzielle Wertansätze für Aktiva, die unterhalb der steuerlichen Bewertung liegen. Hohe aktive latente Steuern deuten somit auf stille Reserven hin und sind eine Relativierung defensiver Bilanzpolitik. Konsequenterweise wären dann auch passive latente Steuer dem Eigenkapital zuzuschlagen und von den Verbindlichkeiten abzuziehen.⁴⁵

Mit Hilfe der aktiven und passiven latenten Steuern wird die Handelsbilanz tendenziell in Richtung der Steuerbilanz korrigiert. Latente Steuern bringen somit in die Handelsbilanz einen objektivierenden und korrigierenden zweiten Wertmaßstab in Form der Steuerbilanz ein, der naturgemäß die handelsbilanziellen Spielräume sowie progressive oder defensive Bewertungsansätze relativiert. Steuerrechtliche Ansatz- und Bewertungsvorschriften verfolgen mithin die Ziele, den

42 Vgl. IASB, IAS 12, Abs. 71.

43 Vgl. etwa Riebell, *Bilanzauswertung*, 2001, S. 332; Küting/Weber, *Bilanzanalyse*, 2004, S. 66.

44 Vgl. etwa Küting/Wohlgemut, *Bilanzanalyse*, 2004, S. 14.

45 Vgl. Küting/Weber, *Bilanzanalyse*, 2004, S. 66.

Unternehmen nicht beliebig Möglichkeiten zur Steuerersparnis oder Steuerstundung zu gewähren und gleichzeitig den Gewinnausweis der Unternehmen dergestalt zu limitieren, dass nicht Mittel entzogen werden, die für die Unternehmensfortführung erforderlich sind. Eine um die latenten Steuern bereinigte Strukturbilanz würde den objektivierenden Effekt der Steuerbilanz eliminieren und die bilanzpolitischen Spielräume der Unternehmen vom relativierenden Einfluss der Steuersphäre befreien.

Zweifel sind demgegenüber an der Werthaltigkeit latenter Steuern auf steuerliche Verlustvorträge berechtigt.⁴⁶ Diese resultieren nicht unbedingt aus einer konservativen Bilanzpolitik, sondern daraus, dass das Unternehmen in der Vergangenheit Verluste erwirtschaftet hat. Die Verwertung dieser Tax Assets ist somit maßgeblich davon abhängig, ob in der Vergangenheit erfolgreiche Unternehmen bzw. Unternehmensteile in Zukunft ausreichend hohe Gewinne erzielen, um die Verlustvorträge zu verrechnen.

2.4 Pensionsrückstellungen nach IFRS

Im Jahr 2000 hielten japanische Frauen mit einer durchschnittlichen Lebenserwartung von 85 Jahren den Weltrekord. Gegenwärtige Berechnungen prognostizieren innerhalb der nächsten 60 Jahre einen Anstieg der durchschnittlichen Lebenserwartung auf 100 Jahre.⁴⁷ Einer der Vorboten der demographischen Entwicklung im 21. Jahrhundert ist die aktuelle Diskussion über die Bilanzierung der von Unternehmen getroffenen Pensions- und Versorgungszusagen.

In Deutschland wurden Pensionsverpflichtungen in der Vergangenheit überwiegend als Unternehmensfinanzierung genutzt, d.h. die Direktzusage einer betrieblichen Altersversorgung führt zum Aufbau von Pensionsrückstellungen, während die korrespondierenden Aktiva im Unternehmen verbleiben und für Investitionszwecke oder zum Aufbau von Finanzanlagen genutzt werden.⁴⁸ Dieses Prozedere steht nunmehr durch die zunehmende Bedeutung von Basel II sowie die Internationalisierung der Rechnungslegung auf dem Prüfstand.

Die Bilanzierung der Pensionsrückstellungen („Defined Benefit Plan“)⁴⁹ nach IFRS unterscheidet sich grundlegend von der Vorgehensweise nach HGB und erfordert für die Bilanzanalyse ein eigenständiges Auswertungskonzept. Die wesentlichen Unterschiede sind im Einzelnen:⁵⁰

- (1) Im Gegensatz zu § 6a EStG ist der Diskontierungszinssatz nach IFRS nicht zwischen 3 und 6 % fixiert, sondern regelmäßig an die langfristige Rendite erstklassiger Unternehmensanleihen anzupassen.⁵¹

46 Vgl. auch Küting/Wohlgemut, Bilanzanalyse, 2004, S. 13.

47 Vgl. Roitzheim, Pensionsrückstellungen, 2005, S. 43.

48 Vgl. Roitzheim, Pensionsrückstellungen, 2005, S. 44.

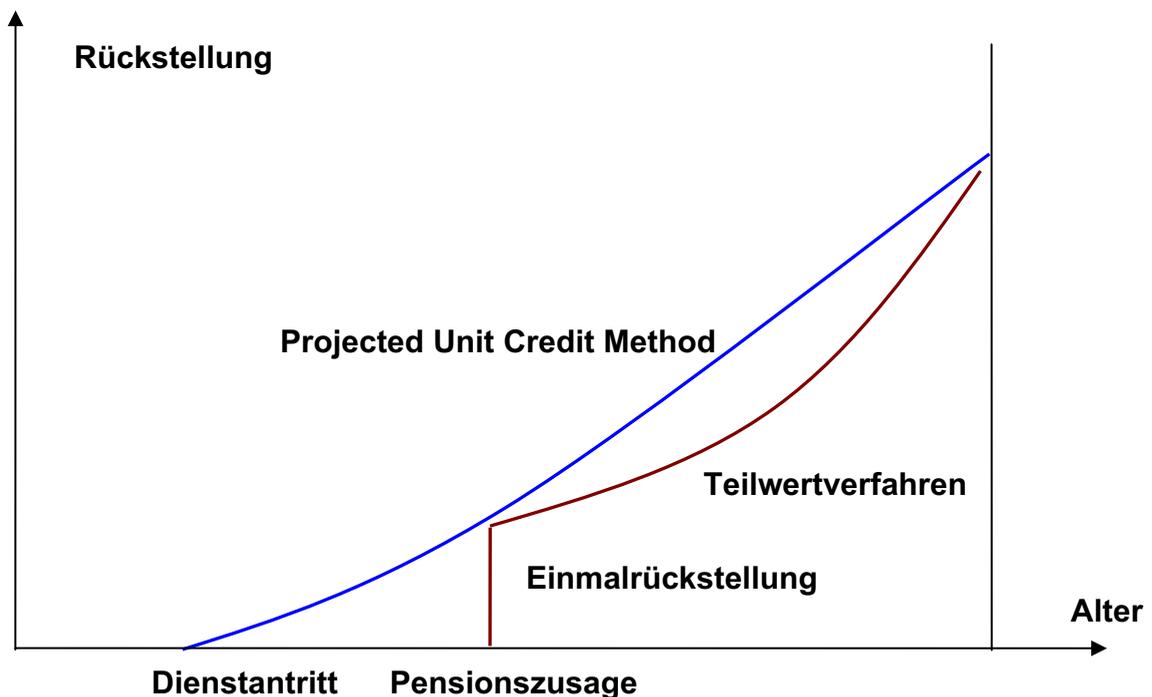
49 Auf die bilanzanalytisch unproblematischen Defined Contribution Plans wird hier nicht weiter eingegangen. Vgl. weiterführend zur Unterscheidung von Defined Benefit Plan und Defined Contribution Plan Wollmert et al., IAS 19, 2002, Rn. 57ff.

50 Vgl. hierzu auch Wollmert et al., IAS 19, Rn. 178.

51 Vgl. IASB, IAS 19, Abs. 78ff.; vgl. hierzu auch Lachnit/ Müller, Pensionsverpflichtungen, 2004, S. 497.

- (2) Bei der Berechnung des Anwartschaftsbarwertes nach IAS 19 sind auch Parameter wie Gehaltstrends, Gesundheitskostensteigerungen und Fluktuation zu berücksichtigen.⁵²
- (3) Ein zur Deckung der Pensionszusagen gebildetes Planvermögen ist nach IAS 19 mit dem Anwartschaftsbarwert zu verrechnen, während nach HGB das Bruttoprinzip greift.⁵³
- (4) Eine unerwartete Wertentwicklung des Deckungsfonds sowie Wertschwankungen in Folge der Anpassung von Berechnungsparametern dürfen entsprechend der Korridor-Methode über die Restlaufzeit der Pensionszusage amortisiert werden.⁵⁴
- (5) Die Ermittlung des stichtags- und leistungsbezogenen Barwertes der Pensionsverpflichtung erfolgt mithilfe des Anwartschaftsbarwertverfahrens („projected unit credit method“), d.h. es ist der Teil der gesamten erwarteten künftigen Verpflichtung in die Barwertermittlung einzubeziehen, der am jeweiligen Abschlussstichtag vom pensionsberechtigten Mitarbeiter bereits durch Arbeitsleistungen erdient wurde. Bei der Berechnung sind nach IAS 19.73 verschiedene demographische und finanzielle Annahmen zu berücksichtigen.⁵⁵

Rückstellungsentwicklung beim Teilwertverfahren nach HGB sowie nach der Projected Unit Credit Method nach IFRS:



52 Vgl. IASB, IAS 19, Abs. 73 ff.

53 Vgl. IASB, IAS 19, Abs. 54.

54 Vgl. IASB, IAS 19, Abs. 92 ff.

55 Vgl. Deutscher Sparkassen- und Giroverband, 2006, S. 110.

Während in HGB-Bilanzen die Pensionslasten als einzelner Wert gem. § 266 Abs. 2, B. 1. HGB ausgewiesen und i.d.R. nicht von detaillierten Anhangsangaben flankiert werden, ist in IFRS-Abschlüssen mit mehrseitigen Anhangsangaben zu rechnen. Diese Anhangsangaben vermitteln im Wesentlichen eine genaue Aufstellung der Entwicklung von Pensionsanwartschaftsbarwerten, des Deckungsvermögens für Pensionen sowie der Art und Weise, wie die Wertänderungen dieser Größen in die GuV einfließen.

Im Geschäftsbericht der ThyssenKrupp AG zum 30. 9. 2007 wurden im Anhang folgende Angaben zur Ermittlung des Anwartschaftsbarwertes gemacht:

Veränderung des Anwartschaftsbarwertes in Mio. EUR	Deutschland	Übrige Länder
Anwartschaftsbarwert am Anfang des Geschäftsjahres	6.144	2.541
Dienstzeitaufwand: Barwert der im Geschäftsjahr hinzuverdienten Versorgungsansprüche	73	39
Zinsaufwand: Aufzinsung der bereits erworbenen Ansprüche	266	123
Beiträge der Arbeitnehmer	0	8
Nachzuverrechnender Dienstzeitaufwand	0	1
Versicherungsmathematische Gewinne/Verluste	-258	-149
Veränderung Konsolidierungskreis	-1	-99
Plankürzungen und Planabgeltungen	0	-24
Leistungen aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses	0	0
Kursdifferenzen	0	-141
Rentenzahlungen	-420	-148
Sonstiges	-1	7
Anwartschaftsbarwert am Ende des Geschäftsjahres	5.773	2.158

Im Unterschied zum HGB dürfen nach IAS 19 Pensionsfonds („Plan Assets“), die das bilanzierende Unternehmen zur Deckung seiner leistungsorientierten Pensionszusagen bildet, mit den Pensionslasten verrechnet werden.⁵⁶ Das IASB hat sich hier dem US-amerikanischen SFAS No. 87 folgend gegen einen Bruttoausweis von Pensionslasten und Pensionsdeckungsvermögen entschieden, obwohl die verrechenbaren Größen durchaus unterschiedlichen Risikostrukturen unterliegen und sich oftmals in verschiedenen Währungen und Fristigkeiten gegenüberstehen. Auch eine Schuldner- Gläubigeridentität ist nicht gegeben. Das IASB begründet den Verstoß gegen das Bruttoprinzip damit, dass die Kriterien des IAS 32 für den Nettoausweis von Finanzinstrumenten im Fall von Pensionsfonds erfüllt seien.⁵⁷ Danach muss ein gesetzlich durchsetzbares Recht zur Verrechnung

⁵⁶ Vgl. IASB, IAS 19, Abs. 54, 116; vgl. zur Definition von Plan Assets IASB, IAS 19, Abs. 7.

⁵⁷ Vgl. IASB, IAS 19 BC, Abs. 66.

vorliegen und die Verrechnung vom Unternehmen beabsichtigt sein.⁵⁸ Hier ist jedoch kritisch anzumerken, dass eine Pensionszusage zum Zeitpunkt der Fälligkeit, d.h. im Durchschnitt erst Jahre nach Bilanzstichtag, nur insoweit mit einem Deckungsfondvermögen verrechenbar ist, wie dieses überhaupt noch vorhanden ist. Es ist also fraglich, ob eine Verrechnung äquivalenter Werte, wie sie gegenwärtig vorliegen, noch in 20 Jahren so möglich ist. Fest steht, dass das bilanzierende Unternehmen definitionsgemäß das Risiko der Wertentwicklung des Fondvermögens trägt. Die bilanzanalytische Aufgabenstellung, mit der Kennzahl Bilanzsumme den Gesamtwert der vom Unternehmen kontrollierten Vermögenswerte abzubilden, kann daher besser erreicht werden, indem die von Unternehmen vorgenommene Saldierung von Pensionslasten und Pensionsdeckungsvermögen rückgängig gemacht wird. Im Übrigen ist diese Vorgehensweise erforderlich, um den Informationsgehalt der Kennzahl Gesamtkapitalrentabilität zu erhalten.

Das Konzept des IAS 19 ist in hohem Maß vom Matching Principle geprägt.⁵⁹ Dies schlägt sich in der von den meisten Unternehmen angewandten Korridor-Regel nieder, wonach Wertänderungen des Barwertes der Pensionsverpflichtungen, die aus Parameterschwankungen („Actuarial/Financial Assumptions“) resultieren, nur in stark abgeschwächter Form Einzug in die Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung halten.⁶⁰ Unter Parameterschwankungen werden Änderungen der Sterberaten, der Fluktuation, des Abzinsungssatzes, der Steigerungsraten von Lohn, Gehalt, Rente, Gesundheitskosten etc. sowie die Wertentwicklung eines gegebenenfalls gebildeten Deckungsvermögens für Pensionsverpflichtungen subsumiert.⁶¹

Nach der Korridor-Regel sind akkumulierte Wertschwankungen in Folge der oben genannten Parameteränderungen bis zu einer Höhe von 10 % des Pensionsanwartschaftsbarwertes zu Beginn der Rechnungslegungsperiode (Korridor) weder in der Bilanz noch in der GuV zu berücksichtigen. Der die 10 % Marke übersteigende Betrag ist über die Restlaufzeit der Pensionszusagen zu amortisieren und fließt dadurch stark zeitverzögert in die Bilanz und GuV ein.⁶² Daraus resultieren noch nicht berücksichtigte versicherungsmathematische Gewinne und Verluste, die bislang weder bilanziert noch in der GuV erfasst wurden.

Zu diesen versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten zählen auch unerwartet gute oder schlechte Wertentwicklungen des Pensionsdeckungsvermögens, da in die GuV die erwartete Rendite des Deckungsvermögens eingestellt wird, mithin ein Wert, der regelmäßig nicht den tatsächlichen Verhältnissen entspricht.⁶³ Es besteht somit für die Unternehmen ein Anreiz, das Portfolio zur Deckung der Pensionslasten risikoreich zu strukturieren und so einen höheren Erwartungswert für die Wertentwicklung des Deckungsvermögens anzunehmen, der in die GuV einfließt. Mittelfristig können aus dieser Finanzpolitik natürlich

58 Vgl. IASB, IAS 32, Abs. 42.

59 Vgl. hierzu weiterführend Gohdes, Auswirkungen von IFRS auf den Personal-Bereich, 2005, S. 22 f.

60 Vgl. auch Lachnit/ Müller, Pensionsverpflichtungen, 2004, S. 499.

61 Vgl. hierzu IASB, IAS 19, Abs. 72 ff.

62 Vgl. IASB, IAS 19, Abs. 92 ff.

63 Vgl. IASB, IAS 19, Abs. 61, 105 ff.

auch erhebliche Deckungslücken resultieren, die nicht bzw. nur zum Teil in den Pensionsrückstellungen abgebildet werden.⁶⁴ Es handelt sich dann um Lasten, die anhand der Anhangsangaben ermittelt werden können⁶⁵ und damit den Weg für eine quantitative Zahlenaufbereitung im Rahmen der Bilanzanalyse ebnen.

Im Zusammenhang mit der quantitativen Überleitung der Pensionslasten in eine Strukturbilanz ist zu prüfen, inwieweit latente Steuereffekte zu berücksichtigen sind. Da die nach IAS 19 ermittelten Anwartschaftsbarwerte i.d.R. größer ausfallen als die steuerrechtlich zulässige Bemessung,⁶⁶ sind auf die Pensionsrückstellungen latente Steuerguthaben zu aktivieren. Werden also bei der Ermittlung der Strukturbilanz die Pensionsrückstellungen um die Effekte aus der Korridor-methode bereinigt, so sind entsprechende aktive latente Steuern zu berücksichtigen. Daher müsste man beispielsweise bei noch nicht berücksichtigten versicherungsmathematischen Verlusten von 100 GE und einer Steuerquote von 35 % die Pensionsrückstellungen um 100 GE und die aktiven latenten Steuern um 35 GE erhöhen, während das Eigenkapital um 65 GE zu kürzen ist.

Der Berücksichtigung latenter Steuern bei der Nachpassivierung von versicherungsmathematischen Verlusten kann indessen entgegengehalten werden, dass aktive latente Steuern bilanzanalytisch ohnehin als Non-Valeur angesehen werden. Die vorherigen Ausführungen sprechen jedoch eher für eine differenzierte analytische Behandlung aktiver latenter Steuern auf temporäre Differenzen.

3. Zusammenfassung

Die aufgezeigten Analyseprobleme verdeutlichen, dass von gewohnten Bilanzaufbereitungsschemata, wie sie im kreditwirtschaftlichen Bereich für HGB-Abschlüsse in der Vergangenheit verwendet wurden, Abschied zu nehmen ist. Die Bilanzanalyse wird sich im Zuge der Umstellung auf IFRS neue Schwerpunkte suchen und auf andere Informationsquellen stützen. Dabei müssen die deutlich umfangreicheren Anhangsangaben in IFRS-Abschlüssen gezielt ausgewertet werden. Die höhere Informationsdichte und Transparenz, die ein Abschluss nach IFRS bereitstellt, muss durch den Analysten erschlossen und strukturiert werden. Die stellt hohe Anforderungen an die Analysesystematik sowie an die Qualifikation des Bilanzanalysten.

Ein in die Bilanz eingestellter und im Anhang kaum erläuterter Gesamtbetrag für Pensionslasten nach HGB wird im IFRS-Abschluss durch detaillierte Rechen-tabellen und offen gelegte Parameter ersetzt. Die weiterführenden Anhangsanga-ben zu Pensionen, ebenso zu latenten Steuern, Finanzanlagen, Stock-Option Plans (SOP) und anderen Bilanzposten müssen in adäquater Weise sowohl bei der

64 Vgl. hierzu mit empirischen Daten Lachnit/Müller, Pensionsverpflichtungen, 2004, S. 499 ff.

65 Die quasi-stillen Reserven oder Lasten als Summe noch nicht berücksichtigter versicherungsmathematischer Gewinne und Verluste sowie noch nicht berücksichtigten nachzuverrechnenden Diensteaufwendungen sind nach IAS 19, Abs. 120 offen zu legen.

66 Vgl. auch Wollmert et al., IAS 19, 2002, Rn. 147.

quantitativen Bilanzaufbereitung als auch bei der qualitativen Beurteilung berücksichtigt werden. Dabei lassen sich vielfach Indikatoren identifizieren, die Rückschlüsse auf die bilanzpolitische Ausrichtung des Unternehmens zulassen. So liegen etwa die Diskontierungssätze für Pensionslasten bei den 30 deutschen DAX-Werten bis zu 1,5 % auseinander.⁶⁷ Auch die Analyse der Zusammensetzung aktiver und passiver latenter Steuern ermöglicht zuverlässige Aussagen über die verfolgte Bilanzpolitik. Ferner sollte im Rahmen der Bilanzanalyse geprüft werden, inwieweit die Unternehmen ihren Offenlegungspflichten nachkommen und gegebenenfalls freiwillige Zusatzangaben machen. Empirische Studien hierzu haben gezeigt, dass ein uneingeschränkter Bestätigungsvermerk im deutschsprachigen Raum noch nicht gleichbedeutend mit der vollständigen Darstellung der Pflichtangaben im Anhang ist.⁶⁸

Die ausführlich dargestellten Beispiele Pensionsrückstellungen und latente Steuern haben aufgezeigt, dass die vielfach geäußerte Sorge, mit der Bilanzierung nach IFRS würden die Möglichkeiten der Bilanzgestaltung ein zu hohes Maß annehmen, teilweise zu relativieren ist. Durch die analytische Option, annäherungsweise die steuerbilanziellen Eckdaten zu ermitteln, kann die Überleitung auf eine Strukturbilanz bei Bedarf konservativ austariert werden. Ferner bieten die detaillierten Barwert- bzw. Zeitwertangaben sowie die offengelegten „stillen Lasten“ bzw. „stillen Reserven“ im Zusammenhang mit Pensionen solide Daten für die Bilanzaufbereitung. Darüber hinaus kann das Cash Flow Statement, das Pflichtbestandteil eines IFRS-Abschlusses ist, zu einem Abgleich bilanzierter Gewinne und tatsächlicher Zahlungen genutzt werden. Unternehmen, die sämtliche Bilanzierungsspielräume nutzen, können als solche identifiziert und somit entsprechend gewürdigt und analysiert werden.

67 Vgl. Lachnit/Müller, Pensionsverpflichtungen, 2004, S. 502.

68 Vgl. hierzu umfassend Keitz, Praxis der IASB-Rechnungslegung, 2003.

Literatur

- App, Jürgen G.: Latente Steuern nach IAS, US-GAAP und HGB, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR), Nr. 4, 2003, S. 209–214.
- Arnsfeld, Torsten/Schremper, Ralf [Goodwill-Impairment, 2005]: Konsequenzen des Goodwill-Impairment nach IFRS 3 für die wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR), Nr. 11, 2005, S. 498–503.
- Baetge, Jörg/Kirsch, Hanno/Thiele, Stefan [Bilanzanalyse, 2004]: Bilanzanalyse, 2. Auflage, Düsseldorf: IDW, 2004.
- Burger, Anton/Fröhlich, Jürgen/Ulbrich, Philipp [Wesentliche Kennzahlen, 2004]: Die Auswirkungen der Umstellung von HGB auf IFRS auf wesentliche Kennzahlen der externen Unternehmensrechnung, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR), Nr. 9, 2004, S. 353–366.
- Coenenberg, Adolf/Hille, Klaus [IAS 12, 2002]: IAS 12 Ertragssteuern, in: Rechnungslegung nach International Accounting Standards (IAS), hrsg. von Baetge et al., Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2002.
- Deutscher Sparkassen- und Giroverband: Leitfaden für die Analyse von internationalen Abschlüssen in EBIL (Erläuterungen), 2006, S. 110.
- Engel-Ciric, Dejan [Bilanzpolitische Spielräume, 2002]: Einschränkung der Aussagekraft des Jahresabschlusses nach IAS durch bilanzpolitische Spielräume, in: Deutsches Steuerrecht (DStR), Nr. 18, 2002, S. 780–784.
- Fülbier, Rolf Uwe/Pferdehirt, Henrik [Leasingbilanzierung, 2005]: Überlegungen des IASB zur künftigen Leasingbilanzierung: Abschied vom off balance sheet approach, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR), Nr. 7–8, 2005, S. 275–285.
- Gräfer, Horst [Bilanzanalyse, 2001]: Bilanzanalyse, in: Herne: Verlag Neue Wirtschaftsbriefe, 8. Auflage, 2001.
- Hüttche, Tobias [Bilanzanalyse, 2005]: Internationale Bilanzanalyse: Bleibt alles anders?, in: Betriebs-Berater (BB), Nr. 3, 2005, S. 147–151.
- Keitz, Isabel von: Praxis der IASB-Rechnungslegung, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2003.
- Kirsch, Hanno [Liquiditätsanalyse, 2004]: Besonderheiten der bestandsorientierten Liquiditätsanalyse nach IAS/IFRS, in: Deutsches Steuerrecht (DStR), Nr. 24, 2004, S. 1014–1021.
- Kirsch, Hans-Jürgen [Leasingverhältnisse, 2002]: Leasingverhältnisse (Leases), in: Rechnungslegung nach International Accounting Standards (IAS), hrsg. von Baetge et al., Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2002.
- Kirsch, Hans-Jürgen/Koelen, Peter/Tinz, Oliver: Die Berichterstattung der DAX-30-Unternehmen in Bezug auf die Neuregelung des impairment only approach des IASB, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR), Nr. 2, 2008, S. 92.
- Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter [Bilanzanalyse, 2004]: Die Bilanzanalyse, Lehrbuch zur Beurteilung von Einzel- und Konzernabschlüssen, 7. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2004.
- Küting, Karlheinz/Wohlgemut, Frank [Bilanzanalyse, 2004]: Möglichkeiten und Grenzen der internationalen Bilanzanalyse, in: Deutsches Steuerrecht (DStR), Beihefter zu Heft 48, 2004.
- Lachnit, Laurenz/Müller, Stefan [Pensionsverpflichtungen, 2004]: Bilanzanalytische Behandlung von Pensionsverpflichtungen, in: Der Betrieb (DB), Nr. 10, 2004, S. 497–507.
- Leffson, Ulrich [GoB, 1987]: Die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung, 7. Auflage, Düsseldorf: IDW, 1987.
- Lüdenbach, Norbert/Hoffmann, Wolf-Dieter [Enron, 2002]: Enron und die Umkehrung der Kausalität bei der Rechnungslegung, in: Der Betrieb (DB), 2002, S. 1169–1175.
- MCI Worldcom Inc. [Form 10-K, 1999]: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 For the fiscal year ended December 31, 1999, online im Internet unter URL: <http://www.sec.gov>.

- Müller, Stefan/Wulf, Inge [Abschlusspolitisches Potenzial, 2005]: Abschlusspolitisches Potenzial deutscher Unternehmen im Jahr 2005 unter besonderer Berücksichtigung der IFRS-Erstanwendung, in: Betriebs-Berater (BB), Nr. 23, 2005, S. 1267–1273.
- Pfaff, Dieter/Kukule, Wilfried: Wie fair ist der fair value?, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR), Nr. 9, 2006, S. 545.
- Riebell, Claus [Bilanzauswertung, 2001]: Die Praxis der Bilanzauswertung, Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag, 2001.
- Roitzheim, Angelika [Pensionsrückstellungen, 2005]: Pensionsrückstellungen und ihre Finanzierung in der Diskussion, in: Betriebswirtschaftliche Blätter, Sonderausgabe Nr. 1, 2005, S. 43–46.
- Weber, Joachim [Bilanzrisiken, 2005]: Prüfer warnen vor Bilanzrisiken, in: Handelsblatt vom 4.7.2005, S. 11.
- Wollmert et al. [IAS 19, 2002]: IAS 19 Leistungen an Arbeitnehmer (Employee Benefits), in: Rechnungslegung nach International Accounting Standards (IAS), hrsg. von Baetge et al., Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2002.
- Zülch, Henning/Lienau, Achim: Bilanzierung von investment properties und Sachanlagevermögen unter Berücksichtigung latenter Steuern, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR), Nr. 11, 2006, S. 698–703.

DR. ANDREAS DAHMEN/DR. HILMAR SIEBERT

Mittelstand und Kapitalmarktfinanzierung

Alternative Finanzierungsformen
für kleine und mittelgroße Unternehmen

Abstract	107
1. Einführung: Strukturelle Veränderungen des deutschen Finanzsystems	108
2. Alternative Finanzierungsformen	111
2.1 Anleihenfinanzierung für kleine und mittelgroße Unternehmen ...	111
2.2 Factoring	113
2.3 Asset Backed Securities (ABS)	114
2.4 Projektfinanzierungen	116
2.5 Eigenkapitalfinanzierung	119
2.6 Private Equity Finanzierung	119
2.7 Mezzanine-Finanzierungen	120
3. Finanzierung und Corporate Governance: Anforderungen an das Accounting	123
4. Ergebnis	126
Literatur	129

Abstract

Seit einigen Jahren hat sich im deutschen Finanzsystem ein starker Wandel vollzogen. Denn der Trend des Mittelstands bei der Unternehmensfinanzierung geht immer mehr in Richtung kapitalmarktorientierter Finanzierungsalternativen und entfernt sich von der bisher historisch bedingten Sichtweise, dass der Bankkredit die einzige realistische Möglichkeit ist, dem Unternehmen Fremdmittel zukommen zu lassen.

Dieser Wandel entstand nicht zuletzt durch die Einführung von Basel II, das seit Beginn 2007 eine risikosensitive Kreditbepreisung vorschreibt und sich somit nicht nur die Kredite gerade für den Mittelstand verteuern, sondern darüber hinaus auch die Anforderungen an die unterlegten Kreditsicherheiten steigen. Der Mittelstand hat bei dem Versuch, sich weiterhin über einen Kredit bei der Hausbank zu finanzieren entweder das Problem, dass die Kredite entsprechend teurer werden oder dass die Banken ihnen im Zweifelsfall keine Kredite mehr gewähren.

Außerdem führt die Globalisierung dazu, dass sich auch kleine und mittelgroße Unternehmen zunehmend dem internationalen Wettbewerb stellen müssen. Um in einem solchen Umfeld ihre Wettbewerbsposition zu sichern und Wachstumsziele realisieren zu können, sehen sich die Mittelständler einem deutlich gestiegenen Kapitalbedarf gegenüber. Die seit Basel II deutlich restriktivere Kreditvergabe der Banken führt dazu, dass Mittelständler immer häufiger in Liquidi-

tätsprobleme geraten und somit zwangsweise auf alternative Finanzierungsformen zurückgreifen müssen.

Durch diesen Wandel gezwungen, suchen viele kleine und mittelgroße Unternehmen die Möglichkeit, das eigene Unternehmen über den Kapitalmarkt zu finanzieren und wenden sich so einer Finanzierungsquelle zu, die bisher nur von großen bzw. größeren Unternehmen genutzt wurde. Zwar entstehen auf diesem Wege neue Finanzierungsmöglichkeiten für kleine und mittelgroße Unternehmen; diese können jedoch nicht von allen potenziellen Interessenten genutzt werden.¹

Die Möglichkeit auf dem Kapitalmarkt Kapital zu finden, wird dadurch erschwert, dass Informationen zur Entscheidungsfindung über die Höhe und Kosten der Finanzmittelzuführung benötigt werden, die häufig nicht in der gewünschten Form vorliegen. Um angemessene Finanzierungen zur Verfügung zu stellen, verlangt der Kapitalmarkt deshalb nach Transparenz und anwendbaren Kontrollmöglichkeiten, die in der Regel ein adäquates und angemessenes Controlling- und Risikomanagementsystem erfordern; jedoch verfügen gerade kleine und mittelgroße Unternehmen nur selten über solche Instrumente.² Es ist daher davon auszugehen, dass auch die mittelgroßen Unternehmen sich an den Vorgaben des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) orientieren müssen, um ein geeignetes Maß an Transparenz und Verlässlichkeit vorweisen zu können.

Die jetzige Situation ist dadurch gekennzeichnet, dass das Angebot an alternativen Finanzierungsinstrumenten für mittelständische Unternehmen steigt. Diese Instrumente werden jedoch erst von einer verschwindend geringen Zahl an Unternehmen in Anspruch genommen; das Dilemma kann dadurch gelöst werden, dass die Kapital suchenden Unternehmen bereit sein müssen, eine transparente Unternehmensführung, ständige Kommunikation der Unternehmenszahlen an die Share- und Stakeholder sowie ein aussagefähiges Accounting zuzulassen. Es ist notwendig, den Corporate Governance Gedanken gemäß dem Deutscher Corporate Governance Kodex auch in mittelständischen Unternehmen zu verankern, um sie in die Lage zu versetzen, sich abseits von ihrer Hausbank die notwendigen Finanzmittel über den Kapitalmarkt beschaffen zu können.³

1. Einführung: Strukturelle Veränderungen des deutschen Finanzsystems

Das deutsche Finanzsystem hat in den letzten Jahren und wird voraussichtlich in den kommenden Jahren starke strukturelle Veränderungen erfahren, die durch die derzeit aktuelle Subprime-Krise noch verstärkt werden. Hiervon ganz besonders

1 Vgl. Deutscher Sparkassen- und Giroverband (DSGV): Deutscher Mittelstand auf der Überholspur – Starke Partnerschaft von Mittelstand und Hausbank. In: Diagnose Mittelstand 2007, S. 39–42.

2 Vgl. Handelsblatt: Unternehmen droht Kreditklemme – Krise an den Finanzmärkten verteuert Finanzierung – Creditreform befürchtet steigende Zahl von Insolvenzen. In: Handelsblatt Nr. 160 (2007), Frankfurt/Düsseldorf, S. 2.

3 Vgl. Schäfer, Waldemar: Finanzplanung wird zur strategischen Aufgabe. In: Handelsblatt Nr. 50 (2003), S. B05 ff.

betroffen sind mittelständische Unternehmen. Schon nach dem Platzen der Börsenblase im Jahre 2001 wurde die klassische Kreditfinanzierung der Banken für die mittelständischen deutschen Unternehmen immer mehr erschwert. Dies basiert auf der Tatsache, dass Banken als Konsequenz aus derartigen Krisen die Messlatte zur Erfüllung der Kriterien bei der Risikoanalyse jeweils höher hängen und eine gute Einstufung erschweren sowie bei der Kreditvergabe entsprechend zurückhaltender agieren. Es gibt bereits heute immer lauter werdende Rufe nach der Einführung von BASEL III.⁴ Nicht zuletzt deshalb entfernen sich die mittelständischen Unternehmen immer weiter von der klassischen und historisch bedingten Fremdfinanzierung über ihre Hausbank.

Diese Distanzierung wird nicht nur durch die gesetzlich verankerte Eigenkapitalunterlegung von Forderungen der Banken gegenüber Schuldern aus dem Nichtbankensektor provoziert, die seit 2007 eine risikosensitive Bepreisung von Krediten vorschreibt (BASEL II). Auch die geschäftspolitische Ausrichtung von Banken in Deutschland hin zu mehr margenträchtigen Provisionsgeschäften und zu weniger margenschwachen Kreditgeschäften zwingt immer mehr mittelständische Unternehmen, sich nach Finanzierungsalternativen umzuschauen.

Zwar erfolgen noch Kreditvergaben durch Banken, allerdings führt die u. a. durch BASEL II verursachte Erhöhung der Kreditzinsen für Kreditnehmer mit einem hohen Ausfallrisiko und die damit einhergehende Verknappung von Kreditgewährungen in der Tendenz zu einem Bedeutungsgewinn der Kapitalmärkte und marktmäßigen Bewertungen durch externe Agenturen oder die kreditgebenden Banken. Dies wiederum verlangt nach einer transparenten Rechnungslegung in Verbindung mit einem funktionierenden internen Controlling- und Risikomanagementsystem, ohne die eine Finanzierung, ob über den Kapitalmarkt oder über Banken, in der heutigen Zeit nicht mehr möglich erscheint. Mittelständische Unternehmen sind nicht nur durch steigende Kosten für Bankkredite, sondern auch durch die Rationierung des Marktes für klassische Bankkredite dazu gezwungen, sich mit alternativen Finanzierungsformen über den Kapitalmarkt auseinanderzusetzen.

Die Probleme, die sich dabei gerade für kleine und mittelgroße Unternehmen ergeben, liegen auf der Hand. Zunächst kann ein Großteil deutscher klein- und mittelgroßer Unternehmen keine ausreichende Transparenz vorweisen⁵, was zu ausgeprägten Informationsasymmetrien führt. Dies provoziert hohe Informations- und Überwachungskosten und macht mittelständische Unternehmen somit unattraktiv für externe Kapitalgeber. Unter einigen Experten herrscht sogar die Meinung, dass die ungleiche Verteilung von Informationen zwischen Kapitalgebern und mittelständischen Kapitalnehmern den Zugang zum Kapitalmarkt nahezu ausschließt. Außerdem kommunizieren viele kleine und mittelgroße Unternehmen ihre internen Zahlen nur ungern, da sie der Meinung sind, dass sie auf

4 Vgl. Creutzburg, Dietrich: Banken sollen Hedge-Fonds drosseln. In: Handelsblatt Nr. 68 (2007), S. 21.

5 Vgl. Deutscher Sparkassen- und Giroverband (DSGV): Deutscher Mittelstand auf der Überholspur – Starke Partnerschaft von Mittelstand und Hausbank. In: Diagnose Mittelstand 2007, S. 29–32.

diese Weise der Konkurrenz einen zu großen Einblick in das Unternehmen gewähren würden. Somit sind externe Bewertungen von mittelständisch geprägten Unternehmen nahezu unmöglich. Dies wiederum ist allerdings ein großer Nachteil bei der Suche nach Kapitalgebern und bringt kleine und mittelgroße Unternehmen in eine schwierige Situation, den Spagat zwischen den sich ändernden Herausforderungen der Kapitalmärkte und ihren eigenen Kapitalnachfragenotwendigkeiten zu schaffen.

Darüber hinaus hatte bereits zu Beginn des 21. Jahrhunderts das Platzen der Dotcom-Blase nicht nur in den USA dazu geführt, dass die Forderung nach einer angemessenen Unternehmensführung für kapitalmarktnotierte Unternehmen (z. B. Sarbanes Oxley Act) immer lauter wurden.⁶ Auch in Deutschland entstand eine Bewegung, die den Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) im Jahre 2002 ins Leben rief, um die effiziente Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen durch deren Vorstand und Aufsichtsrat mit der Zielsetzung eine langfristige Wertsteigerung garantieren zu können und darüber hinaus die Interessen der Anteilseigner (Shareholder) und deren weiterer Interessensgruppen (Stakeholder) im Rahmen guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung angemessen zu berücksichtigen. Um das Interesse von externen Finanzgebern wecken und deren Vertrauen gewinnen zu können, schreibt der Deutsche Corporate Governance Kodex Unternehmen transparentes Verhalten und die Kommunikation interner Zahlen vor.⁷ Zwar sind diese Vorgaben nicht für alle Unternehmen verpflichtend; folgt ein Unternehmen diesen Vorgaben jedoch nicht, so schmälert dieses Verhalten deren Chance Kapitalgeber zu finden empfindlich. Dies kann in Zeiten einer risikosensitiven Kreditbepreisung durch BASEL II gerade für kleine und mittelgroße Unternehmen gravierende negative Folgen haben.

Dieser Trend hat zur Folge, dass die Rechnungslegung und das Controlling eines Unternehmens nicht nur für die zuverlässige Planung innerhalb der Unternehmen, also für das Management zur direkten Unternehmenssteuerung wichtig sind, sondern auch als Grundstein für die Kapitalaufnahme von externen Interessensgruppen in das Unternehmen unabdingbar werden. Ist ein Unternehmen also daran interessiert, sich nach anderen Finanzierungsmöglichkeiten als dem sich stetig vertuernden Bankkredit zu orientieren, bildet die Transparenz und damit die Möglichkeit der Durchführung von Kontrolle, durch die Einführung der Corporate Governance und Accounting das richtige Fundament für die Suche nach entsprechenden Kapitalgebern.

Gerade die Entwicklung der Rechnungslegung in Richtung IFRS, die mit dem voraussichtlich im November in Kraft tretenden BilMoG ihren Höhepunkt erreichen wird, soll die Möglichkeit mittelständischer Unternehmen verbessern, alternative Finanzierungsmöglichkeiten zu nutzen. Das BilMoG gleicht die deutsche

6 Vgl. Schewe, Gerhard: Unternehmensverfassung – Corporate Governance im Spannungsfeld von Leitung, Kontrolle und Interessenvertretung. Heidelberg: Springer-Verlag 2005, S. 220–222.

7 Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: Deutscher Corporate Governance Kodex. In der Fassung vom 14. 06. 2007. S. 1–3.

Rechnungslegung an die Rechnungslegungsgrundsätze des IFRS an und erlaubt es Unternehmen, zukünftig auch den Einzelabschluss nach IFRS zu erstellen. Auf diese Weise wird es ausländischen Kapitalmarktteilnehmern leichter gemacht, die Jahresabschlüsse der Unternehmen nachzuvollziehen. Dies könnte bei gleichzeitiger Beachtung der Grundsätze des Deutschen Corporate Governance Kodex folglich dazu führen, dass die Anzahl potenzieller Kapitalgeber für ein Unternehmen steigt. Denn die Basis für den erfolgreichen Zugang zum Kapitalmarkt ist, das Vertrauen der potenziellen Anleger zu wecken, externen Betrachtern die Möglichkeit zu geben das Unternehmen zu bewerten und durch transparentes Accounting die Verlässlichkeit des Unternehmens zu garantieren.

Traditionelle Finanzierungsinstrumente haben sich durch die gestiegenen Risikoanforderungen internationaler Kapitalmärkte und der stärkeren Betonung des individuellen Risikoprofils der Kreditinstitute erheblich weiterentwickelt, was letztendlich auch zu einer Erweiterung des Finanzierungs-Portfolios für mittelständische Unternehmen geführt hat. Gerade angelsächsisch geprägte Fremdfinanzierungsmöglichkeiten wie z. B. die ABS-Finanzierung, für die auch schon heute häufig ein IFRS-Abschluss als Finanzierungsvoraussetzung vorgelegt werden muss, würden somit auch für kleine und mittelgroße Unternehmen leichter zugänglich. Zwar ist die Entwicklung des Finanzierungsportfolios für deutsche kleine und mittelgroße Unternehmen bisher nur zögerlich und bezüglich unterschiedlicher Finanzierungsformen verschieden schnell zu beobachten, jedoch wächst die Angebotspalette in letzter Zeit deutlich an. Auf einige dieser Finanzierungsalternativen soll im Folgenden näher eingegangen werden.

2. Alternative Finanzierungsformen

2.1 Anleihenfinanzierung für kleine und mittelgroße Unternehmen

Anleihen (Schuldverschreibungen, Obligationen bzw. Rentenwerte) stellen Wertpapiere dar, die Forderungsrechte verkörpern, über die sich ein Unternehmen Fremdkapital beschaffen kann. Im Gegensatz zu Aktien stellen Anleihen jedoch keine Anteilscheine an einem Unternehmen dar und qualifizieren den Käufer nicht als Teilhaber eines Unternehmens. Stattdessen könnte man Anleihen als eine Art börsengehandelten Kredit bezeichnen.

Aus Sicht des Schuldners, also aus der Sicht desjenigen, der Anleihen ausgibt, stellt die Anleihe einen gewöhnlichen Kredit dar, der allerdings nicht bei einem einzigen großen Unternehmen, wie z. B. einer Bank aufgenommen wird, sondern bei vielen Gläubigern. Hierbei kann es sich sowohl um Privatpersonen, als auch um Firmen handeln. Die Anleihe wird dementsprechend in eine Vielzahl kleiner Teilbeträge aufgeteilt, die jeweils einen Anteilswert, den so genannten Nominalwert haben. Gehandelt wird eine Anleihe jedoch nicht auf einen bestimmten Währungsbetrag, sondern auf den Prozentsatz des Nennwerts. Derjenige, der eine Anleihe erwirbt, erhält dadurch zwei Ansprüche:

- Anspruch auf Rückzahlung des eingesetzten Kapitals am Ende einer zuvor definierten Laufzeit und
- Anspruch auf eine zu Beginn der Laufzeit fest vereinbarte Zinszahlung.

Der Vorteil für den Käufer einer Anleihe ist, dass er als Gläubiger, also Kreditgeber, gilt und damit im Falle einer Insolvenz eine bevorrechtigte Rechtsposition gegenüber den Eigenkapitalgebern aufweist und damit zumindest einen Teil seines Kapitals zurück erhalten könnte, wenn genügend Masse vorhanden ist. Für kleine und mittelgroße Unternehmen kann die Anleihenfinanzierung eine interessante Alternativfinanzierung sein, so wie sie von den größeren mittelständischen Unternehmen ein heute schon oft genutzter Weg der Fremdfinanzierung ist.

Probleme die sich hier jedoch für kleine und mittelgroße Unternehmen ergeben sind, dass bislang das Mindest-Emissionsvolumen einer Anleihefinanzierung bei mehr als 50 Mio. Euro liegt und dies einer Größenordnung entspricht, die von kleinen und mittelgroßen Unternehmen gewöhnlich nicht genutzt werden kann. Unternehmen, die weder in dieser Größenordnung Kapital benötigen noch für diese Größenordnung über entsprechende Bonität verfügen, haben dementsprechend Schwierigkeiten bei der Ausgabe von Anleihen.

In der Praxis bieten sich Poolstrukturen zur Lösung dieser Problematik an. In diesen Poolstrukturen wird eine Vielzahl von kleinen und mittelgroßen Unternehmen zusammengeschlossen, die zwar für sich allein nicht ein kapitalmarktadäquates Kapitalvolumen nachfragen, aber in der Bündelung ein entsprechendes Volumen am Markt platzieren können. Jedoch besteht auch hier die Schwierigkeit, Kapitalgeber zu finden, die sich diesem Weg der Anleihenvergabe anschließen wollen. Zwar wird durch eine Bündelung mehrerer mittelgroßer Betriebe mit guter Bonität und guten Wachstumschancen das Ausfallrisiko für die Kapitalgeber gestreut und somit gesenkt, die Seriosität dieser Lösungen, z. B. bezüglich der Haftung werden von Kapitalgebern jedoch häufig kritisch gesehen.

Auch ist die Transparenz solcher Lösungen nur sehr schwer zu gewährleisten, denn der Kapitalgeber verlangt einen Überblick über die Unternehmen haben, die in diese Poolösungen einbezogen werden. Aus welchem Bereich kommen die jeweiligen Unternehmen, wie verlief die Unternehmensentwicklung die letzten drei Jahre, inwiefern verspricht die Planung der kommenden Geschäftsjahre eine erfolgreiche Weiterentwicklung des Unternehmens, wo genau steht das Unternehmen heute und wer führt das Unternehmen, sind nur einige der Fragen, die dem Anleihenerwerber klar und deutlich zu beantworten sind, andernfalls wird dieser das Risiko im Bezug auf die jeweilige Rendite der Anleihe als zu groß einschätzen und damit die Anleihe nicht erwerben.

Die Forderung nach Transparenz ist damit eine wichtige Voraussetzung dieser Alternativfinanzierung, weil damit die Entscheidung des Kapitalmarktes steht und fällt, diese Anleihen zu zeichnen. Entsprechende Transparenz verlangt nach einer entsprechenden Kommunikation von Daten, also einem verlässlichen und aktuellen Accounting, das durch die Schaffung interner Unternehmensstrukturen gemäß den Überlegungen einer angemessener Corporate Governance unterstützt wird. Ist ein kleines oder mittelgroßes Unternehmen also nicht in der Lage oder auch einfach nicht Willens, diese Forderungen zu erfüllen, sich also dem Corporate Governance Gedanken gegenüber konform zu verhalten, so verringern sich die Chancen eine Finanzierung über Anleihen, sei es auch über Pool- oder Paketlösungen, erheblich.

Die Praxis hat deshalb versucht, Konstruktionen zu entwickeln, mit denen weniger auf die Bonität der Unternehmen im allgemeinen und der kleinen und mittelgroßen Unternehmen im besonderen abgestellt werden muss, sondern auf Vermögenswerte, die diese Unternehmen besitzen und die für sich einzeln bewertbar und handelbar sind. Die älteste Form dieser Alternativfinanzierung ist das Factoring.

2.2 Factoring

Factoring ist ein Finanzierungsgeschäft, bei dem ein Finanzierungsinstitut (Factor) die bei seinem Anschlussunternehmen (Klient) entstehenden kurzfristigen Forderungen mit oder ohne Risikoübernahme (Regress) ankauft.

Das zu finanzierende Unternehmen als Forderungsverkäufer haftet beim Factoring lediglich für den rechtlichen Bestand der Forderung. Bleibt hingegen auch das Bonitätsrisiko beim Forderungsverkäufer wird von einem „unechten“ Factoring gesprochen. In der Regel dominiert das echte Factoring, bei dem die Forderungen ohne Rückgriffsmöglichkeit auf den Forderungsverkäufer (regresslos) vom Factor angekauft werden. Das echte Factoring wird überwiegend offen ohne mit einer Abtretungsanzeige an den Forderungsschuldner, durchgeführt. Der Forderungsverkauf kann aber auch als stilles Factoring erfolgen, bei dem der Forderungsschuldner vom Forderungsverkäufer vom Vorliegen des Factoring nicht unterrichtet wird.

Im Rahmen des Factoring bieten Factoringgesellschaften die Finanzierungs-, Dienstleistungs- und Delkrederefunktion als Servicefunktionen an, die die Klienten in Anspruch nehmen können, wobei die Kosten für das Factoring umso höher sind, je mehr Funktionen vom Factor übernommen werden.

Durch das Vorliegen der Finanzierungsfunktion im Rahmen des Factoring wird die Liquidität des die Finanzierung beanspruchenden Unternehmens sofort erhöht und es muss nicht abgewartet werden, bis dessen Kunde die Forderung begleicht. Zwar ist das Factoring nicht kostenlos, führt aber zu einer erheblichen Cash-flow Erhöhung des Unternehmens, das das Factoring in Anspruch nimmt, bei gleichzeitiger Verbesserung seiner Bilanzrelationen.

Ein Schwachpunkt dieser Finanzierung als Alternativfinanzierung für kleine und mittelgroße Unternehmen ist zum einen, dass Factoringdienstleister meist nur Unternehmen ab einer bestimmten Umsatzgrenze übernehmen. Zwar sind hier schon seit längerer Zeit Änderungen vorgesehen, aussagekräftige Ergebnisse in Form von neuen Angeboten existieren jedoch nicht.⁸ Zum anderen werden zusätzlich nur Forderungen zum Factoring zugelassen, die eine bestimmte Größenordnung erfüllen. Somit existieren auch bei dieser Alternativfinanzierung Hürden, die es in der Regel für kleine und mittelgroße Unternehmen unmöglich machen, sich Factoring in ausreichendem Maße nutzbar zu machen, wenn überhaupt ein Finanzierungsangebot an kleine oder mittelgroße Unternehmen abgegeben wird.

⁸ Die Allgemeine Kreditversicherung (AK) beabsichtigte, die Mindestumsatzforderung von ursprünglich 5 auf 0,5 Mio. Euro zu senken.

Die Bildung von Forderungspools einer größeren Anzahl von Unternehmen, um die Mindestsumme des Factors zu erreichen, ist auch hier ein Lösungsansatz. Aber auch hier zeigt die Praxis, dass der Factor von seinem Kunden einen gewissen Entwicklungsstand des Accounting bzw. Controlling verlangt. Das Unternehmen, das am Factoring teilnehmen möchte, muss nämlich in der Lage sein, jegliche Zahlen und Daten bezüglich der letzten Jahre und bezogen auf seine Kunden an das factorierende Unternehmen weiter geben zu können. Darüber hinaus wird auch beim Factoring großer Wert darauf gelegt, dass die Struktur und die Strategie des Unternehmens für den Factoringdienstleister transparent sind. Auch bei dieser Alternativfinanzierung wird also Transparenz gefordert, die kleine und mittelgroße Unternehmen nur dann in der Lage sind zu liefern, wenn sie ein professionell, ausgebautes Accounting bzw. Controlling- und Risikosystem vorweisen können.

Eine Weiterentwicklung der Grundidee des Factoring – die hauptsächlich Abstellung der Bonität auf einen Vermögensgegenstand – sind Asset Backed Securities, die darauf abzielen diese Form der Alternativfinanzierung kapitalmarktfähig zu machen.

2.3 Asset Backed Securities (ABS)

Asset Backed-Finanzierungen beschreiben eine Finanzierungsform, bei der die Fremdkapitalbeschaffung durch die Ausgabe von handelbaren Wertpapieren (Securities) erfolgt, die Asset Backed Securities (ABS) genannt werden, da die Zahlungsansprüche dieser Wertpapiere durch Vermögensgegenstände (Assets) abgesichert bzw. gedeckt (Backed) sind. Die den Wertpapieren unterlegten Vermögensgegenstände sind die Forderungsbestände, die mit einem möglichst genau abschätzbaren Cash-flow verbunden sind.

Zum Zwecke der Umwandlung (Verbriefung) von Forderungen in am Kapitalmarkt handelbare Wertpapiere werden eigens für die Durchführung der Transaktion zwei wiederum als Special Purpose Company (SPC) oder Special Purpose Vehicle (SPV) bezeichnete Kapitalgesellschaften gegründet: Eine der beiden Gesellschaften kauft die Forderungen als Portfolio regresslos vom Forderungsverkäufer an (Ankaufsgesellschaft). Die Ankaufsgesellschaft gehört in den Einflussbereich des Forderungsverkäufers und soll – wie die Projektgesellschaft bei der Projektfinanzierung – rechtlich und wirtschaftlich unabhängig vom Forderungsverkäufer konstruiert sein, um das Herauslösen aus der (konsolidierten) Bilanzstruktur des Forderungsverkäufers zu erreichen. Die andere Gesellschaft platziert die im Besitz der Ankaufsgesellschaft befindlichen Wertpapiere am Kapitalmarkt (Refinanzierungsgesellschaft). Die Refinanzierungsgesellschaft gehört in der Regel in den Einflussbereich der die Transaktion begleitenden Bank (Arrangeur) und ermöglicht eine anonyme Refinanzierung, ohne dass Rückschlüsse auf die Ankaufsgesellschaft oder auch den Forderungsverkäufer gezogen werden können.

Neben den originär in den Finanzierungsprozess von Asset Backed-Finanzierungen involvierten Parteien, existieren weitere Parteien, die vor allem der Risikominderung der Transaktion dienen sollen, da die Forderungen unter Ausschluss der Haftung (regresslos) des Forderungsverkäufers von der Ankaufsgesellschaft angekauft werden. Dazu gehören vor allem Ratingagenturen (unabhän-

gige Bonitätsprüfung des Forderungsportfolios), Treuhänder, (Verwaltung von Konten und Sicherheiten) Rechtsanwälte (rechtliche Prüfung der mit der Transaktion verbundenen Verträge) und Wirtschaftsprüfer (Erstellung des Steuerkonzepts für die Transaktion).

Da die finanzielle Ausstattung der Ankauf- und Refinanzierungsgesellschaften im Haftungsfall in der Regel nur minimal sind, verlangen die Investoren neben der Einbeziehung des genannten Personenkreises weitere Sicherheiten, die das Risiko eventuell abweichender Cash-flows aus den der Transaktion zugrunde liegenden Forderungen ausgleichen oder zumindest mindern sollen.

Hierzu zählen beispielsweise die Übersicherung mit Forderungen (es werden an die Ankaufsgesellschaft mehr Forderungen übertragen als angekauft werden), die Besicherung mit Liquiditätsfazilitäten (Barreserven werden als Sicherheit hinterlegt), die Stellung von Garantien (Letter of Credit) durch Dritte oder die Übertragung des Risikos auf spezialisierte Versicherungsgesellschaften.

Die Verbriefung im Rahmen des Verbriefungsprozesses (Securitization) kann am Geldmarkt durch die Emission von Commercial Papers oder am Kapitalmarkt durch die Ausgabe von Anleihen erfolgen.

Unter Commercial Papers werden Inhaberschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren subsumiert. Hierüber können auch kleinere Forderungsvolumina ab 25 Mio. Euro am sogenannten Geldmarkt (kurzfristiger Kapitalmarkt) platziert werden. Aufgrund des kurzfristigen Charakters werden in der Regel revolvingierende Commercial Paper-Programme aufgelegt: In einem vorher festgelegten Rahmen kann die Refinanzierungsgesellschaft über das vereinbarte Gesamtvolumen entsprechende Commercial Papers emittieren. Dieses Limit kann nach Bedarf während der Vertragsdauer durch Begebung von Wertpapieren mit den, den Forderungen zugrunde liegenden Fristen ausgeschöpft werden. Revolvingierenden Charakter erhält ein Commercial Paper-Programm dadurch, dass Wertpapiere, die im Rahmen des Programms fällig werden, bei Einhaltung des Limits grundsätzlich durch die Emission neuer Wertpapiere liquiditätsneutral ersetzt werden können.

Für lang laufende Term-ABS ist in etwa ein Mindestvolumen von ca. 250 Mio. Euro notwendig. Ihr Charakter entspricht denen von Industrieanleihen. Bei mittleren Laufzeiten können auch sogenannte Medium Term Notes (MTN) begeben werden. Während Commercial Papers normalerweise in der Form einer Nullkuponanleihe (Zerobonds) emittiert werden, sind Term-ABS oder auch Medium Term Notes generell ratiertlich verzinsliche Anleihen.

Die Vorteile der Asset Backed-Finanzierungen sind darin zu sehen, dass der Forderungsverkäufer außerhalb der klassischen Kreditfinanzierung durch Banken Zugang zum Kapitalmarkt zur Platzierung größerer Fremdmittel erhält. Asset Backed-Finanzierungen haben gegenüber dem Factoring den Vorteil, dass eine Bonitätsprüfung jedes Forderungsschuldners nicht notwendig ist – gleichzeitig kann ein Forderungsverkauf derart großer Forderungsvolumina in der Regel kostengünstiger über Asset Backed-Finanzierungen vorgenommen werden.

Zielgruppe von Asset Backed-Finanzierungen sind damit auch wieder in erste Linie große oder auch größere Unternehmen, aber nicht kleine und mittelgroße Unternehmen. Um diese Alternativfinanzierung nun auch den kleinen und mit-

telgroßen Unternehmen zugänglich zu machen, haben die deutschen Banken mittlerweile spezielle Programme (Mittelstands-ABS-Angebote) aufgelegt, mit denen Forderungen mehrerer Unternehmen gebündelt werden. Auf diese Weise wird auch solchen Unternehmen der indirekte Zugang zu attraktiven Kapitalmarktkonditionen ermöglicht, die bisher aufgrund zu kleiner Forderungspools und hoher Einmalkosten von der Nutzung ausgeschlossen waren. Auch Asset Backed-Finanzierungen in der Ausgestaltung eines Forderungspools benötigen ein Rating. Allerdings erfolgt das Rating für das involvierte Unternehmen nicht auf Basis seiner Liquidität oder seiner Eigenkapitalausstattungen, sondern bezogen auf den Forderungspool. Sollte die Ausfallwahrscheinlichkeit des Pools gering, Sicherungsmaßnahmen vorhanden sein und er darüber hinaus noch aus vielen homogenen Forderungen bestehen, stehen die Chancen für eine Finanzierung über Asset Backed-Finanzierungen gut.

Auch wenn das Rating nicht primär auf das Unternehmen abgestellt ist, dass die Asset Backed-Finanzierung in Anspruch nehmen möchte, so wird trotzdem eine entsprechende Transparenz bzgl. der Finanzzahlen, der Unternehmensstruktur und der Unternehmensstrategie verlangt. Dementsprechend sollte ein Unternehmen, das Asset Backed-Finanzierungen als realistische Alternativfinanzierung sehen möchte über ein funktionierendes Accounting und Controlling und eine klare Unternehmensstruktur verfügen.

2.4 Projektfinanzierungen

Projektfinanzierungen dienen der langfristigen Finanzierung von zumeist großvolumigen, risikoreichen und rechtlich in einer eigenen Projektgesellschaft separierbaren Projekten, die sich aus den zu erwirtschaftenden Cash-flows des Projekts selbst tragen müssen. Die zu finanzierenden Volumina der Projekte übersteigen im Allgemeinen die finanziellen Möglichkeiten der Initiatoren. Übliche Vorhaben, die im Rahmen einer Projektgesellschaft finanziert werden, sind z. B. Chemieanlagen, Müllentsorgungsanlagen, Kraftwerke, Rohstoffminen/-explorationen, Flughäfen, Staudämme, Brücken, Tunnel, Autobahnen und vieles mehr.

Um die Bilanzrelationen und damit die finanzielle Flexibilität sowie das Verschuldungspotential des Initiators nicht zu verschlechtern, soll die Finanzierung dieser Projekte nicht in der jeweiligen Bilanz der Initiatoren (auch als Sponsoren bezeichnet) erscheinen bzw. darf nicht voll konsolidiert werden. Zu diesem Zweck wird eine spezielle, rechtlich selbständige Projektgesellschaft (auch Special Purpose Company (SPC) oder Special Purpose Vehicle (SPV) genannt) gegründet. Diese Projektgesellschaft – zur Haftungsbegrenzung ist diese in der Regel eine Kapitalgesellschaft – führt das Projekt durch, nimmt die Finanzierung auf und betreibt nach der Fertigstellung auch das operative Geschäft. Die Gesellschafterverhältnisse werden so gewählt, dass die einzelnen Sponsoren jeweils keine Mehrheitsbeteiligung an der Projektgesellschaft halten, sondern lediglich ihren Anteil am Eigenkapital der Projektgesellschaft als Finanzanlage in ihrer Bilanz ausweisen. Neben der Vermeidung einer Mehrheitsbeteiligung an der Projektgesellschaft darf der einzelne Sponsor auch keine leitende Funktion (einheitliche Leitung) ausüben, um nicht ein Konsolidierungserfordernis der Projektfinanzierung auszulösen.

Damit ist erreicht, dass die Projektfinanzierung außerhalb der Bilanz der Sponsoren, also „Off-Balance-Sheet“, strukturiert ist. Inwieweit die Sponsoren zusätzlich zu ihrem Eigenkapitaleinsatz gegebenenfalls darüber hinausgehende Haftung übernehmen müssen, ist von der wirtschaftlichen Tragfähigkeit des Projektes abhängig. Eine Haftungsübernahme der Sponsoren führt in der Konsequenz lediglich zu einem Ausweis einer Eventualverbindlichkeit „unter dem Strich“ in deren Bilanz; der Off-Balance-Sheet-Charakter der Projektfinanzierung bleibt damit davon unberührt.

Die Funktion des Sponsors können neben den Initiatoren auch Abnehmer, Lieferanten, Anlagenbauer, Betreiber, staatliche Stellen (bei Projekten im Landesinteresse) oder supranationale Institutionen (bei internationalen Infrastrukturprojekten) übernehmen.

Die wirtschaftliche Tragfähigkeit einer Projektfinanzierung ist für die (Fremd-) Kapitalgeber hauptsächlich anhand des künftig erzielbaren Cash-flow des Projektes sowie des mit dem Projekt verbundenen Risikos zu beurteilen.

Dazu versuchen die Kapitalgeber den durch die Sponsoren prognostizierten Cash-flow zu plausibilisieren. Dabei sollte der künftig erzielbare Cash-flow des Projektes so hoch sein, dass das Projekt aus sich heraus in der Lage ist, die operativen Kosten, den Kapitaldienst der Projektfinanzierung der Kapitalgeber sowie eine angemessene Eigenkapitalrendite für die Sponsoren zu erwirtschaften. Da man in der Regel nicht auf Erfahrungswerte der Vergangenheit zurückgreifen kann, ist die Cash-flow-Planung einer Projektfinanzierung in der Regel mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Obwohl eine Reihe von Risiken durch risikosichernde Maßnahmen, wie z. B. durch feste Liefer- bzw. Abnahmeverträge, eliminiert werden können, verbleibt dennoch ein Restrisiko bezüglich des Eintretens der erwarteten Cash-flows. Mit Hilfe von Sensitivitätsanalysen durch Variation einzelner Planungsparameter, abgeleitet aus unterschiedlichen Cash-flow-Szenarien, wird versucht, das Risikoprofil des Projektes zu quantifizieren. Im Zuge dieser Szenarioanalysen erhalten die Kapitalgeber Aufschluss darüber, aufgrund welcher Szenarien der geplante Cash-flow nicht mehr ausreicht, um den aus der Projektfinanzierung resultierenden Kapitaldienst zu decken.

Da den Kapitalgebern bei einem nicht ausreichend verfügbaren Cash-flow lediglich die Vermögensgegenstände der Projektgesellschaft als Sicherheiten zur Verfügung stehen, deren realisierbaren Werte im Verwertungsfall deutlich unter ihren Buchwerten liegen dürften, da aufgrund des individuellen Projektcharakters eine Drittverwendung eher unwahrscheinlich ist, spielt die Beurteilung des Risikos des Projektes eine entscheidende Rolle für die Durchführung der Finanzierung. Auf Basis von Vergleichsdaten, Erfahrungswerten, umfangreichen Gutachten und externer Expertise werden zu Beginn der Finanzierungsverhandlungen die projektbezogenen Risiken identifiziert und soweit wie möglich quantifiziert; unter Projektrisiken fallen Marktrisiken (Beschaffungs- und Absatzmarkt), technische bzw. verfahrenstechnische Risiken, Umweltrisiken, politische Risiken sowie die Risiken aus höherer Gewalt.

Anschließend gilt es, die einzelnen identifizierten und quantifizierten Projektrisiken auf die Projektbeteiligten zu verteilen. Im Rahmen dieses sogenannten

„Risk Sharing“-Verfahrens sollen die Risiken weitestgehend auf die Projektbeteiligten verteilt werden, die das jeweilige Risiko sachkundig beurteilen und beeinflussen können, aufgrund ihrer Interessenlage auch übernehmen wollen und über ein entsprechendes Risikoübernahmepotential verfügen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, in welchem Maße sich die Sponsoren an der Übernahme der genannten Projektrisiken beteiligen. Üblicherweise werden drei Arten der Sponsorenhaftung unterschieden:

- Stellen die Kapitalgeber ausschließlich auf den künftigen Cash-flow sowie die Vermögensgegenstände des in sich geschlossenen Projektes ab, spricht man von „Non Resource“, das bedeutet, dass die Sponsoren keine Haftung für eintretende Risiken übernehmen müssen.
- Müssen die Sponsoren allerdings die volle Haftung für die Finanzierung durch die Projektgesellschaft übernehmen, so handelt es sich um das sogenannte „Full Resource“. De facto handelt es sich hierbei nicht um eine Projektfinanzierung, sondern um eine reine Unternehmensfinanzierung; es ist lediglich der Off-Balance-Sheet-Charakter gegeben.
- Die am meisten verbreitete Form der Sponsorenhaftung ist das „Limited Resource“; dabei wird die Haftungsübernahme durch die Sponsoren begrenzt. Grundsätzlich kann die Ausgestaltung der Limitierung der Haftung aufgrund verschiedener Parameter beliebig vorgenommen werden.

Nach Abschluss der Cash-flow- und Risikoanalyse wird die Finanzierungsstruktur der Finanzierung der Projektgesellschaft unter Berücksichtigung diverser Finanzierungsbausteine, wie z. B. Eigenkapital, Mezzanine Finanzierungsinstrumente oder den klassischen Kredit durch den sogenannten Arrangeur (Konsortialführer der Kapitalgeber) entwickelt. Nach einvernehmlicher Zustimmung der Sponsoren zu dem finalen Finanzierungskonzept wird ein sogenanntes Term Sheet verabschiedet, welches die grundsätzlichen Rahmenbedingungen der Finanzierung der Projektgesellschaft beinhaltet und Basis für den späteren Finanzierungsvertrag bildet. Auf Basis des Term Sheet werden die Kapitalgeber eingeladen, den gesamten, in der Regel sehr hohen, Kapitalbetrag vollständig zuzusagen („Underwriting“), so dass die Gesamtfinanzierung schon in einem frühen Stadium für die Sponsoren gesichert ist.

Nach Auszahlung der Kapitalmittel bzw. bei Auszahlung nach Baufortschritt ist es Aufgabe des Arrangeurs, die Mittelverwendung sowie die Einhaltung der im Finanzierungsvertrag vereinbarten Auflagen und Bedingungen zu überwachen. Darüber hinaus koordiniert er den Informationsfluss zwischen der Projektgesellschaft und den beteiligten Kapitalgebern und ist meist für die Verwaltung der Sicherheiten verantwortlich.

Grundsätzlich stellt die Projektfinanzierung ein geeignetes Instrument dar, um isolierbare Projekte zur Abwicklung von Kundenaufträgen auch mit einem kleineren Volumen finanzieren zu lassen. Die Bonität ergibt sich in großem Maße aus dem Projekt bzw. dem Auftraggeber des Projektes, so dass auch kleine und mittelgroße Unternehmen in den Genuss dieser Alternativfinanzierung kommen könnten. Aber auch bei dieser Form der Finanzierung müssen die kleinen und mittelgroßen Unternehmen in der Lage sein, dem Kapitalgeber detaillierte Infor-

mationen über das Projekt zur Verfügung zu stellen und die Finanzaufgaben des Unternehmens offen legen zu können.

2.5 Eigenkapitalfinanzierung

Die Eigenkapitalfinanzierung für kleine und mittelgroße Unternehmen scheitert in der Regel daran, dass kleine und mittelgroße Unternehmen in Deutschland in vielen Fällen in der Rechtsform von Personenhandelsgesellschaften firmieren, um damit verbundene steuerliche Vergünstigungen realisieren zu können. Wie in so vielen Situationen des wirtschaftlichen Lebens bedingt die Inanspruchnahme von Vorteilen häufig auch Nachteile. Hier ist es das Hindernis der Rechtsform für eine adäquate Finanzierung. Denn Personengesellschaften sind für eine Eigenkapitalfinanzierung durch Dritte kaum geeignet. Kapitalgesellschaften bieten in dieser Hinsicht eine Reihe von Vorteilen, aber auch hier schränkt sich die Möglichkeit einer effizienten Finanzierung durch Dritte auf die Rechtsform der Aktiengesellschaft ein.

Für kleine und mittelgroße Unternehmen, die nicht als Aktiengesellschaft firmieren, bleibt zur Finanzierung über den Kapitalmarkt in Form einer Eigenkapitalfinanzierung also nur eine Umwandlung der Rechtsform, Private Equity oder die Suche nach anderen Finanzierungsalternativen, die auch für Unternehmen ihrer Größen- bzw. Rechtsformklassen zugänglich sind.⁹

Die Rechtsformumwandlung ist also für mittelständische Unternehmen ein Ausweg, um dadurch den Zugang zum Kapitalmarkt zu erhalten. Allerdings muss auch bei einer Rechtsformumwandlung sowohl die Tatsache im Auge behalten werden, dass eine solche Umwandlung nicht zwangsweise dazu führt, dass ein Unternehmen über den Kapitalmarkt eine geeignete Finanzierungsform findet, durch die es auch profitieren kann und deren Mindestanforderungen es erfüllt, als auch daran gedacht werden, dass eine Umwandlung einen nicht unerheblichen Aufwand darstellt. Hierbei ist sowohl der zeitliche, als auch der finanzielle Aufwand zu berücksichtigen und zu entscheiden, ob dies dem Unternehmen möglich ist bzw. ob das Unternehmen nach der Umwandlung realistische Chancen sieht, über den Kapitalmarkt eine angemessene Finanzierung zu erhalten. Alternativ versuchen kleine und mittelgroße Unternehmen nach einer Rechtsformumwandlung in eine Kapitalgesellschaft Private Equity als Finanzierungsquelle zu nutzen, auf das im folgenden Kapitel kurz eingegangen werden soll.

2.6 Private Equity Finanzierung

Laut der European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA) wird Private Equity als Oberbegriff für den gesamten Markt des privaten Beteiligungskapitals definiert. Private Equity-Gesellschaften sammeln Kapital von institutionellen und privaten Investoren ein und investieren dieses Fondsvermögen renditeorientiert in aussichtsreiche, nicht an der Börse notierte Unternehmen. Bei dieser Finanzierungsform wird auf eine zeitlich begrenzte Partnerschaft eingegan-

⁹ Vgl. Eisenhardt, Ulrich: Gesellschaftsrecht – Grundrisse des Rechts. 13. Aufl. – München: C. H. Beck Verlag, 2007, S. 150 ff.

gen, bei der sowohl der Kapitalgeber als auch die Beteiligungsgesellschaft Gewinne erwirtschaften. Sinngemäß kann der Begriff Private Equity als „außerbörsliche Finanzierung durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften“ übersetzt werden.¹⁰

Private Equity bietet dem Mittelstand als Alternativfinanzierung große Chancen und vielfältige Möglichkeiten. Vorteilhaft ist diese Finanzierungsform sowohl für den Kapitalgeber von Private Equity als auch für das zu finanzierende Unternehmen. Das finanzierte Unternehmen erhält Liquidität um in zukünftige Projekte, in die Sicherung der Wettbewerbsposition oder auch in die Unternehmensvergrößerung zu investieren. Die hierdurch wachsende Finanzkraft und die steigende Bonität des Unternehmens erhöht nicht nur die unternehmerische Flexibilität, sondern steigert darüber hinaus noch die Möglichkeit sich am Kapitalmarkt mit weiteren Finanzmitteln zu verstärken. Teilweise helfen Private Equity Gesellschaften die Kapitalnehmer noch mit Know-how bzw. dem ihm zur Verfügung stehenden Netzwerk und haben somit ganz besonders auf neue Unternehmen einen stark positiven Einfluss. Kleine und mittelgroße Unternehmen, die in den letzten Jahren durch eine Privat Equity Finanzierung unterstützt wurden, konnten laut Experten ihren Umsatz viermal schneller steigern als der Durchschnitt der Wirtschaft.¹¹

2.7 Mezzanine-Finanzierungen

Eine Mezzanine-Finanzierung ist eine Finanzierungsform, die zwischen Eigen- und Fremdkapital angesiedelt ist und die Charakteristika sowohl von Eigen- als auch Fremdkapital aufweist. Kapitalgeber einer Mezzanine-Finanzierung stellen dem Kapitalnehmer nicht direkt Eigen- oder Fremdkapital zur Verfügung, sondern Kapital mit einem eigenkapitalähnlichen Charakter zu einer erhöhten Verzinsung und/oder auch mit einer möglichen Erfolgsbeteiligung (z. B. Equity-Kicker).

Die Ausgestaltung einer Mezzanine-Finanzierung kann vielfältiger Natur sein, allerdings weisen alle Finanzierungen in diesem Rahmen bestimmte Gemeinsamkeiten auf:

- Einerseits Nachrangigkeit gegenüber den Gläubigern (Fremdkapitalgeber) des Unternehmens.
- Andererseits Vorrangigkeit gegenüber den haftenden Eigenkapitalgebern.
- Zeitliche Befristung der Bereitstellung des Kapitals für einen Zeitraum von ca. 5 bis 10 Jahren.
- Höhere Verzinsung (fix und variabel) für die Kapitalüberlassung im Vergleich zum klassischen Fremdkapital aufgrund der Nachrangigkeit.
- Die Mezzanine-Finanzierung wird in der Regel so ausgestaltet, dass diese Verzinsung sowohl handels- als auch steuerrechtlich für den Kapitalnehmer als Betriebsaufwand ausgewiesen werden kann.

¹⁰ Vgl. Brunotte, Jan: Alternatives Finanzierungsinstrument für den Mittelstand. In: Business-wissen.de [26.02.2008].

¹¹ Vgl. ebd.

Nachrangiges Darlehen

Das *nachrangige Darlehen* (auch als Junior Debt oder Subordinated Debt bezeichnet) ist der klassischen Fremdfinanzierung sehr ähnlich. Die Stellung des Kapitalgebers ist die eines Gläubigers. Damit haftet das nachrangige Darlehen auch nicht im Insolvenzfall für die Verluste des Kapitalnehmers; allerdings ist der Rückzahlungsanspruch aus dem nachrangigen Darlehen für diesen Fall mit einem Nachrang für den Kapitalgeber gegenüber den sonstigen Gläubigern verbunden. Die Verzinsung besteht deshalb üblicherweise neben einem fixen Anteil zusätzlich aus einer gewinnabhängigen Erfolgskomponente.

Bilanziell ist das nachrangige Darlehen beim Kapitalnehmer in der Bilanz als nachrangige Verbindlichkeit zu klassifizieren und entsprechend zu passivieren.

Damit ist die Verzinsung als Betriebsaufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung auszuweisen und steuerlich abzugsfähig. Gleichzeitig wird das nachrangige Darlehen bei der Jahresabschlussanalyse wirtschaftlich aber als Eigenkapital gewertet, so dass die Aufnahme des nachrangigen Darlehens hilft, die Eigenkapitalquote zu verbessern.

Stille Gesellschaft

Die Stille Gesellschaft, die im Handelsgesetzbuch näher geregelt ist, kann entweder in Form einer typisch oder atypisch stillen Beteiligung ausgestaltet sein.

Die *typisch stille Gesellschaft* ist gesetzlich sowohl am Gewinn als auch am Verlust des Kapitalnehmers beteiligt. Zur Abgrenzung gegenüber dem nachrangigen Darlehen muss die Gesamtverzinsung zu einem erheblichen Teil aus einer gewinnabhängigen Komponente (mindestens zu einem Drittel) bestehen.

Die bilanzielle Behandlung hängt im Wesentlichen von der konkreten Ausgestaltung der typisch stillen Beteiligung ab. Folgt der Vertrag der stillen Gesellschaft der gesetzlichen Regelung, so erfolgt ein Ausweis als „Kapital eines stillen Gesellschafters“ direkt nach dem Eigenkapital. Hierzu sollte die Laufzeit der typisch stillen Gesellschaft länger als ein Jahr angelegt sein. Neben der bilanziellen und wirtschaftlichen Klassifizierung als Eigenkapital kann die Verzinsung aber als Betriebsaufwand erfasst werden.

Ist die Verlustbeteiligung vertraglich ausgeschlossen, ist die Beteiligung als Verbindlichkeit auszuweisen; die Verzinsung ist als Betriebsaufwand handels- und steuerrechtlich in der Gewinn- und Verlustrechnung zu berücksichtigen. Wirtschaftlich wird sie ebenfalls als Fremdkapital behandelt. Ist neben dem Ausschluss der Verlustbeteiligung die typisch stille Gesellschaft allerdings mit einem Rangrücktritt ausgestattet, wird eine wirtschaftliche Zuordnung zum Eigenkapital vorgenommen.

Da bei der *atypisch stillen Gesellschaft* der Kapitalgeber sowohl am Gewinn und Verlust als auch an den stillen Reserven des Kapitalnehmers beteiligt ist, wird der Kapitalgeber als Mitunternehmer angesehen. Dadurch wird das Kapital bilanziell und wirtschaftlich als Eigenkapital eingeordnet und auch die Verzinsung kann nicht als Betriebsaufwand geltend gemacht werden, sondern ist wie die erfolgsabhängige Verzinsung von Eigenkapital zu behandeln.

Genuss-Scheine

Auf der einen Seite ist der Kapitalgeber im Rahmen eines *Genuss-Scheines* rechtlich gesehen ein Gläubiger des Kapitalnehmers. Die dem Kapitalnehmer zur Verfügung gestellten Geldbeträge stellen damit in dessen Bilanz Fremdkapital dar. Auf der anderen Seite sind die eingezahlten Beträge wirtschaftlich gesehen jedoch Eigenkapital, denn der Genuss-Scheininhaber haftet auch für die Verluste der Gesellschaft.

Genuss-Scheine sind Vermögensrechte, die jedoch keine Stimmrechte verbrieften. Die Verzinsung erfolgt zum Teil durch eine feste Verzinsung mittels einer Mindestdividende zuzüglich einer möglichen variablen Verzinsung als erfolgsabhängige Vergütung. Aufgrund des Charakters der Genuss-Scheine als Mezzanine Finanzierung ist die Verzinsung steuerlich als Betriebsaufwand zu behandeln.

Die Anerkennung als Mezzanine Finanzierung hängt im Endeffekt von den im frei ausgestaltbaren Emissionsprospekt enthaltenen Bedingungen ab. Für den Fremdkapitalcharakter ist z. B. die fehlende Beteiligung am Liquidationserlös der Gesellschaft notwendig. Zur Anerkennung als wirtschaftliches Eigenkapital darf z. B. keine Rückzahlung des Finanzierungsbetrages an die Genuss-Scheininhaber erfolgen.

Gewinnschuldverschreibungen

Der Käufer einer *Gewinnschuldverschreibung* ist Fremdkapitalgeber der Gesellschaft. Er hat einen festen Verzinsungsanspruch und ist zusätzlich mit einem bestimmten Betrag am Gewinn beteiligt. Diese Gewinnbeteiligung ist häufig abhängig von der Höhe der an die Stammaktionäre ausgeschütteten Dividende. Den Obligationären bieten sich damit zusätzliche Ertragschancen, denen in der Regel allerdings ein niedrigerer nominaler Zins als bei Industrienanleihen gegenübersteht.

Gewinnschuldverschreibungen sind wie bei jeder Fremdkapitalvergabe auch ohne Stimmrechte ausgestattet und es existiert ein fester Rückzahlungszeitpunkt. Zwar stellt die fixe und variable Verzinsung der Gewinnschuldverschreibungen einen Betriebsaufwand sowohl in der Gewinn- und Verlustrechnung des Handels- als auch des Steuerrechts dar. Allerdings zählt auch dieses Kapital wirtschaftlich gesehen zum Eigenkapital.

Hybride Mezzanine-Finanzierungen

Hybride Mezzanine-Finanzierungen sind mehrstufig angelegt und treten in Form von *Wandelschuldverschreibungen* am Markt auf. Für sie gelten die oben dargestellten Merkmale der Mezzanine Finanzierungen nicht, da sie Mischfinanzierungen sind, die es den Kapitalgebern ermöglichen, entweder zeitlich nacheinander oder parallel sowohl die Stellung eines Fremd- und/oder Eigenkapitalgebers einzunehmen.

Wandelschuldverschreibungen verbrieften dem Inhaber neben den Rechten aus einer Anleihe ein Umtauschrecht in Aktien oder ein Bezugsrecht auf Aktien.

Der Vorteil von Wandelschuldverschreibungen liegt darin begründet, dass die Fremdkapitalbeschaffung zu günstigeren Konditionen als gewöhnlich üblich ist. Die Verzinsung einer Wandelschuldverschreibung liegt in der Regel 3–5 % unter

den Zinskonditionen für Industrieanleihen. Die Erwerber sind nämlich bereit, eine niedrigere Verzinsung in Kauf zu nehmen, um dafür die Chance zu erhalten, bei einem steigenden Kursverlauf die zugrundeliegenden Aktien des Unternehmens zu günstigen Bezugsbedingungen zu erwerben.

Auch die Inanspruchnahme von Mezzanine-Finanzierung verlangt sowohl nach Transparenz, als auch nach Zuverlässigkeit des Unternehmens. Die Kommunikation von unternehmensinternen Zahlen, die Möglichkeit für die Kapitalgeber, die Strukturen und die Vorhaben des Unternehmens einsehen zu können und die klare Informationspolitik in dem Unternehmen sind somit auch bei dieser Finanzierungsmöglichkeit nicht zu umgehen.

3. Finanzierung und Corporate Governance: Anforderungen an das Accounting

Die in der Vergangenheit aufgetretenen Unternehmenskrisen und Bilanzskandale, die zu Beginn des 21. Jahrhunderts das Vertrauen vieler Anteilseigner von Unternehmen zerstört haben, führten zu einem weltweiten Umdenken der bestehenden Überwachungs- und Kontrollstrukturen in den Unternehmen. Als Gründe für diese Vertrauenskrise werden vielfache Ursachen genannt; diese reichen von der Kritik an falschen Anreizsystemen für das Management, versagende Interne Kontrollsysteme, mangelnde Aufsicht durch Aufsichtsräte bis hin zur Kritik am Berufsstand der Wirtschaftsprüfer. All diese Punkte sind seit einiger Zeit Bestandteile des Deutschen Corporate Governance Kodex, der u. a. dazu dienen soll, das verloren gegangene Vertrauen der in den Kapitalmarkt bzw. die Unternehmen in Deutschland zurückzugewinnen.¹²

Eine der wichtigsten Voraussetzungen zur Aufarbeitung dieser Kritikpunkte ist die Existenz eines funktionierenden Accountings. Dementsprechend ist es für Unternehmen, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren möchten von immens hoher Bedeutung diese grundlegenden Punkte der Corporate Governance zu erfüllen. Denn nur durch ein transparentes Accounting, so sehen es auch die Gründer des Deutschen Corporate Governance Kodex, gibt es eine Chance dieses verspielte Vertrauen wieder zurückzugewinnen und den auf fehlender Transparenz und dadurch mangelnder Kontrolle basierenden Gefahren entgegenwirken zu können.

Um als kleines und mittelgroßes Unternehmen in die Lage zu sein, eine Alternativfinanzierung über den Kapitalmarkt zu erhalten, muss ein Unternehmen zunächst dafür sorgen, dass ein adäquates Management-Informationssystem eingeführt wird. Das Accounting bildet dabei das Fundament für eine gute Corporate Governance. Die Dokumentation von vergangenheitsbezogenen Daten, anhand derer die Situation und die Entwicklung des Unternehmens transparent dargelegt werden kann (Bilanzen, GuV, Kapitalbedarfsrechnung etc.), ist aber nur der Anfang für eine auf die Bedürfnisse des Kapitalmarktes zugeschnittene Informa-

¹² Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: Deutscher Corporate Governance Kodex. In der Fassung vom 14.06.2007. S. 2–4.

tionspolitik. Darauf aufbauend müssen zusätzliche Informationen über die zukünftige, geplante Entwicklung des Unternehmens sowie daraus ableitbare Produkt- oder Projektkalkulationen, Cash-flow-Projektionen, Profit-Center-Rechnungen etc. bereit gestellt werden. Alles dies sind wichtige Bausteine für eine transparente Rechnungslegung, um die Standards des Kapitalmarktes in Form des Deutschen Corporate Governance Kodex erfüllen zu können.¹³

Auch für das nicht nur aus Sicht von Basel II wichtig gewordene Rating ist das Accounting von hoher Bedeutung. Nicht nur für den klassischen Bankkredit, sondern gerade auch für alle Alternativfinanzierungen, die über den Kapitalmarkt abgewickelt werden, spielt das Rating eine nicht zu unterschätzende Rolle – die in den nächsten Jahren eher an Bedeutung gewinnen wird.

Denn bei der Vergabe von Finanzierungsmöglichkeiten setzen die finanzierenden Unternehmen bzw. die Finanzmittelgeber auf die Einschätzung der zu finanzierenden Unternehmen auf Basis von Ratings. Diese basieren sowohl auf qualitativen als auch auf quantitativen Faktoren. Die qualitativen Faktoren stellen die zukunftsorientierten und stark interpretationsabhängigen Gesichtspunkte dar, auf die hier nicht näher eingegangen werden soll, wobei die quantitativen diejenigen sind, deren Fundament durch Accounting gebildet wird. Die quantitativen Faktoren zeigen dementsprechend die aus dem Accounting gewonnenen wichtigen Zahlen und Daten der Unternehmensvergangenheit und stellen somit eine sehr aussagekräftige Größe bei Untersuchung eines Unternehmens dar.

Bei einem Rating werden Unternehmen u. a. auf die Stimmigkeit und die Aussagekraft ihrer Zahlen hin bewertet. Diese können natürlich nur dann zu einem bewertbaren Ergebnis beitragen, wenn durch zuverlässiges Accounting und strukturiertes Controlling eine dementsprechend starke Basis gelegt wurde. Hierbei gilt es, die Zahlen eines Unternehmens auch für Dritte verständlich darzustellen und zu zeigen, dass das Unternehmen in der Vergangenheit durch seine Zahlen überzeugen konnte. Aus diesen Zahlen kann sich das ratende Unternehmen dann ein Bild darüber machen, wie zuverlässig das Unternehmen in der Vergangenheit war bzw. wie überlebensfähig das in der Zukunft zu sein scheint. Denn es werden auch Punkte wie eine Budgetplanung betrachtet, die mit den vergangenheitsbezogenen Daten des Accounting übereinstimmen bzw. von den vergangenheitsbezogenen Daten ableitbar sein müssen.

Dabei ist das Rating die durch Symbole einer ordinalen Skala ausgedrückte Meinung einer auf Bonitätsanalysen spezialisierten Rating-Agentur oder eines Kreditinstituts über die wirtschaftliche Fähigkeit, rechtliche Bindung und Willigkeit eines Bewertungsobjektes zu verstehen, eingegangene Zahlungsverprechen stets vollständig und rechtzeitig zu erfüllen.

Rating stellt somit eine Leistungsbeurteilung dar, deren Beurteilungskriterien die folgenden Eigenschaften aufweisen sollten:

- objektiv
- nachvollziehbar

13 Vgl. Lück, Wolfgang et al: Wichtige und Aktuelle Themen der Internen Revision – eine empirische Umfrage. In: Zeitschrift Interne Revision 2004, S. 56–58.

- standardisiert
- verdichtet
- skalierbar

Durch die Merkmale der Objektivität und Nachvollziehbarkeit soll sichergestellt werden, dass die Beurteilungskriterien klar definiert, transparent, sachgerecht und stetig ermittelt werden. Die Standardisierung soll gewährleisten, dass die das Rating durchführende Institutionen einheitliche Verfahren wählen, um Vergleiche zu ermöglichen. Mit Hilfe der Verdichtung gehen in das Rating viele Einzelinformationen mit einer definierten Gewichtung ein, die in einer Kennziffer wiedergegeben werden können. Und die Skalierbarkeit lässt eine ordinale Unterscheidung der Bonitätsstufen des Rating zu.

Das Rating ist für die Kapitalgeber ein wichtiges Instrument, um den Preis für Eigen- oder Fremdkapital marktkonform bestimmen zu können: Fällt die Bonität – gemessen durch das Rating – so aus, dass die Wahrscheinlichkeit gering ist, dass es bei der Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen zu Schwierigkeiten kommt, ist die von den Kapitalgebern für das zur Verfügung gestellte Kapital geforderte Verzinsung niedrig. Kapitalnehmer mit einer schlechten Bonität müssen dagegen eine um einen Risikozuschlag höhere Verzinsung zahlen als "gute Adressen".

Die „treffsichere“ Bonitätsbeurteilung hängt bei allen Ratingsystemen von den Ratingkriterien ab, die in die Bewertung eingehen. Es existiert keine Beschränkung von Ratingkriterien, jedoch müssen diese nach Basel II über genau bezeichnete Ratingdefinitionen, Prozesse und Kriterien für die Zuordnung zu den einzelnen Risikoklassen eines Ratingsystems verfügen. Aufgrund dieser offenen Definition und der Tatsache, dass die Gliederungsmöglichkeiten praktisch unbegrenzt sind, hat sich bis heute keine einheitliche, anerkannte Systematisierung durchgesetzt.

Grundsätzlich lassen sich die Ratingkriterien jedoch in qualitative (weiche) und quantitative (harte) Kriterien unterteilt werden. Die qualitativen Ratingkriterien beschreiben die gegenwärtige und zukünftige Situation des Bewertungsobjektes, wohingegen die quantitativen Kriterien die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes durch Kenn- und Wertgrößen abbilden.

Das Accounting ist genauso wie ein effizientes Controlling- und Risikomanagementsystem eine wichtige Basis für die Durchführung eines Rating, dessen Ergebnis häufig über das Wohl und Wehe der Kapitalmarktfinanzierung entscheidet. Zwar stellt die Einführung eines aussagekräftigen Accounting bzw. Controlling für die kleinen und mittelgroßen Unternehmen zunächst einen gewissen Aufwand dar. Der damit verbundene Aufwand ist allerdings als nichts anderes zu sehen als das Eintrittsgeld für den Kapitalmarkt, auf dem man bauen muss, wenn man nicht vom klassischen Bankkredit abhängig werden will.

Doch auch wenn man sich als kleines oder mittelgroßes Unternehmen für den Schritt entscheidet, das Accounting zu professionalisieren, stellt sich die Frage, ob dies mit einem entsprechenden Aufbau eines Controllingsystems auf Daten der HGB-Bilanzierung ausreichend ist. Denn viele der neuen Finanzierungsinstrumente des Kapitalmarktes fordern eine Rechnungslegung nach IFRS. Da aber gerade kleine und mittelgroße Unternehmen mit einem Abschluss nach IFRS Neu-

land betreten, ist hier schnellstens nach Lösungsmöglichkeiten zu suchen, um gerade diesen Unternehmen nicht den Zugang zum Kapitalmarkt zu verwehren.

Doch gerade aktuell scheint sich die Problematik aufzulösen, da der Gesetzgeber bestrebt ist, das HGB an die Vorschriften der internationalen Rechnungslegung nach IFRS anzugleichen. Einen entscheidenden Schritt dazu wird das voraussichtlich im November in Kraft tretende Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) leisten.

Mit dem BilMoG soll für Unternehmen in Deutschland u. a. eine zeitgemäße Bilanzierungsgrundlage geschaffen werden, die eine Angleichung an die internationalen Grundsätze der Rechnungslegung ermöglicht, dabei jedoch leichter handhabbarer als IFRS und damit auch kostengünstiger in der Umsetzung sein soll. Die Angleichung der deutschen Rechnungslegungsstandards an die internationale Rechnungslegung bietet deutschen kleinen und mittelgroßen Unternehmen den eindeutigen Vorteil, dass es internationalen Kapitalgebern leichter fällt, sich ein Bild vom zu finanzierenden Unternehmen zu machen, da den weltweit agierenden Kapitalgebern die Regelungen nach IFRS bekannt sind, aber die nach HGB noch immer weitgehend unbekannt bzw. auch unverständlich.

Führt also ein kleines oder mittelgroßes Unternehmen ein aussagekräftiges und transparentes Accounting nach IFRS oder einem modernisierten HGB nach BilMoG ein, erhöht es seine Chancen auf eine Alternativfinanzierung über den Kapitalmarkt. Werden dann noch weitere Controlling- und Risikomanagementinstrumente implementiert, bestehen bei entsprechender Bonität realistische Chancen auf die Nutzung des vielfältigen Finanzierungsangebotes des Kapitalmarktes. Die somit gestiegenen Chancen auf eine Finanzierung durch den Kapitalmarkt können für das weitere Bestehen der Unternehmensexistenz von grundlegender Bedeutung sein.

4. Ergebnis

Die zuvor erläuterten Veränderungen in der Entwicklung der kleinen und mittelgroßen Unternehmen wird die Reduzierung von Finanzierungshemmnissen und die notwendige Distanzierung von der bisher starken Ausrichtung der Finanzierung des Mittelstandes über klassische Bankkredite weiter verstärken. Denn es sind gerade die kleinen und mittelgroßen Unternehmen, die immer mehr versuchen, ihre Refinanzierungsstruktur aufgeschlossener und moderner zu strukturieren. Durch eine veränderte Finanzierungsstruktur, die Aufgeschlossenheit gegenüber innovativen kapitalmarktbezogenen Finanzierungsformen und durch eine größere Transparenz gegenüber Kapitalgebern sowie ein angemessenes Accounting innerhalb der Unternehmen werden die eigenen Wachstumschancen erhöht und damit die Wettbewerbsfähigkeit verbessert.

Darüber hinaus hat auch die Verteuerung der Bankkredite insbesondere für kleine und mittelgroße Unternehmen zur Eröffnung eines neuen Marktes für alternative Finanzierungsmöglichkeiten beigetragen, durch den die Unternehmen deutliche Vorteile erlangen können. Gleichwohl muss jedes dieser Unternehmen die für sich passende Finanzierungsalternative finden. Auch hier wird bei der Ent-

scheidung nach bestimmten Kriterien vorgegangen bzw. auf gewisse Strategien gesetzt, da die Zukunft des Unternehmens von dieser abhängt.

Bei der Auswahl der richtigen Finanzierungsalternative muss auf Gesichtspunkte, wie die Erhöhung der Eigenkapitalquote, die Verkürzung der Bilanz oder die Verbesserung der Liquidität geachtet werden. Ferner stellen die Kosten der jeweiligen Finanzierungsalternativen einen wichtigen Faktor dar, die sehr häufig durch transparentes Accounting gesenkt werden können.

Eine Zeit war zu beobachten, dass bei vielen kleinen und mittelgroßen Unternehmen die Gesamtkapitalkosten für die Aufnahme von Kapital angestiegen waren, da Kredite verwehrt wurden und die damaligen vorhandenen Finanzierungsalternativen im Schnitt teurer waren, als die zu dieser Zeit geltenden Kosten für eine Fremdkapitalaufnahme bei der Bank. Dies war jedoch nicht nur auf die bis dato noch sehr eingeschränkten Möglichkeiten der Alternativfinanzierung, sondern ganz besonders auch auf die fehlende Transparenz und adäquate Rechnungslegung der kleinen und mittelgroßen Unternehmen zurückzuführen. Da die Wirtschaft jedoch ein sich weiter entwickelndes und wachsendes Konstrukt darstellt und bereits ein Teil der betroffenen Unternehmen auf diese Entwicklung reagiert hat, hat sich bis heute bereits ein größerer Markt für alternative Finanzierungsformen, auch für kleine und mittelgroße Unternehmen entwickelt. Dieses Wachstum wird aktuellen Prognosen zur Folge zukünftig in Deutschland weiter stark anziehen. Dementsprechend könnte ein Wettbewerb entstehen, der auch kleinen und mittelgroßen Unternehmen einen besseren Zugang zum Kapitalmarkt gewähren würde. Zwar wächst dieser Markt bereits schneller als erwartet, und eine Sättigung ist allerdings noch lange nicht in Sicht.

Betrachtet man den Markt für alternative Finanzierungen aus Sicht des Lebenszyklus eines Produktes bzw. einer Dienstleistung, so wird deutlich, dass sich dieser Markt momentan noch in der Wachstumsphase befindet. Die Reife- und Sättigungsphasen stehen somit noch bevor. Für kleine und mittelgroße Unternehmen bedeutet dies, dass die Kosten für die Finanzierung des Unternehmens angestiegen sind. Dies stellt aber eine vollkommen legitime Phase der Marktentwicklung dar. Bei neu eingeführten Produkten bzw. Dienstleistungen sind die Preise zu Beginn jeweils hoch und sinken mit steigender Anzahl an Anbietern bzw. durch die Einführung von Substitutionsprodukten. Sobald eine Möglichkeit erkannt wird, die noch freiliegenden Margen des Marktes durch Substitutionsprodukte zu verdienen, wird diese genutzt werden und es werden sich mehr und mehr Anbieter und gegebenenfalls auch noch weitere Finanzierungsmöglichkeiten finden, die in den Markt eintreten.

Übertragen auf Finanzierungsformen hat dies zur Folge, dass im Verlauf der Wachstumsphase sowohl durch mehr Anbieter, die in den Markt eintreten werden, als auch durch Substitutionsprodukte, mithin innovative bzw. neue Finanzierungsformen, eine breitere Angebotspalette geboten werden wird. Die bisher angestiegenen Kosten für die Unternehmensfinanzierung werden dann auf lange Sicht, beruhend auf neuen Finanzierungsformen, die Weiterentwicklung des Accountings innerhalb der Unternehmen und der Preissenkung bereits bestehender Finanzierungsalternativen, welche auf einem höheren Wettbewerb basieren, wieder sinken. Auf dieser Entwicklung aufbauend wird die Kapitalstruktur eines

durchschnittlichen Unternehmens eine Veränderung erfahren, nämlich eine höhere Heterogenität der Finanzierungsformen. Darüber hinaus wird die positive Auswirkung einiger Finanzierungsformen¹⁴ auf die Eigenkapitalquote die Kapitalkosten weiter sinken lassen.

Auch empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass für das Unternehmenswachstum die Vielfalt und die Qualität der genutzten Finanzierungsformen von hoher Bedeutung sind. So wurde bei einer von Ernst & Young erhobenen Studie bezüglich Unternehmen mit Jahresumsätzen zwischen 10 und 100 Mio. Euro festgestellt, dass diejenigen Unternehmen, die eine diversifizierte Finanzierungsstruktur aufweisen konnten durchschnittlich ein stärkeres Umsatzwachstum aufweisen als solche, die sich lediglich mit der gewöhnlichen Finanzierungsform (Finanzierung über Bank- bzw. Lieferantenkredit) eine Basis schaffen. Die Untersuchung stellt als eine der Folgerungen dieser Forschung dar, dass eine Diversifikation der Finanzierungsformen und die damit einhergehende Risikoteilung bei den Kapitalgebern die Nutzung von Wachstumschancen erleichtert.¹⁵

Die bisherige Formel „Unternehmensfinanzierung im Mittelstand = Kredit“ entspricht also nicht mehr dem heutigen Standard und den heutigen Möglichkeiten. Insbesondere in Zeiten der restriktiven Kreditvergabe seitens der Banken lohnt sich auch in puncto Unternehmensfinanzierung des „Out-of-the-Box-Thinking“ nach Alternativfinanzierungen. Mit Blick auf den stetig wachsenden Kapitalbedarf von Unternehmen, insbesondere aufgrund des zunehmenden globalen Wettbewerbs, der Verknappung und der Verteuerung der Bankkredite und zahlreicher ungeklärter Unternehmensnachfolgen, bieten Finanzierungsformen wie Private Equity, Factoring oder ABS große Chancen.

Den Weg dort hin kann sich jedes kleine oder mittelgroße Unternehmen eigenständig ebnen. Der Schlüssel zu den Kapitalmärkten setzt sich dabei aus zwei Grundbausteinen zusammen. Diese sind ein transparentes und gut funktionierendes Accounting und die Orientierung an den Grundsätzen des Deutschen Corporate Governance Kodex. Auch wenn zwischen diesen beiden Punkten eine nicht zu vernachlässigende Interdependenz besteht, gilt es die Grundsätze des Deutschen Corporate Governance Kodex einerseits und die Wichtigkeit des Themas Accounting separat zu betrachten. Einem Unternehmen, das zuverlässig seine Zahlen kommunizieren und sich nach außen transparent und zuverlässig präsentieren kann, ist der Zugang zu Alternativfinanzierungen über den Kapitalmarkt bereits heute schon möglich, auch wenn es sich dabei um ein kleines oder mittelgroßes Unternehmen handelt. Dementsprechend kann man nur jedem kleinen und mittelgroßen Unternehmen raten, sich schon heute eine Basis für die Finanzierung des Unternehmens an den internationalen Kapitalmärkten zu schaffen.

14 Etwa durch die Mezzanine-Finanzierung.

15 Vgl. Sandvoß, Rolf: Der Wandel im deutschen Finanzsystem – Chance für die Mittelstandsfinanzierung. In: *Wirtschaft & Märkte* 06/2007, S. 30 f.

Literatur

- Brockmann, Malte; Hommel, Ulrich: Golden Gate oder Tacoma Narrows? Mezzanine-Kapital als Finanzierungsbrücke zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt. In: Kreditwesen Nr. 19 (2006), S. 23–25.
- Brost, Heike; Dahmen, Andreas; Lippmann, Ingo: Corporate Banking – Zukunftsorientierte Strategien im Firmenkundengeschäft. 5. Aufl. – Frankfurt am Main: Bankakademie Verlag GmbH, 2006.
- Brunotte, Jan: Alternatives Finanzierungsinstrument für den Mittelstand. 15. 4. 2008. <http://www.business-wissen.de/finanzen/finanzierung/fachartikel/private-equity-alternatives-finanzierungsinstrument-fuer-den-mittelstand.html> [26. 2. 2008].
- Creutzburg, Dietrich: Banken sollen Hedge-Fonds drosseln. In: Handelsblatt Nr. 68 (2007), S. 21.
- DSGV (Hrsg.): Deutscher Mittelstand auf der Überholspur – Starke Partnerschaft von Mittelstand und Hausbank. In: Diagnose Mittelstand 2007.
- DSGV (Hrsg.): Reformen jetzt! – Für nachhaltige Dynamik in Deutschland. In: Diagnose Mittelstand, 2004.
- Eisenhardt, Ulrich: Gesellschaftsrecht – Grundrisse des Rechts. 13. Aufl. – München: C. H. Beck Verlag, 2007.
- Handelsblatt: Unternehmen droht Kreditklemme – Krise an den Finanzmärkten verteuert Finanzierung – Creditreform befürchtet steigende Zahl von Insolvenzen. In: Handelsblatt Nr. 160 (2007), Frankfurt/Düsseldorf, S. 2.
- Kobabe, Rolf; Werner Horst: Finanzierung. Stuttgart: Schäfer Poeschel Verlag, 2007.
- Lehner, Michael: Alternative Finanzierung legt auch 2006 weiter zu [online]. 22. 2. 2007. <http://www.kapital-mittelstand.de/content/view/41/35/> [13. 8. 2007].
- Ley, Dirk: Qual der Wahl – Unternehmen müssen sich auf kapitalmarktorientierte Finanzierung einstellen. In: FAZ Nr. 207 (2006), S. B4.
- Lück, Wolfgang: Stichwort „Internal Control System“. In: Lexikon der Internen Revision. Hrsg. Wolfgang Lück. München und Wien 2001.
- Lück, Wolfgang: Die Zukunft der Internen Revision. Entwicklungstendenzen der unternehmensinternen Überwachung. Band 1 des IIR-Forum. Hrsg. Deutsches Institut für Interne Revision e.V. (IIR). Berlin 2000.
- Lück, Wolfgang et al: Wichtige und Aktuelle Themen der Internen Revision – eine empirische Umfrage. In: Zeitschrift Interne Revision 2004, S. 56–58.
- Lück, Wolfgang: Stichwort „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)“. In: Risikomanagementsystem und Überwachungssystem. KonTraG: Anforderungen und Umsetzung in der betrieblichen Praxis. Band 5 der Schriftenreihe des Universitäts-Forums für Rechnungslegung, Steuern und Prüfung. Hrsg. Wolfgang Lück. 2. Aufl. München 2001.
- Lück, Wolfgang; Makowski, Andreas: Internal control – COSCO-Report; Guidance on Criteria of Control; Internal Financial Control. In: Wirtschaftsprüferkammer-Mitteilungen 1996.
- Rapciak, Thomas: Eigenkapital für den Mittelstand [online]. 7. 9. 2005. <http://www.foerderland.de/755+M5a679426361.98.html> [14. 8. 2007].
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: Deutscher Corporate Governance Kodex. In der Fassung vom 14. 6. 2007.
- Rudolph, Bernd: Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt. Tübingen: Mohr Siebeck, 2006.
- Sandvoß, Rolf: Der Wandel im deutschen Finanzsystem – Chance für die Mittelstandsfinanzierung. In: Wirtschaft & Märkte 06/2007.
- Schäfer, Waldemar: Finanzplanung wird zur strategischen Aufgabe. In: Handelsblatt Nr. 50 (2003), S. B05 ff.
- Schewe, Gerhard: Unternehmensverfassung – Corporate Governance im Spannungsfeld von Leitung, Kontrolle und Interessenvertretung. Heidelberg: Springer-Verlag 2005.
- Suyter, Alexander: Risikomanagement. Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag, 2004.

Wettbewerbsfähigkeit steigern – Werte schaffen

Der Konkurrenzdruck auf den internationalen und nationalen Märkten nimmt stetig zu. Um dauerhaft zu bestehen, müssen Unternehmen in allen Bereichen flexibel agieren und sich neuen Entwicklungen stellen.

Dieses Buch von Michael Henke und Hilmar Siebert beleuchtet Optimierungspotenziale in den Funktionen

Accounting, Auditing und Management.

Sie erfahren unter anderem, wie Sie

- ein effektives Supply Risk Management einführen und Risiken der Unternehmensleitung überwachen,
- die Richtlinien des COSO ERM in der Internen Revision effizient umsetzen,
- durch alternative Finanzierungsmöglichkeiten Fremdkapitalkosten senken,
- mit gezieltem Recruiting den kommenden Fachkräftemangel in der Logistik bewältigen und
- mit unterschiedlichen Bewertungsmethoden immaterielle Vermögensgegenstände bewerten.

Entdecken Sie vielfältige Chancen, um erfolgreich **dem wachsenden Marktdruck standzuhalten!**



9 783503 110483 € (D) 44,00