

C. Innenfinanzierung

Das lernen Sie in diesem Abschnitt

- Warum stellt der Operative Cashflow die Grundlage der Innenfinanzierung dar?
- Welche quantitative Bedeutung hat die Innenfinanzierung für deutsche Unternehmungen?
- Wie wirken sich Abschreibungsgegenwerte auf die Finanzmittel einer Unternehmung aus? Welche Folgen treten auf, wenn die bilanziellen Abschreibungen den tatsächlichen Werteverzehr überschreiten?
- Wie kann eine Unternehmung ihren Kapitalstock über Abschreibungsgegenwerte erneuern oder gar erweitern?
- Was sind stille Reserven, wie werden sie gebildet und welche Finanzierungswirkungen haben sie?
- Welche Vor- und Nachteile haben die stille und die offene Selbstfinanzierung?
- Was sind die wesentlichen Bestimmungen zur Besteuerung von Kapitalgesellschaften?
- Wie wirkt sich die Bildung von Rückstellungen auf den Operativen und Gesamten Cashflow aus? Welche quantitative Bedeutung haben dabei insbesondere Pensionsrückstellungen?
- Was sind Pensionszusagen? Wie wirken sich Pensionsrückstellungen in der Bildungsphase und in der Auflösungsphase auf die Finanzmittel einer Unternehmung aus? Welches Szenario unterstellen wir dabei?
- Wie wird die Höhe von Pensionsrückstellungen berechnet?
- Warum finanzieren größtenteils der Staat und die Eigenkapitalgeber die von Unternehmungen gemachten Pensionszusagen?
- Was sind die Risiken von Pensionszusagen aus Sicht der Unternehmung?
- Welche alternativen Durchführungswege der betrieblichen Altersvorsorge gibt es in Deutschland? Welche Vor- und Nachteile haben sie?

12 Überblick

In A.3.6 hatten wir gezeigt, dass sich die Finanzmittel einer Unternehmung nach ihrer Herkunft unterscheiden lassen. Werden Finanzmittel von Dritten außerhalb der Unternehmung zur Verfügung gestellt, handelt es sich um eine Außenfinanzierung mit den Bestandteilen Neukreditaufnahme und Eigenkapitalerhöhung.

$$\text{Außenfinanzierung} = \text{Neukreditaufnahme} + \text{EK-Erhöhung}$$

Werden die Finanzmittel hingegen innerhalb der Unternehmung selbst generiert, spricht man von einer Innenfinanzierung.

$$\text{Innenfinanzierung} = \text{Thesaurierter Gewinn} + \text{AFA} + \Delta\text{RST} + \text{Desinvestitionen} (- \Delta\text{WC})$$

Die Finanzmittel stammen dabei entweder aus dem betrieblichen Umsatzprozess in Form von Abschreibungsgegenwerten, der Zuführung zu Rückstellungen, aus Desinvestitionen oder aus thesaurierten Gewinnen. Bei dieser Darstellung wird der Jahresüberschuss (= Finanzmittelherkunft) bereits mit der Gewinnausschüttung (= Finanzmittelverwendung) zur Größe „thesaurierter Gewinn“ verdichtet.

Wie bereits erwähnt, wird das Working Capital üblicherweise unter Finanzmittelverwendung erfasst. Sollte die Größe ΔWC aber negativ sein und sich damit das Umlaufvermögen reduzieren, dann stellt es analog zur Desinvestition eine Finanzierungsquelle dar und wird Bestandteil der Innenfinanzierung.

Die drei Komponenten thesaurierter Gewinn, AFA und die Zuführungen zu den Rückstellungen (ΔRST) erfassen die Innenfinanzierung über den betrieblichen Umsatzprozess, während der Verkauf von Teilen des Anlage- und Umlaufvermögens den Finanzierungseffekt aus „Vermögensumschichtung“ erfasst. Der Begriff erklärt sich dadurch, weil die Aktiva Umlauf- und Anlagevermögen sinken und das Aktivum Cashbestand steigt, somit Aktiva „umgeschichtet“ werden.

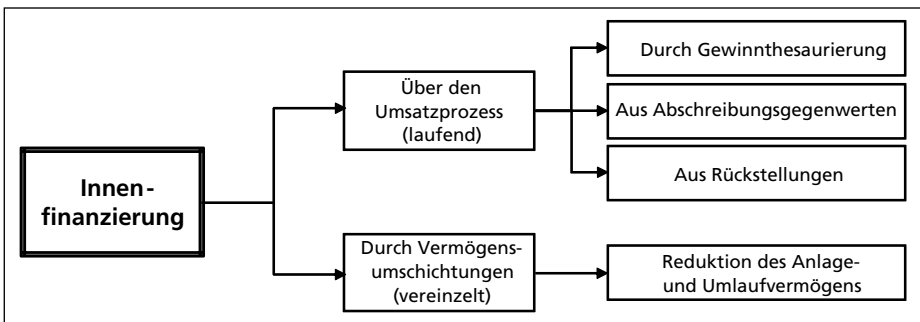


Abbildung C.1: Quellen der Innenfinanzierung

Innenfinanzierung über den betrieblichen Umsatzprozess

Ausgangspunkt für die Innenfinanzierung über den Umsatzprozess ist der Verkauf von Waren und Dienstleistungen. Dadurch fließen der Unternehmung teilweise Finanzmittel zu, auf die kein Stakeholder einen unmittelbaren Anspruch erhebt und die deshalb innerhalb der Unternehmung verbleiben. Betrachten wir hierzu das folgende Beispiel.

SOLL			HABEN		
Auszahlung = 880	Aufwand = 970	Personalaufwand	200	Umsatzerlöse	1.000
		Materialaufwand	650	Ertrag = 1.000	Einzahlung = 1.000
		Zinsaufwand	10		
		Steueraufwand	20		
		Abschreibungsaufwand	40		
		Rückstellungsaufwand	50		
		Jahresüberschuss	30		
	1.000	1.000			

Tabelle C-1: Innenfinanzierung über Umsatzprozess

Die Tabelle zeigt die (etwas anderes sortierte) GuV-Rechnung einer Unternehmung. Sie erzielt annahmegemäß einen einzahlungswirksamen Umsatzerlös (= Ertrag) in Höhe von 1.000 Euro. Um den Jahresüberschuss zu ermitteln, subtrahieren wir vom Ertrag alle mit der Umsatzerzielung verbundenen Aufwandspositionen in Höhe von 970 Euro und erhalten so einen Betrag in Höhe von 30 Euro.

Nun sind aber nicht alle Aufwandspositionen auch zahlungswirksam. Rückstellungen und Abschreibungen stellen zwar eine Aufwandsgröße dar, führen aber zu keiner unmittelbaren Auszahlung. Da die Auszahlungen im Beispiel nur 880 Euro betragen, verbleiben in der betrachteten Periode 120 Euro als Operativer Cashflow.

Wie wir aus A.3.2 wissen, errechnet sich der Operative Cashflow, indem die Differenz aus den operativen Einzahlungen von 1.000 Euro und den operativen Auszahlungen von 880 Euro gebildet wird. Wir können den operativen Cashflow aber auch indirekt ermitteln, wenn wir vom Jahresüberschuss ausgehend die Aufwandspositionen addieren, die keine Auszahlungen darstellen.¹²³ In unserem Beispiel sind dies Abschreibungen von 40 Euro und Zuführungen zu den Rückstellungen von 50 Euro. Auf diese Weise erhalten wir ebenfalls einen Operativen Cashflow in Höhe von 120 Euro.

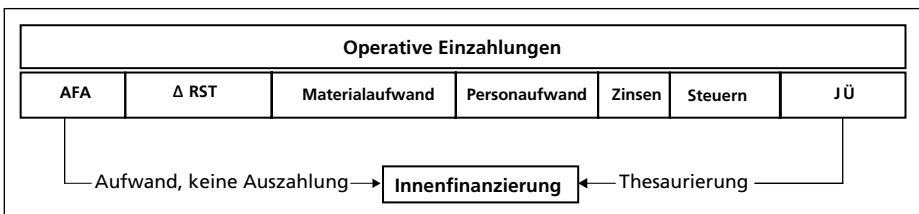


Abbildung C.2: Innenfinanzierung über den betrieblichen Umsatzprozess

Die Abbildung verdeutlicht die drei zentralen Quellen der Innenfinanzierung über den betrieblichen Umsatzprozess, denen wir jeweils ein eigenes Kapitel widmen: Den Gegenwert von Abschreibungen, die Zuführung zu Rückstellungen sowie thesaurierte Gewinne. Zwar erhöht der gesamte Jahresüberschuss einer Unternehmung den Operativen Cashflow. Da jedoch ein Teil davon an die Eigenkapitalgeber ausgeschüttet wird,

¹²³ Mögliche Abweichungen zwischen Einzahlungen und Erträgen interessieren uns hier nicht.

betrachtet man bei der Ermittlung des Innenfinanzierungsvolumens nur die thesaurierten Gewinne. Anders formuliert: die Finanzmittelherkunft der Größe „Jahresüberschuss“ wird bereits mit der Finanzmittelverwendung „Gewinnausschüttung“ saldiert.

Innenfinanzierung aus Vermögensumschichtungen

Abweichungen zwischen Einzahlungen und Ertrag bilden den Kern der Innenfinanzierung aus Kapitalfreisetzungen. Die Unternehmung reduziert dabei entweder über den laufenden Betrieb die Höhe ihres Umlaufvermögens (Kundenforderungen, RHB-Stoffe usw.) und/oder sie verkauft Teile ihrer Aktiva (Immobilien, Produktionsanlagen usw.). Dadurch werden Einzahlungen und somit zusätzliche Finanzmittel generiert. In diesem Prozess werden ausgewählte Aktiva in liquide Mittel umgeschichtet, woraus sich auch die Bezeichnung Innenfinanzierung durch Vermögensumschichtung ableitet. Eine alternative Bezeichnung ist Innenfinanzierung durch Kapitalfreisetzung.

Während die Innenfinanzierung durch den betrieblichen Umsatzprozess laufend erfolgt, kann die Innenfinanzierung aus Vermögensumschichtung natürlich nur in ausgewählten Perioden erfolgen. Einen Vermögensgegenstand lässt sich nur einmal verkaufen oder eine Kundenforderung kann nur einmal eingetrieben werden. Wenden wir uns nun den Besonderheiten der einzelnen Formen der Innenfinanzierung im Detail zu.

13 Innenfinanzierung durch Abschreibungsgegenwerte

13.1 Ex-post Finanzierungswirkung von Abschreibungen

Auch dieses Kapitel wollen wir mit einem Zahlenbeispiel beginnen: Eine Unternehmung erzielt Umsatzerlöse in Höhe von 20,25 Mio. Euro. Ihr Personal-, Material- und Abschreibungsaufwand beträgt 15,25 Mio. Euro. Bei einem zu versteuerndem Einkommen von 5,0 Mio. Euro und einem Steuersatz t von 40% resultiert daraus ein Steuer-aufwand von 2,0 Mio. Euro. Der Jahresüberschuss beträgt daher 3,0 Mio. Euro. Zur sprachlichen Vereinfachung geben wir der Unternehmung einen Namen und nennen sie „Referenzunternehmung“.

SOLL	GuV (in 1.000 Euro)		HABEN
Personalaufwand	9.000	Umsatzerlöse	20.250
Materialaufwand	6.000		
Abschreibungsaufwand	250		
= Aufwand (ohne Steuern)	15.250		
Steueraufwand (40 %)	2.000		
Jahresüberschuss	3.000		
Operativer Cashflow	3.250		

Unter der Annahme, dass alle Umsatzerlöse zu Einzahlungen und die Aufwandspositionen für Personal, Material und Steuern zu Auszahlungen führen, erzielt die Referenzunternehmung einen Operativen Cashflow in Höhe von 3,25 Mio. Euro. Dabei steuern die Abschreibungsgegenwerte 250.000 Euro zur Erhöhung der Finanzmittel bei. Wir erhalten das vertraute Ergebnis: *Operativer Cashflow (OCF) = JÜ + AFA*.

In Höhe der angesetzten Abschreibungen erhöht sich ex-post der Operative Cashflow der Unternehmung. Voraussetzung hierfür ist: *Die Abschreibungen werden am Markt „verdient“ und fließen der Unternehmung über die Verkaufserlöse wieder zu.*

Berücksichtigung der Investitionen

Bevor einer Unternehmung Finanzmittel durch Abschreibungsgegenwerte zufließen können, muss sie Investitionen tätigen. Um ein tieferes Verständnis von den Finanzierungswirkungen von Abschreibungsgegenwerten zu gewinnen, müssen wir daher die vorausgegangenen Investitionen mit in unsere Betrachtung einbeziehen. Machen wir uns die Zusammenhänge anhand der Tabelle C-2 klar:

Die Ausgangssituation wird in der Spalte „vor Investition“ beschrieben. Bei Umsatzerlösen von 20 Mio. Euro, einem Aufwand von 15 Mio. Euro und einem Steuersatz von 40% erzielt die Referenzunternehmung einen Jahresüberschuss von 3,0 Mio. Euro.

Zu Beginn der Periode 1 wird ein Betrag von 1,0 Mio. Euro investiert. Unterstellt man lineare Abschreibungen über vier Jahre, werden in den Jahren eins bis vier AFA-Aufwendungen von jeweils 250.000 Euro ausgelöst.

(jeweils in 1.000 Euro)	vor Investition	1. Jahr	2. Jahr	3. Jahr	4. Jahr
Gesamte Umsatzerlöse	20.000	20.250	20.250	20.250	20.250
Aufwand ohne AFA	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
AFA		250	250	250	250
Gewinn vor Steuern	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Steuern (40 %)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Jahresüberschuss	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Operativer Cashflow (JÜ + AFA)	3.000	3.250	3.250	3.250	3.250
Cashflow aus Investitionen (CFI)		-1.000	0	0	0
Gesamter Cashflow (OCF + CFI)		2.250	3.250	3.250	3.250

Tabelle C-2: Finanzierungswirkungen von Abschreibungen

Da annahmegemäß die Abschreibungen am Markt verdient werden, steigen die Umsatzerlöse der Referenzunternehmung ab der Periode 1 in Höhe der AFA von 250.000 Euro auf 20,25 Mio. Euro an. Der Tabelle können wir entnehmen, dass der Jahresüberschuss weiterhin in allen vier Perioden konstant bei 3,0 Mio. Euro liegt und von der Investitionstätigkeit der Referenzunternehmung nicht berührt wird. Allerdings erhöht sich Operative Cashflow um 250.000 Euro auf 3,25 Mio. Euro in allen vier Perioden.

Isoliert betrachtet erhöhen die Abschreibungsgegenwerte den Operativen Cashflow eines Jahres. Über den gesamten Investitionszyklus hinweg betrachtet, fließen der Unternehmung über den betrieblichen Umsatzprozess die ursprünglichen Investitionsausgaben von 1,0 Mio. Euro in den Folgejahren über Abschreibungsgegenwerte wieder *steuerfrei* zu. Dies ist die Quintessenz der Finanzierungswirkung aus Abschreibungsgegenwerten.

Wir müssen hierzu zwei wesentliche Annahmen treffen:

1. Die Abschreibungen werden am Markt „verdient“ und fließen der Unternehmung in liquider Form zu.
2. Die bilanziellen Abschreibungen entsprechen dem tatsächlichen Werteverzehr, d. h. es werden keine überhöhten oder zu geringen Abschreibungen vorgenommen.

Die Aussage, dass die Abschreibungen am Markt verdient werden, muss sich nicht zwangsläufig auf der Einnahmeseite niederschlagen. Werden Investitionen vorgenommen, die zu Kosteneinsparungen führen, „verdient“ die Unternehmung die mit der Investition verbundenen Abschreibungen über eine Reduktion von Aufwandspositionen wie Personal oder Material. Wir hätten unser Beispiel damit auch so ausgestalten können, dass die Umsatzerlöse bei 20,0 Mio. Euro verharren und der Aufwand (ohne AFA) von 15,0 Mio. Euro auf 14,75 Mio. Euro sinkt. Der Jahresüberschuss sowie die Cashflowgrößen würden davon nicht betroffen sein.

13.2 Abschreibungen, Kapitalfreisetzung und Kapazitätserweiterung

Sofern beide Voraussetzungen vorliegen, fließen die Investitionsausgaben einer Unternehmung über den betrieblichen Umsatzprozess in Form von Abschreibungsgegenwerten wieder vollständig in den Folgejahren *steuerfrei* zurück. Betrachten wir hierzu nochmals unsere Referenzunternehmung. Für ihre Investition benötigt sie zunächst

einen Kapitalbetrag in Höhe von 1,0 Mio. Euro. Durch den Gegenwert der Abschreibungen fließt dieser Betrag aber Tag für Tag kontinuierlich innerhalb der nächsten vier Jahre vollständig und steuerfrei zurück. Über den gesamten Investitionszyklus betrachtet beträgt der tatsächliche Kapitalbedarf daher im Durchschnitt nur 500.000 Euro, d. h. 50% der ursprünglichen Investitionssumme. Die Abschreibungsgegenwerte setzen das in Investitionen gebundene Kapital sukzessive frei, weshalb man auch vom Kapitalfreisetzungseffekt von Abschreibungen spricht. Diesen Sachverhalt sollen die gestrichelten Linien der Abbildung zum Ausdruck bringen.

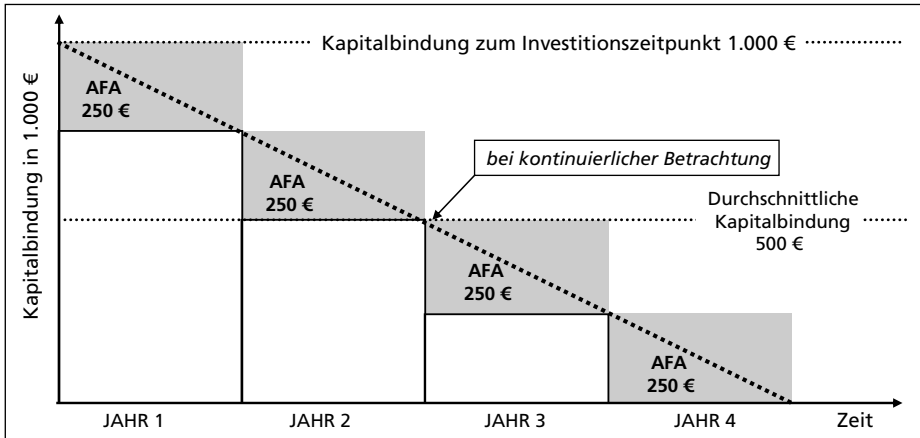


Abbildung C.3: Kapitalfreisetzungseffekt von Abschreibungen

Ein treppenförmiger Verlauf der Kapitalfreisetzung ergibt sich, wenn die Wirkung der Abschreibungen blockweise erfasst wird. Unterstellt man wie in Abbildung C.3, dass die Abschreibungsgegenwerte jeweils zu Beginn eines Jahres zufließen, wird der Kapitalfreisetzungseffekt überzeichnet und wir erhalten rechnerisch eine zu geringe durchschnittliche Kapitalbindungsdauer von 375.000 Euro.¹²⁴ Nehmen wir hingegen an, dass die Abschreibungsgegenwerte jeweils am Ende einer Periode zufließen, wird der Kapitalfreisetzungseffekt zu niedrig ausgewiesen.¹²⁵

Kapazitätserweiterungseffekt

Die Finanzmittel, die einer Unternehmung über Abschreibungsgegenwerte zufließen, können von ihr völlig frei verwendet werden. In der finanzwirtschaftlichen Literatur wird jedoch häufig ein Zusammenhang hergestellt zwischen den Abschreibungen einerseits und der Finanzmittelverwendung in Form von neuen Investitionen andererseits. Damit lassen sich die Finanzierungseffekte der Abschreibungsgegenwerte eindrucksvoll nachvollziehen. Im Folgenden wollen wir zeigen, wie die Unternehmung Abschreibungsgegenwerte nutzen kann, um ihren Kapitalstock zu erweitern. Dieser Finanzierungseffekt von Abschreibungsgegenwerten wird in der Literatur unter dem Begriff Kapazitätserweiterungseffekt oder Lohmann-Ruchti-Effekt geführt. Vereinzelt

¹²⁴ Durchschnittliche Kapitalbindung = $(750 + 500 + 250 + 0)/4 = 375$ und damit 37,5% der ursprünglichen Investitionssumme.

¹²⁵ $(1.000 + 750 + 500 + 250)/4 = 625$.

findet man auch den Begriff Marx-Engels-Effekt. Wichtige Voraussetzungen für die Gültigkeit der nachfolgenden Ausführungen sind:

1. Abschreibungen werden am Markt „verdient“ und fließen der Unternehmung vollständig in liquider Form zu.
2. Abschreibungen entsprechen dem tatsächlichen Werteverzehr.
3. Abgeschriebene Investitionsgüter können zu früheren Anschaffungs- und Herstellungskosten wiederbeschafft werden.

Lediglich vereinfachenden Charakter haben die folgenden Annahmen:

- Investitionen werden linear abgeschrieben.
- Der Zufluss der Abschreibungsgegenwerte erfolgt jeweils zu Beginn einer Periode.
- Identische Reinvestitionen werden jeweils zu Beginn einer Periode vorgenommen.
- Investitionsgüter sind nicht beliebig teilbar.

Betrachten wir wieder unsere Referenzunternehmung. Wir nehmen nun an, dass sie nicht nur in der ersten Periode, sondern in allen vier Perioden jeweils 1,0 Mio. Euro investiert. Wie wirkt sich dies auf ihren Kapitalstock, ihren Operativen Cashflow (OCF) und ihren Gesamten Cashflow (GCF) aus? Die Ergebnisse sind in der Tabelle C-3 zusammengefasst. Investitionen und daraus resultierende lineare Abschreibungen über vier Jahre erscheinen im jeweils gleichen Stil bzw. Farbe.

(in 1.000 €)	Phase I: Aufbau des Kapitalstocks				Phase II: Beharrungsphase				Phase II: Abbau Kapitalstock		
Jahr	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
CFI (-)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	0	0	0
Reinvestition					1.000	1.000	1.000	1.000			
AFA Investition 1	250	250	250	250	250	250	250	250			
AFA Investition 2		250	250	250	250	250	250	250	250		
AFA Investition 3			250	250	250	250	250	250	250	250	
AFA Investition 4				250	250	250	250	250	250	250	250
Kapitalfreisetzung OCF	250	500	750	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	750	500	250
GCF	-750	-500	-250	0	0	0	0	0	750	500	250

Tabelle C-3: Kapazitätserweiterungseffekt von Abschreibungen

Phase I: Aufbau des Kapitalstocks

Im ersten Jahr steht den Investitionsausgaben von 1,0 Mio. Euro ein Abschreibungsgegenwert von 250.000 Euro gegenüber. Der Finanzierungsbedarf, d.h. der Gesamte Cashflow beträgt folglich -750.000 Euro. Im zweiten Jahr erfolgt eine Investition 2 in gleicher Höhe. Gleichzeitig fließen der Unternehmung über Abschreibungsgegenwerte für Investition 1 und Investition 2 Finanzmittel in Höhe von insgesamt 500.000 Euro zu. Der Finanzierungsbedarf bzw. der Gesamte Cashflow sinkt auf -500.000 Euro.

Investitionen von 1,0 Mio. Euro stehen im 3. Jahr Abschreibungsgegenwerten aus den Investitionen 1, 2 und 3 von insgesamt 750.000 Euro gegenüber. Somit sinkt der Finanzmittelbedarf auf nur noch 250.000 Euro. Die Investitionsausgaben im vierten Jahr können schließlich vollständig über die Abschreibungsgegenwerte finanziert werden, die Vergrößerung des Kapitalstocks im 4. Jahr ist daher mit keinem Finanzmittelbedarf verbunden.

Trotz Bruttoinvestitionen von kumuliert 4,0 Mio. Euro in den vier Jahren des Ausbaus der Produktionskapazitäten beträgt der kumulierte Finanzmittelbedarf der Unternehmung in diesem Zeitraum nur 1,5 Mio. Euro (Summe Gesamter Cashflow). Die Differenz von 2,5 Mio. Euro wird über Abschreibungsgegenwerte finanziert. Anders formuliert: Investitionen von 4,0 Mio. Euro können mit externen Finanzmitteln von nur 1,5 Mio. Euro finanziert werden. Das Verhältnis der beiden Werte wird Kapazitätserweiterungsmultiplikator genannt. Er beträgt im Beispiel $2,67 = 4,0/1,5$. Aus externen Finanzmitteln von 1,0 Mio. Euro kann die Unternehmung damit rechnerisch Bruttoinvestitionen im Umfang von 2,67 Mio. Euro finanzieren, d. h. jeder externe Euro schafft Investitionen, die 2,67-mal so hoch sind.

Wenn die Abschreibungsgegenwerte gedanklich am Ende einer Periode anfallen, ist der Kapazitätserweiterungsmultiplikator $1,6 = 4,0/2,5$ und damit geringer. In diesem Fall ist nämlich der Finanzierungsbedarf (GCF) mit 2,5 Mio. Euro deutlich höher.¹²⁶

Der Kapazitätserweiterungsmultiplikator hängt auch von der Länge der Abschreibungsperiode ab. Für den Fall eines Zuflusses am Ende einer Periode erhalten wir:

$$\text{Kapazitätserweiterungsmultiplikator} = 2n/(n + 1)$$

Dabei bezeichnet n die Abschreibungsdauer. Im Beispiel gilt $n = 4$, was einen Wert von 1,6 ergibt. Die Formel ist einfach herzuleiten: Die maximale Anzahl der Maschinen wird durch n bestimmt, im Beispiel 4. Die durchschnittliche Finanzierung einer Maschine beträgt $(n + 1)/2$, im Beispiel 2,5. Teilt man n durch $(n + 1)/2$ erhält man den Ausdruck oben.

Erfolgt der Zufluss der Abschreibungsgegenwerte kontinuierlich, beträgt der durchschnittliche Finanzmittelbedarf für eine Investition 50 % des Investitionsvolumens ($n/2$). Folglich lassen sich in diesem Fall Investitionen von 2,0 Mio. Euro mit Finanzmitteln in Höhe von 1,0 Mio. Euro finanzieren. Der Kapazitätserweiterungseffekt beträgt somit 2,0.¹²⁷ Selbstverständlich beträgt dabei die Restlebensdauer jedes Investitionsguts auch nur 50 % seiner Gesamtlebensdauer.

Phase II: Beharrungsphase

Die Bruttoinvestitionen betragen im 5. Jahr weiterhin 1,0 Mio. Euro, weil in diesem Jahr eine Reinvestition für die abgeschriebene Investition 1 getätigt werden muss. Für die Unternehmung resultiert daraus aber kein Finanzierungsbedarf, da der Operative Cashflow aus Abschreibungen weiterhin 1,0 Mio. Euro beträgt. Gleiches gilt für die nachfolgenden Jahre 6 bis 8.

¹²⁶ Der GCF in den ersten vier Jahren lautet in Mio. Euro: 1,0, 0,75, 0,5 und 0,25. Zum gleichen Ergebnis kommen Sie, wenn Sie bedenken, dass jede Investition über den Abschreibungszeitraum Kapital in Höhe von 625.000 Euro bindet (siehe Fußnote 125). Bei vier Investitionen erhalten sie wiederum 2,5 Mio. Euro.

¹²⁷ Dies setzt voraus, dass Investitionsgüter beliebig teilbar sind und unterjährige Reinvestitionen vorgenommen werden können.

In der Phase II bleibt der Kapitalstock unverändert, da die Bruttoinvestitionen stets der Höhe der Abschreibungen entsprechen. Dieser Beharrungszustand kann sich über beliebig viele Jahre erstrecken. In diesem Zustand bleibt der Kapitalstock dem Wert nach konstant, „erneuert“ sich aber stetig, ohne dass hierfür Finanzmittel jenseits der Abschreibungsgegenwerte erforderlich sind. In dieser Phase kann eine Unternehmung folglich ihre Kapazitäten und den Wert ihres Kapitalstock ohne zusätzliche Finanzmittel konstant halten, da die Abschreibungsgegenwerte stetig die notwendigen Reinvestitionen finanzieren.

Phase III: Abbau des Kapitalstocks

Ab dem 9. Jahr schrumpft der Kapitalstock der Unternehmung, weil keine Bruttoinvestitionen mehr vorgenommen werden. Da sukzessive immer mehr Investitionen vollständig abgeschrieben wurden, sinkt der Operative Cashflow von 750.000 Euro im 9. Jahr auf 250.000 Euro im 11. Jahr. Die letzte Zeile der Tabelle zeigt, dass ab dem 9. Jahr der Gesamte Cashflow positiv wird, da keine Investitionsausgaben mehr anfallen. In der Phase III fließen der Unternehmung insgesamt 1,5 Mio. Euro zu, was dem kumulierten negativen Gesamten Cashflow von 1,5 Mio. Euro der ersten drei Jahre entspricht. Unternehmungen mit schrumpfenden Kapitalstock in Phase III erwirtschaften c.p. stets einen positiven Gesamten Cashflow, da den Abschreibungsgegenwerten keine entsprechenden Investitionsausgaben mehr gegenüberstehen. Faktisch erhalten Unternehmung in dieser Phase den ursprünglichen Finanzmittelbedarf aus der Aufbauphase des Kapitalstocks zurück.

13.3 Finanzierungswirkungen von überhöhten Abschreibungen

Eine zentrale Annahme der bisherigen Ausführungen war, dass die Abschreibungsgegenwerte dem tatsächlichen Werteverzehr entsprechen. Welche Finanzierungswirkungen treten aber auf, wenn wir „zu hohe“ Abschreibungen unterstellen?

Unternehmungen haben immer wieder Gelegenheit Abschreibungen in ihrer GuV anzusetzen, die über dem tatsächlichen Werteverzehr liegen. Hierzu tragen einerseits bestehende Bilanzierungsvorschriften bei. Andererseits setzt auch der Staat in manchen Jahren bewusst steuerliche Investitionsanreize, um wirtschaftliches Wachstum zu fördern. Welche Konsequenzen ergeben sich daraus auf die Finanzierungswirkungen von Abschreibungen?

Ausgangslage ist wieder unsere Referenzunternehmung, die ihre Investition „korrekt“ in Höhe von 1,0 Mio. Euro linear auf vier Jahre abschreibt. Die Abschreibungen in Höhe von 250.000 Euro stimmen mit dem tatsächlichen Werteverzehr überein. Die Referenzunternehmung erfassen wir in der Spalte A der Tabelle C-4. Wir vergleichen sie nun mit einer Unternehmung B, die im ersten Jahr überhöhte Abschreibungen in Höhe von 400.000 Euro vornimmt und die verbleibenden 600.000 Euro linear auf die drei Folgejahre mit jeweils 200.000 Euro verteilt. Den Unterschied zwischen beiden Unternehmungen erfassen wir in den Spalten „Differenz B – A“ in Eurogrößen als auch in allgemeiner Form (Spalte Δ).

Um eine allgemeine Formulierung für die Wirkung von überhöhten Abschreibungen ableiten zu können, bezeichnen wir mit $\ddot{u}A$ den Teil der Abschreibungen, der vom tatsächlichen Werteverzehr abweicht. $\ddot{u}A$ beträgt im 1. Jahr damit 150.000 Euro.

1	(jeweils in 1.000 Euro)	A	B: Erhöhte AFA		Differenz B – A		
			1. Jahr	Folgejahre	1. Jahr	Δ	Folgejahre
2	Umsatzerlöse	20.250	20.250	20.250			
3	Aufwand ohne AFA	15.000	15.000	15.000			
4	AFA	250	400	200	150	+ $\ddot{u}A$	-50
5	Gewinn vor Steuern	5.000	4.850	5.050	-150	- $\ddot{u}A$	50
6	Steuern (40 %)	2.000	1.940	2.020	-60	- $t \cdot \ddot{u}A$	20
7	JÜ	3.000	2.910	3.030	-90	-(1-t) · $\ddot{u}A$	30
8	OCF = JÜ + AFA	3.250	3.310	3.230	60	$t \cdot \ddot{u}A = \Delta OCF$	-20

Tabelle C-4: Die Wirkung von überhöhten Abschreibungen

Die Abschreibungen von 400.000 Euro im ersten Jahr steigern den *nichtzahlungswirksamen* Aufwand im Vergleich zur Referenzunternehmung um 150.000 Euro, was den Gewinn vor Steuern in gleicher Höhe reduziert. Bei einem Steuersatz t von 40 % vermeidet die Unternehmung damit *zahlungswirksame* Steuerzahlungen von 60.000 (= $0,4 \cdot 150.000$) Euro. Damit verbleiben 60.000 Euro mehr in der Kasse, d. h. der OCF steigt in dieser Höhe. Allgemein formuliert: Die Unternehmung spart sich Steuern in Höhe von $t \cdot \ddot{u}A$. In dieser Höhe steigt der Operative Cashflow.

Wir können dieses Ergebnis auch über die Bestimmungsgleichung für den OCF bzw. seine Veränderung $\Delta OCF = \Delta J\ddot{U} + \Delta AFA$ formal ableiten. In Höhe von $\ddot{u}A$ steigt der nichtzahlungswirksame Aufwand (Zeile 4). Dadurch reduziert sich der zahlungswirksame Steueraufwand um $-t \cdot \ddot{u}A$ (Zeile 6). Die Gesamtwirkung auf den Jahresüberschuss $\Delta J\ddot{U}$ errechnet sich aus dem erhöhten AFA-Aufwand $\ddot{u}A$ und der Steuerersparnis, d. h.

$$\Delta J\ddot{U} = -\ddot{u}A + t \cdot \ddot{u}A = -(1-t) \cdot \ddot{u}A = -90.000 \text{ Euro.}$$

Der Jahresüberschuss sinkt um 90.000 Euro auf 2,91 Mio. Euro. Addiert man dazu die überhöhten Abschreibungen $\ddot{u}A$ von 150.000 Euro, erhält man den OCF. Auch auf diesem Weg ergibt sich ein Wert von 60.000 Euro, d. h. $t \cdot \ddot{u}A$.

$$\Delta OCF_{\ddot{u}A} = \Delta J\ddot{U} + \ddot{u}A = -(1-t) \cdot \ddot{u}A + \ddot{u}A = t \cdot \ddot{u}A$$

Die Wirkung von überhöhten Abschreibungen auf den Operativen Cashflow lässt sich daher allgemein formulieren. Sie entspricht der Steuerersparnis $t \cdot \ddot{u}A$.

Durch die erhöhten Abschreibungen gelingt es der Unternehmung still und unmerklich, Gewinne unbesteuert in der Unternehmung zu belassen. Diese Form der Innenfinanzierung wird deshalb auch als stille Selbstfinanzierung bezeichnet. Der Operative Cashflow erhöht sich dabei in Höhe der in die Zukunft verschobenen Steuerzahlungen.

Dieser Effekt verkehrt sich in den Folgejahren ins Gegenteil, da die Unternehmung B höhere Gewinne ausweisen muss als die Referenzunternehmung. Da der verbleibende Abschreibungsbetrag in den Folgejahren auf 200.000 sinkt und damit 50.000 Euro unter dem Vergleichsbetrag von 250.000 Euro liegt, kehrt sich der Effekt um und der Steueraufwand steigt in den Folgejahren. Die rechnerische Wirkung auf den Operativen Cashflow in den Folgejahren ergibt sich ebenfalls aus dem Zusammenhang $\Delta OCF_{\ddot{u}A} = t \cdot \ddot{u}A$. Allerdings müssen wir bedenken, dass $\ddot{u}A$ in den Folgejahren mit -50.000 Euro negativ wird und der Operative Cashflow deshalb in den Folgejahren um 20.000 Euro sinkt. Die

Unternehmung muss daher faktisch die in der ersten Periode vermiedene Steuerzahlung von 60.000 Euro in den drei Folgejahren mit jeweils 20.000 Euro nachentrichten.

Die Finanzierungswirkung von überhöhten Abschreibungen können wir einfach zusammenfassen: Die überhöhten Abschreibungen (in Periode 1) verhindern einen Abfluss von Liquidität in Höhe von $t \cdot \ddot{u}A$ zu Lasten späterer Perioden, weil Steuerzahlungen in die Zukunft verschoben werden. Faktisch erhält die Unternehmung vom Finanzamt einen zinslosen Kredit im Umfang von $t \cdot \ddot{u}A$.

Wir möchten an dieser Stelle ausdrücklich darauf hinweisen, dass der Ausdruck $\Delta OCF_{\ddot{u}A} = t \cdot \ddot{u}A$ nur die Finanzierungswirkung der Abschreibungen beschreibt, die vom tatsächlichen Werteverzehr abweichen. Wenn man die Gesamtwirkung der Abschreibungen auf den Operativen Cashflow beschreiben will, müssen wir selbstverständlich zu $t \cdot \ddot{u}A$ die Abschreibungsgegenwerte addieren, die dem tatsächlichen Werteverzehr entsprechen.

14 Selbstfinanzierung

Die Innenfinanzierung aus thesaurierten Gewinnen wird als Selbstfinanzierung bezeichnet. In der finanzwirtschaftlichen Literatur wird dabei zwischen der offenen und der stillen Selbstfinanzierung unterschieden. Die offene Selbstfinanzierung entspricht dem thesaurierten Gewinn einer Unternehmung. Die stille Selbstfinanzierung ist jedoch unsichtbar für Außenstehende. Machen wir es uns an einem kleinen Beispiel klar:

„Echter Gewinn“	1.000 €	
<u>– Bildung stiller Reserven</u>	<u>– 300 €</u>	„Stille Selbstfinanzierung“ in Höhe von
<u>= Ausgewiesener Gewinn</u>	<u>= 700 €</u>	300 · [t – b(1 – t)]
<u>– Gewinnausschüttung</u>	<u>– 360 €</u>	
<u>= Thesaurierter Gewinn</u>	<u>340 €</u>	340 € durch „Offene Selbstfinanzierung“

Tabelle C-5: Stille und offene Selbstfinanzierung

Die offene Selbstfinanzierung in Höhe der thesaurierten Gewinne von 340 Euro ist selbsterklärend. Die stille Selbstfinanzierung bedarf noch zusätzlicher Erläuterung.

14.1 Finanzierungswirkungen der stillen Selbstfinanzierung

Es gibt zwei Möglichkeiten zur Bildung von stillen Reserven: Eine Unternehmung kann ihre Aktiva unterbewerten oder sie kann ihre Passiva überbewerten. In beiden Fällen wird der ausgewiesene Jahresüberschuss reduziert und es entstehen stille Reserven.

Überbewertung von Verbindlichkeiten

Stille Reserven entstehen durch die Überbewertung der Verbindlichkeiten einer Unternehmung. Einer der Passivposten, der hierfür die größten Ermessensspielräume bietet, ist die „richtige“ Höhe der vorgenommenen Rückstellungen.

Unterbewertung von Vermögensgegenständen

Teilweise werden stille Reserven vom Gesetzgeber erzwungen, da bestimmte Aktiva nur in unzureichender Höhe ausgewiesen werden dürfen. Das Anschaffungswertprinzip des HGB ist hierfür häufig die Ursache. So dürfen Wertsteigerungen im Umlaufvermögen oder beim Immobilienbesitz nicht ausgewiesen werden, selbst wenn der Marktwert der Vermögensgegenstände nachweislich höher ist. Teilweise nutzen Unternehmungen aber auch Ermessensspielräume, etwa bei der Festlegung der Abschreibungsdauer und damit der Abschreibungshöhe für einzelne Teile des Anlagevermögens.

Wirkungen auf den Operativen Cashflow

Überhöhte Abschreibungen $\ddot{u}A$ sind ein Beispiel dafür, wie stille Reserven gebildet werden können. Die Wirkung auf den Operativen Cashflow hatten wir im letzten Kapitel mit $\Delta OCF_{\ddot{u}A} = t \cdot \ddot{u}A$ berechnet. Sie entspricht der Steuerersparnis, die durch den überhöhten Abschreibungsbetrag $\ddot{u}A$ ausgelöst wird. Wir können den Sachverhalt verallgemeinern und an die Stelle des überhöhten Abschreibungsbetrags die Höhe der neu

gebildeten stillen Reserven sR setzen. Dies können überhöhte Abschreibungen, zu hoch angesetzte Rückstellungen usw. sein.

$$\Delta OCF_{sR} = \Delta J\ddot{U} + sR = -sR \cdot (1 - t) + sR = t \cdot sR$$

Formel C-1: Stille Reserven und OCF

Durch den überhöhten Ausweis von Verbindlichkeiten bzw. die Unterbewertung von Aktiva in Höhe von sR wird der Ausweis von Gewinnanteilen verhindert und der Jahresüberschuss sinkt um $sR \cdot (1 - t)$. Da der Aufwand nichtauszahlungswirksam ist, steigt der Operative Cashflow in Höhe der mit der Bildung von stillen Reserven verbundenen Steuerersparnis $t \cdot sR$.

In den Folgejahren, wenn die stillen Reserven aufgelöst werden, kommt es zu einer Umkehrung des Effekts und damit zu einem erhöhten Steueraufwand. Der Operative Cashflow sinkt in dieser Periode um $t \cdot sR$, wobei sR nun den Auflösungsbetrag der stillen Reserven bezeichnet und damit negativ wird. Die Unternehmung kann über den gesamten Zeitraum von Bildung und Auflösung der stillen Reserven die Steuern insgesamt nicht reduzieren, aber sie kann Steuerzahlungen verzögern.

Die Finanzierungswirkung von stillen Reserven auf den Operativen Cashflow lässt sich kurz zusammenfassen: Die Bildung von stillen Reserven verhindert einen Abfluss von Finanzmitteln in Höhe von $t \cdot sR$ zu Lasten späterer Perioden, weil Steuerzahlungen in die Zukunft verschoben werden. Faktisch erhält die Unternehmung vom Finanzamt einen zinslosen Kredit in Höhe der Steuerersparnis.

Wirkungen auf den Gesamten Cashflow (GCF)

Die bisherigen Überlegungen beziehen sich ausschließlich auf den Operativen Cashflow. Um ein vollständiges Bild von den Finanzierungswirkungen zu erhalten, muss man aber berücksichtigen, dass ein verringerter Gewinnausweis Einfluss auf den Ausschüttungsbetrag an die Eigenkapitalgeber haben kann und damit den Cashflow aus Finanzierung verändert.¹²⁸

Grundlage zur Gewinnausschüttung an die Eigentümer kann nur der ausgewiesene Teil des Jahresüberschusses sein. Der aber reduziert sich durch die Bildung von stillen Reserven in Höhe von $sR \cdot (1 - t)$. Falls die Unternehmung einen Anteil b am Jahresüberschuss ausschüttet, erhalten die Eigenkapitalgeber eine geringere Gewinnausschüttung in Höhe von $b \cdot sR \cdot (1 - t)$. Um die Gesamtwirkung von stillen Reserven auf die Finanzsituation einer Unternehmung zu erfassen, müssen wir zum Operativen Cashflow in Höhe von $t \cdot sR$ die Erhöhung des Cashflows aus Finanzierung (CFF_{sR}) in Form einer reduzierten Gewinnausschüttung addieren.

$$\Delta GCF_{sR} = \Delta OCF_{sR} + \Delta CFF_{sR} = t \cdot sR + b \cdot sR \cdot (1 - t) = sR \cdot [t + b \cdot (1 - t)]$$

Formel C-2: Stille Reserven und GCF

Der Ausdruck findet sich auch in der Quantifizierung der Finanzierungswirkung in der Tabelle C-5 wieder.

Im Extremfall einer Ausschüttung von 100% ($b = 1$), reduziert sich der Ausdruck zu sR . Die Unternehmung erzielt in diesem Fall einen Zufluss an liquiden Mitteln, der umfänglich den neugebildeten stillen Reserven entspricht. Einen Teil davon stellt der

¹²⁸ Zur Erinnerung: Die Gewinnausschüttung ist Teil der Cashflow aus Finanzierung (CFF).

Staat zinslos zur Verfügung ($t \cdot sR$), den Rest steuern die Eigenkapitalgeber über eine reduzierte Gewinnausschüttung bei.

Ein anderes Extrem ist eine vollständige Thesaurierung der Gewinne, d. h. $b = 0$. Da man nicht weniger als nichts ausschütten kann, bleibt in diesem Fall die Wirkung von stillen Reserven auf den Operativen Cashflow in Höhe von $t \cdot sR$ beschränkt.

14.2 Beurteilung Selbstfinanzierung

Unternehmungen aller Rechtsformen können frei entscheiden, welchen Teil des Jahresüberschusses sie ausschütten wollen. Die Entscheidung darüber treffen die Gesellschafter. Die einzige Ausnahme bilden die Aktiengesellschaften. Der Vorstand kann nämlich mit Zustimmung des Aufsichtsrats ohne Zustimmung der Aktionäre bis zu 50% des korrigierten Jahresüberschusses in die freien Gewinnrücklagen einstellen. Nur über die Verwendung des Differenzbetrags, den Bilanzgewinn, entscheiden die Aktionäre auf der Hauptversammlung.¹²⁹

Die Beurteilung der Selbstfinanzierung über thesaurierte Gewinne hängt stark davon ab, aus welcher Perspektive heraus die Betrachtung erfolgt.

Sicht Management

Aus Sicht des Managements besteht der zentrale Vorteil darin, dass die Finanzmittel unabhängig von externen Kapitalgebern zur Verfügung gestellt werden. Für viele Unternehmungen ist die Selbstfinanzierung die wesentliche, manchmal die einzige Finanzierungsquelle. Dies trifft insbesondere für kleinere Unternehmungen zu. Die Unabhängigkeit von externen Kapitalgebern reduziert auch den Rechtfertigungszwang über die Mittelverwendung. Ein weiterer Vorteil sind die fehlenden Zins- und Tilgungszahlungen, da für die einbehaltenen Gewinne keine direkten Zahlungen anfallen. Darüber hinaus stehen sie der Unternehmung für einen unbegrenzten Zeitraum zur Verfügung. Die thesaurierten Gewinne stärken ferner die Eigenkapitalbasis der Unternehmung und schaffen so oft die Voraussetzung für eine Fremdkapitalfinanzierung über Banken oder den Kapitalmarkt. Dies begründet auch, warum Fremdkapitalgeber die Selbstfinanzierung schätzen. Durch die erhöhte Eigenkapitalbasis steigen der Gläubigerschutz und das Schutzschild für die Kredite der Fremdkapitalgeber.

Sicht Eigenkapitalgeber

Bei Kapitalerhöhungen treffen die Aktionäre bewusst die Entscheidung zum Kauf zusätzlicher Anteile, wenn sie der Unternehmung frisches Eigenkapital zur Verfügung zu stellen wollen. Bei thesaurierten Gewinnen besteht hingegen diese Handlungsfreiheit nicht, da die Unternehmung bereits über die Finanzmittel verfügt und die Eigenkapitalgeber einer Aktiengesellschaft keinen vollständigen Zugriff auf den Jahresüberschuss haben, sondern nur auf den Bilanzgewinn. Allerdings stellen thesaurierte Gewinne weiterhin „ihr“ Eigenkapital dar und begründen daher grundsätzlich den gleichen Anspruch auf eine risikoadjustierte Verzinsung wie Eigenkapitalmittel aus einer ordentlichen Kapitalerhöhung. Kritisch wird die Selbstfinanzierung, wenn das Management Interessen verfolgt, die sich nicht mit denen der Eigenkapitalgeber decken und „Lieblingsprojekte“ umsetzt, die nicht den Kriterien einer risikoadjustierten Rendite entsprechen. Dazu können zu

¹²⁹ Details siehe B.7.2, *Aufteilung und Verwendung des Jahresüberschusses*, S. 91.

reichlich ausgestattete Büroräume oder Bürotürme zählen, der Wunsch, in vielen Ländern operativ vertreten zu sein oder der Wunsch, einen unliebsamen Konkurrenten zu übernehmen, um endlich die Nummer eins zu werden. Die Finanzmittel in Form thesaurierter Gewinne können dazu verleiten, in zu riskante oder in unprofitable Investitionsprojekte zu investieren. Beides ist aus Sicht der Eigenkapitalgeber schlecht. Thesaurierten Gewinnen fehlt gewissermaßen die „disziplinierende Hand der Kapitalgeber“.

Dieses Problem wird bei der stillen Selbstfinanzierung verschärft. Der Zinsvorteil, der durch den Steuerstundungseffekt eintritt, mag aus Unternehmenssicht sicherlich vorteilhaft sein. Allerdings überzeichnet die stille Selbstfinanzierung die wahre Liquiditätslage der Unternehmung und verschleiert die Höhe des tatsächlich zur Verfügung gestellten Eigenkapitals.

Volkswirtschaftliche Sicht

Die disziplinierende Wirkung der Kapitalgeber kann auch aus volkswirtschaftlicher Sicht betrachtet werden. Bei einer Gewinnthesaurierung wird dem Kapitalkreislauf Geld entzogen, da es innerhalb der Unternehmung verbleibt. Da der Kapitalmarkt – zumindest der Theorie nach – die Finanzmittel der jeweils besten Verwendung zuführt, entziehen sich die thesaurierten und noch mehr die „stillen Gewinne“ der Kontrolle des Kapitalmarkts. Damit wird unter Umständen der Unternehmung mehr Eigenkapital zur Verfügung gestellt als gesamtwirtschaftlich sinnvoll ist.

14.3 Umfang der offenen Selbstfinanzierung

(in Mrd. Euro)	2001	2003	2005	2007	2009	2010	2011
Einbehaltene Gewinne	7,4	9,8	43,3	95,7	23,0	54,5	19,3
Abschreibungen	178,7	183,1	191,4	198,0	211,4	214,4	217,6
Innenfinanzierung	186,1	192,9	234,6	293,8	234,4	268,8	236,9
Bruttoinvestitionen	227,1	202,6	210,9	281,4	205,3	233,7	251,3
Innenfinanzierungsquote	0,82	0,95	1,1	1,04	1,14	1,15	0,94

Tabelle C-6: Innenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in Deutschland

Die Tabelle macht die Bedeutung der Innenfinanzierung durch Gewinnthesaurierung und Abschreibungen für deutsche Unternehmungen deutlich.¹³⁰ Seit 2005 liegt die Innenfinanzierungsquote, hier ausgedrückt als Verhältnis von Innenfinanzierung zu Bruttoinvestitionen, bei über 100 %. Erst 2011 waren die thesaurierten Gewinne plus Abschreibungen nicht mehr ausreichend, um die getätigten Investitionen vom Umfang vollständig vom Unternehmenssektor zu finanzieren.

Wie wir gesehen haben, wird das Ausmaß der offenen und der stillen Selbstfinanzierung stark von der Höhe der Besteuerung beeinflusst. Wir geben deshalb im Anhang zu diesem Teil einen kurzen Abriss über die Besteuerung von Kapitalgesellschaften sowie die 2008 eingeführte Zinsschranke.

¹³⁰ Deutsche Bundesbank, Sonderveröffentlichung 4, Ergebnis der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung in Deutschland, Juni 2012.

15 Innenfinanzierung durch Rückstellungen

15.1 Überblick

Rückstellungen sind ungewisse Verbindlichkeiten der Unternehmung gegenüber Dritten. Die ungewissen Verbindlichkeiten führen der Höhe und dem Fälligkeitstermin nach zu wahrscheinlichen Auszahlungen, die zum Bildungszeitpunkt aber noch nicht sicher sind. Typische Beispiele für Rückstellungen privatrechtlicher Art sind Rückstellungen für Pensionszusagen, Prozesskosten, Garantieleistungen, rechtliche Verpflichtungen wie den Abriss und die Entsorgung von Kernkraftwerken oder den Rückbau von Mietobjekten. Rückstellungen können sich auch aus ungewissen Verbindlichkeiten gegenüber staatlichen Organisationen ergeben. Beispiele sind Rückstellungen für Steuerzahlungen, Beseitigung von Altlasten oder Sozialplanverpflichtungen.

Die Finanzierungswirkung von Rückstellungen besteht darin, dass sie zum Bildungszeitpunkt einen nicht zahlungswirksamen Aufwand der entsprechenden Periode darstellen. Dadurch sinken der ausgewiesene Gewinn, die Steuerzahlungen und die Gewinnausschüttungen. Zum Bildungszeitpunkt erhöhen sich daher die Finanzmittel der Unternehmung. Tritt hingegen der Rückstellungsfall ein, fallen Auszahlungen an, die einen entsprechenden Finanzmittelabfluss zur Folge haben.

Die Finanzierungswirkungen von Rückstellungen steigen mit der Zeitdauer, die bis zu ihrer Auflösung verstreicht. Kurzfristige Rückstellungen für Prozesskosten oder Garantieleistungen entfalten daher deutlich weniger Finanzierungswirkungen als Rückstellungen für Pensionszusagen oder für die Entsorgungsverpflichtung von Kernkraftwerken, die oft erst nach Jahrzehnten eingelöst werden müssen.

15.2 Bedeutung der Rückstellungen

Rückstellungen haben für die Innenfinanzierung deutscher Unternehmungen eine große Bedeutung, allen voran die Pensionszusagen.¹³¹

	Unternehmen mit Umsätzen von bis Mio. Euro				Alle Rechts- formen	Kapital- gesell- schaften	Nichtkapital- gesell- schaften
	< 2	2 < 10	10 < 50	> 50			
Eigenkapitalquote	23,8	29,5	32,7	28,9	29,3	31,4	16,2
Verbindlichkeiten	68,7	60,7	54,0	48,8	49,8	46,8	67,9
Rückstellungen	6,8	9,2	12,6	21,6	20,2	20,9	15,6
davon Pensionsrück.	1,6	2,2	3,2	7,3	6,7	7,1	4,1

Tabelle C-7: Passivstruktur deutscher Unternehmungen 2010

Die Tabelle zeigt, dass der Umfang der Pensionsrückstellungen über alle Rechtsformen hinweg bei 6,7% der Bilanzsumme liegt. Je größer dabei eine Unternehmung ist, desto

¹³¹ Quelle: Deutsche Bundesbank: Verhältniszahlen aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen, vorläufige Angaben, Mai 2012.

höher ist der Wert. Bei Kapitalgesellschaften liegt der Anteil sogar bei 71 %. Kleine Unternehmungen hingegen haben kaum Zugriff auf diese Finanzierungsquelle.

Wenn Unternehmungen ihren Beschäftigten eine Pensionszusage machen, müssen sie hierfür eine Pensionsrückstellung bilden. Unter einer Pensionszusage versteht man dabei eine Versorgungszusage, bei der der Arbeitnehmer einen unmittelbaren und direkten Anspruch gegen die Unternehmung erhält. Anders als bei allen anderen Formen der betrieblichen Altersvorsorge, auf die wir später noch eingehen werden, wird kein Dritter in die Rechtsbeziehung zwischen Unternehmung und Arbeitnehmer zwischengeschaltet. Daher spricht man auch von einer unmittelbaren Versorgungszusage oder einer sogenannten Direktzusage.

Zentraler Bestandteil einer Pensionszusage ist das Altersruhegeld (Pension). Die Unternehmung verspricht dabei die Zahlung einer bestimmten Geldleistung mit Rentenbeginn, üblicherweise nach dem 65. Lebensjahr. Häufig umfasst eine Pensionszusage aber auch eine Hinterbliebenenversorgung und eine Invalidenrente.

Die versprochene Geldleistung kann sehr unterschiedlich festgelegt werden: Sie reicht vom Versprechen auf Zahlung eines bestimmten Geldbetrag pro Monat, über die Zahlung eines bestimmten Prozentsatz des letzten Gehalts vor Eintritt in den Ruhestand, bis hin zur Gesamtversorgungszusage, eine Zusage also, die auch die Leistungen der gesetzlichen Rentenversicherung mit berücksichtigt. Einige Pensionszusagen sind nach Betriebszugehörigkeit gestaffelt, andere setzen lediglich eine Mindestanzahl an Betriebszugehörigkeitsjahren voraus. Die Bedeutung von Direktzusagen ist sehr hoch: Am 31.12.2011 gab es in Deutschland rund 4,0 Mio. Betriebsrentner und 6,3 Mio. Arbeitnehmer mit Pensionszusagen.¹³²

Aufgrund der überragenden Bedeutung von Direktzusagen hinsichtlich Umfang und Dauer der Rückstellungsbildung konzentrieren wir uns im Folgenden auf Pensionsrückstellungen. Die Finanzierungswirkungen für andere Rückstellungszwecke können analog beurteilt werden.

¹³² Pensionssicherungsverein (psvag.de), Stand 31.12.2011.

16 Innenfinanzierung durch Pensionsrückstellungen

16.1 Festlegung des relevanten Szenarios

Wenn wir die Finanzierungswirkung von Pensionsrückstellungen ermitteln wollen, müssen wir zunächst exakt und deutlich das Szenario definieren, das wir bei der Analyse zugrunde legen. Ausgangspunkt ist eine Pensionszusage. Sie bedeutet eine geldwerte Leistung der Unternehmung an die betroffenen Mitarbeiter, die mit einem Aufwand in Form von Pensionsrückstellungen verbunden ist.

Szenario 1: Anpassung der Produktpreise

Wir könnten unterstellen, dass die Unternehmung den erhöhten Aufwand in ihren Produktpreisen berücksichtigt und ihre Preise entsprechend erhöht. Damit steigt nicht nur der Aufwand, sondern in gleicher Höhe auch der zahlungswirksame Erlös. Die Unternehmung profitiert in doppelter Hinsicht von der Einführung von Pensionszusagen: Einerseits steigen die Einzahlungen über die erhöhten Produktpreise in Höhe der Zuführung zu den Pensionsrückstellungen. Andererseits steigt der nichtzahlungswirksame Aufwand, der mit den Zusatzlöhnen in gleicher Höhe steuerlich verrechnet werden kann. Im Ergebnis fließt der Unternehmung bei diesem Szenario der Gegenwert der Pensionsrückstellung steuerfrei zu und erhöht den Operativen Cashflow im vollen Umfang der neugebildeten Pensionsrückstellungen.

Szenario 2: Anpassung der Gehälter (Gehaltsumwandlung)

Wir könnten unterstellen, dass die Unternehmung die Löhne und Gehälter der Mitarbeiter in Höhe des geldwerten Vorteils der Direktzusage kürzt. Da die Pensionszusage eine geldwerte Leistung der Unternehmung darstellt, könnte die Unternehmung Teile der Lohn- und Gehaltszahlungen in die Leistung Pensionszusage „umwandeln“. Die Einführung einer Pensionszusage führt bei diesem Szenario einerseits zu einer Erhöhung des Aufwands in Form von Pensionsrückstellungen, andererseits aber auch zu einer zahlungswirksamen Minderung der Lohn- und Gehaltszahlungen. Im Ergebnis fließen der Unternehmung wiederum Finanzmittel im vollen Umfang der neugebildeten Pensionsrückstellungen steuerfrei zu.

Szenario 3: Klassische Betrachtung

Bei der klassischen Betrachtung wird unterstellt, dass die Unternehmung ab einem bestimmten Zeitpunkt Pensionszusagen trifft, aber den damit verbundenen Aufwand weder in ihren Produktpreisen noch bei den Lohn- und Gehaltszahlungen berücksichtigt. Die Pensionszusage stellt daher eine Zusatzleistung dar, die weder vom Markt vergütet wird, noch von den Mitarbeitern in Form von Gehaltseinbußen finanziert werden muss. Da in der finanzwirtschaftlichen Literatur üblicherweise dieses Szenario unterstellt wird, wollen auch wir in den nachfolgenden Ausführungen die klassische Betrachtung zu Grunde legen. Dennoch sollte klar geworden sein, dass sich mit dem unterstellten Szenario auch die Finanzierungswirkung ändert. Machen wir uns nun die Finanzierungswirkungen der klassischen Betrachtung am Zahlenbeispiel der Tabelle C-8 klar.

16.2 Finanzierungswirkung in der Bildungsphase

Wirkung auf den Operativen Cashflow

Betrachten wir zunächst die Wirkung auf den Operativen Cashflow (OCF) anhand eines Beispiels, das wir gleichzeitig verallgemeinern: Eine Unternehmung erwirtschaftet einen Gewinn vor Steuern in Höhe von 2,0 Mio. Euro. Der Steuersatz t beträgt 40%. Unter Vernachlässigung anderer Effekte betragen der Jahresüberschuss und der Operative Cashflow jeweils 1,2 Mio. Euro. Diese Ausgangssituation wird in Spalte A der nachfolgenden Tabelle beschrieben. Die Unternehmung trifft nun Pensionszusagen und bildet hierfür Pensionsrückstellungen in Höhe von 1,0 Mio. Euro. Die Auswirkungen werden in Spalte B erfasst. In der Spalte Δ wird die Differenz zwischen B und A festgehalten und verallgemeinert.

(jeweils in 1.000 Euro)	A	B	$\Delta = B - A$		1
Gewinn vor Steuern und $\Delta PRST$	2.000	2.000	in €	allgemein	2
Zuführung zu Pensionsrückstellungen	0	1.000	1.000	$\Delta PRST$	3
Gewinn vor Steuern	2.000	1.000	-1.000	$-\Delta PRST$	4
Steuern ($t = 40\%$)	800	400	-400	$-t \cdot \Delta PRST$	5
Jahresüberschuss $J\ddot{U}$	1.200	600	-600	$\Delta J\ddot{U} = -(1 - t) \cdot \Delta PRST$	6
OCF (= $J\ddot{U} + \Delta PRST$)	1.200	1.600	400	$\Delta OCF = t \cdot \Delta PRST$	7
Gewinnausschüttung CFF	-1.200	$-b \cdot 600$	$b \cdot 600$	$\Delta CFF = b \cdot (1 - t) \cdot \Delta PRST$	8

Tabelle C-8: Bildung von Pensionsrückstellungen

Die Finanzierungswirkung von Pensionsrückstellungen auf den Operativen Cashflow folgt der gleichen Logik, die wir bereits im Kapitel über überhöhte Abschreibungen und die stille Selbstfinanzierung kennengelernt haben: Die Zuführung zu den Pensionszusagen sind nicht zahlungswirksam, reduzieren aber den ausgewiesenen Gewinn in Höhe von 1,0 Mio. Euro ($\Delta PRST$; Zeile 4). Bei einem Steuersatz t von 40% vermeidet die Unternehmung dadurch Steuerzahlungen in Höhe von 400.000 Euro ($t \cdot \Delta PRST$; Zeile 5), weshalb der Operative Cashflow um diesen Wert steigt (Zeile 7).

Wir können dieses Ergebnis auch über die Bestimmungsgleichung für den OCF bzw. seine Veränderung $\Delta OCF = \Delta J\ddot{U} + \Delta PRST$ formal ableiten. In Höhe von $\Delta PRST$ steigt der Aufwand (Zeile 3). Die Gesamtwirkung auf den Jahresüberschuss $\Delta J\ddot{U}$ (Zeile 6) errechnet sich aus dem Rückstellungsaufwand $\Delta PRST$ und der Steuerersparnis, d. h.

$$\Delta J\ddot{U} = -\Delta PRST + t \cdot \Delta PRST = -(1 - t) \cdot \Delta PRST = -600.000 \text{ Euro.}$$

Die Wirkung auf den Operativen Cashflow ΔOCF (Zeile 7) erhält man, wenn zur Veränderung des Jahresüberschusses $\Delta J\ddot{U}$ die Zuführung zu den Pensionsrückstellungen addiert wird (Zeile 5 plus Zeile 3).

$$\Delta OCF = \Delta J\ddot{U} + \Delta PRST = -(1 - t) \cdot \Delta PRST + \Delta PRST = t \cdot \Delta PRST$$

Der Operative Cashflow liegt um $t \cdot \Delta PRST$ über dem Wert der Referenzunternehmung A und resultiert aus den vermiedenen Steuerzahlungen in Höhe von 400.000 Euro.

Wirkung auf den Gesamten Cashflow

Um ein vollständiges Bild von den Finanzierungswirkungen zu erhalten, müssen wir berücksichtigen, dass Pensionsrückstellungen den ausgewiesenen Jahresüberschuss reduzieren und damit auch einen Einfluss auf den Ausschüttungsbetrag an die Eigenkapitalgeber haben können. Wir müssen somit auch den Cashflow aus Finanzierung einbeziehen.¹³³

Der ausgewiesene Teil des Jahresüberschusses stellt die Grundlage zur Gewinnausschüttung dar. Der aber verringert sich durch die Zuführung von Pensionsrückstellungen in Höhe von $-(1-t) \cdot \Delta PRST$. Falls die Unternehmung einen Anteil b am Jahresüberschuss ausschüttet, erhalten die Eigenkapitalgeber folglich eine um $-b \cdot (1-t) \cdot \Delta PRST$ verringerte Auszahlung. Um die gesamten Finanzierungswirkungen zu erfassen, addieren wir zum Operativen Cashflow in Höhe von $t \cdot \Delta PRST$ daher die Erhöhung des Cashflows aus Finanzierung in Form einer reduzierten Gewinnausschüttung von $b \cdot (1-t) \cdot \Delta PRST$. Allgemein formuliert gilt für die Wirkung von Pensionsrückstellungen auf den Gesamten Cashflow einer Unternehmung daher:

$$\Delta GCF = \Delta OCF + \Delta CFF = t \cdot \Delta PRST + b \cdot (1-t) \cdot \Delta PRST$$

Formel C-3: Finanzierungswirkung von Pensionsrückstellungen

Dabei bezeichnet b die Ausschüttungsquote. Falls die Unternehmung den gesamten Jahresüberschuss ausschüttet ($b = 1$), erhöht sich der Finanzierungseffekt auf die volle Höhe der Zuführung zu den Pensionsrückstellungen. Der Ausdruck in der Formel vereinfacht sich zu $\Delta GCF = \Delta PRST$.

Wenn Sie diese Formel mit der Formel C-2, S. 160 vergleichen, erkennen Sie, dass die Finanzierungswirkung von Pensionszusagen im klassischen Szenario mit der Wirkung der stillen Selbstfinanzierung übereinstimmt.

Übung: Eine Unternehmung beschließt die Einführung von Pensionszusagen. Hierfür werden in 2012 Rückstellungen in Höhe von 12 Mio. € gebildet. Der Steuersatz beträgt 30%. Die Ausschüttungspolitik der Unternehmung sieht vor, dass 60% des Gewinns an die Anteilseigner ausgeschüttet wird. Ermitteln Sie die Wirkung der Pensionszusage auf den Operativen Cashflow und den Gesamten Cashflow der Unternehmung.

Antwort: Der Operative Cashflow erhöht sich um $t \cdot \Delta PRST = 0,3 \cdot 12 \text{ Mio. €} = 3,6 \text{ Mio. €}$. Die Wirkung auf den Gesamten Cashflow ergibt sich aus Formel C-3.

$$\Delta GCF = (0,3 \cdot 12 + 0,6 \cdot (1 - 0,3) \cdot 12) \text{ Mio. €} = 3,6 \text{ Mio. €} + 5,04 \text{ Mio. €} = 8,64 \text{ Mio. €}$$

Die Pensionszusagen erhöhen die Finanzmittel der Unternehmung in 2012 um 8,64 Mio. €. Davon resultieren 3,6 Mio. € aus vermiedenen Steuerzahlungen und 5,04 Mio. € aus einer geringeren Gewinnausschüttung zu Lasten der Eigenkapitalgeber.

16.3 Finanzierungswirkung in der Auflösungsphase

Zu einem bestimmten Zeitpunkt muss die Unternehmung ihre Pensionszusage einlösen. Hierzu löst sie die in der Vergangenheit gebildeten Rückstellungen auf. Zur besseren Vergleichbarkeit unterstellen wir zum Auflösungszeitpunkt wiederum einen Gewinn vor Steuern von 2,0 Mio. Euro und einen Steuersatz von 40%.

¹³³ Zur Erinnerung: Die Gewinnausschüttung ist Teil des Cashflows aus Finanzierung (CFF).

(jeweils in 1.000 Euro)	A	B	$\Delta = B - A$	
Gewinn vor Steuern und Auflösung $\Delta PRST$	2.000	2.000	0	
Ertrag aus Auflösung $\Delta PRST$	0	1.000	1.000	$\Delta PRST$
Pensionsaufwand	0	-1.000	-1.000	$-\Delta PRST$
Steuern	-800	-800	0	0
Jahresüberschuss	1.200	1.200	0	0
Operativer Cashflow ($J\ddot{U} + \Delta PRST$)	1.200	200	-1.000	$\Delta OCF = \Delta PRST$

Tabelle C-9: Auflösung von Pensionsrückstellungen

Die Ausgangssituation ist in der Spalte A dargestellt. Da keine Pensionszusagen getroffen wurden, fallen auch keine Pensionszahlungen an. In Spalte A erhalten wir deshalb einen Jahresüberschuss von 1,2 Mio. Euro. B hingegen hat in der Vergangenheit Pensionszusagen getroffen. Nun tritt annahmegemäß der Rückstellungsfall im Umfang der Rückstellungsbildung ein und B muss Pensionszahlungen leisten. Hierzu löst sie ihre Pensionsrückstellung in Höhe von $\Delta PRST$ auf. Die Auflösung einer Rückstellung führt zu einem Ertrag aus Auflösung einer Rückstellung in Höhe von 1,0 Mio. Euro. Da annahmegemäß jedoch der Rückstellungsfall eintritt, entsteht ein Aufwand in gleicher Höhe und führt so faktisch zu einer erfolgsneutralen Auflösung der Rückstellung. Der Jahresüberschuss von A und B stimmen daher überein.

Die Finanzierungswirkungen zeigen sich erst bei der Betrachtung des Operativen Cashflows. Während der Ertrag aus der Auflösung von Pensionsrückstellungen nicht zahlungswirksam ist, führen die Pensionszahlungen zu einem zahlungswirksamen Aufwand. Damit erleidet die Unternehmung einen Finanzmittelabfluss in voller Höhe der Rückstellungsauflösung $\Delta PRST$.

Das gleiche Ergebnis erhalten wir über die Bestimmungsgleichung für die Veränderung des OCF. Es gilt: $\Delta OCF = \Delta J\ddot{U} + \Delta PRST$. Die Größe $\Delta PRST$ ist in unserem Fall negativ, nämlich -1,0 Mio. Euro, da in dieser Höhe Pensionsrückstellungen aufgelöst wurden. Da sich der Jahresüberschuss durch die Auflösung der Rückstellung nicht verändert, können wir der Formel unmittelbar entnehmen, dass sich der Operative Cashflow in Höhe von $\Delta PRST$ reduziert.

Die Wirkungen auf den Gesamten Cashflow sind schnell erfasst. Da sich der Jahresüberschuss von A und B nicht unterscheidet, hat die Auflösung von Pensionsrückstellungen auch keinen Einfluss auf die Gewinnausschüttung der Unternehmung. Die Ausschüttungsquote ist in der Auflösungsphase bedeutungslos. Die Wirkung auf den Gesamten Cashflow stimmt mit der Wirkung auf den Operativen Cashflow überein.

Wer bezahlt die Pensionszusage?

Wir kennen nun die Wirkungen der Einführung von Pensionszusagen auf die einzelnen Cashflow-Komponenten und können deshalb die Frage beantworten, wer die Pensionszusagen tatsächlich finanziert.

Zunächst müssen wir noch einmal daran erinnern, dass das klassische Szenario analysiert wird. Wir gehen folglich von einer Unternehmung aus, die ab einem bestimmten Zeitpunkt zusätzlich zum Lohn- und Gehalt eine Zusatzleistung in Form einer

Pensionszusage einführt. Die daraus resultierenden Finanzierungswirkungen in der Bildungsphase haben wir im Detail beschrieben und quantifiziert. Im Ergebnis erfolgt die Finanzierung dieser Zusatzleistung teilweise durch den Staat ($t \cdot \Delta PRST$) über eine Verringerung der Steuereinnahmen. Zur Finanzierung tragen aber auch die Anteilseigner bei, da sich ihre Gewinnausschüttung reduziert $b \cdot (1 - t) \cdot \Delta PRST$. Die Unternehmung selbst trägt rechnerisch den Rest. Nehmen wir einen Wert von $t = 30\%$ und eine Ausschüttungsquote $b = 60\%$, dann finanziert der Staat 30% der Zusatzleistung, die Anteilseigner 42% und die Unternehmung selbst trägt nur 28%.

Da die Unternehmung durch die Zuführung zu den Pensionsrückstellungen jährlich bis zum Auszahlungszeitpunkt weniger Steuern zahlt und weniger an ihre Anteilseigner ausschüttet, verbleiben in der Bildungsphase Jahr für Jahr diese so geschaffenen Finanzmittel innerhalb der Unternehmung. Diese Finanzmittel sind das Äquivalent für die Pensionszusage und stehen daher den betroffenen Arbeitnehmern zu. Da diese Zusatzleistungen allerdings erst nach vielen Jahren und Jahrzehnten ausgezahlt werden, ist die Unternehmung in diesem Zeitraum gewissermaßen der treuhänderische Verwalter dieser Finanzmittel. Sie unterliegt aber während des gesamten langen Zeitraums keinerlei Beschränkung in der Verwendung der Finanzmittel.

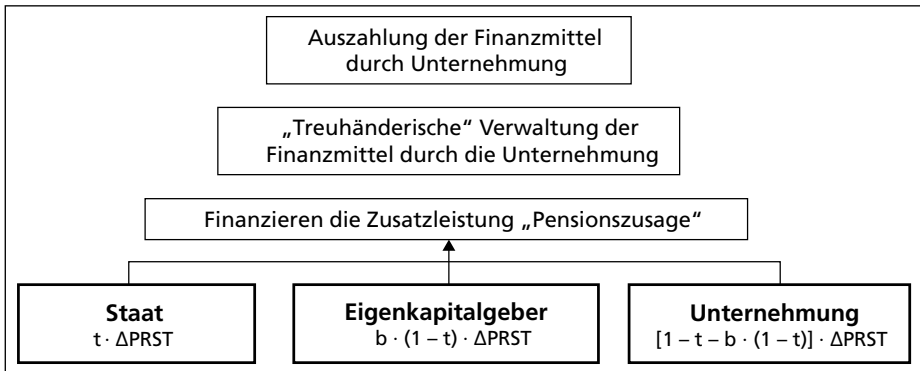


Abbildung C.4: Ökonomische Deutung von Pensionszusagen

In der Auflösungsphase steht die Unternehmung in der Pflicht die Pensionszusagen einzulösen. Die buchhalterische Auflösung der Pensionsrückstellung selbst generiert keinen Finanzmittelzufluss, sondern zeigt nur an, dass Teile der Verpflichtungen reduziert werden. Die Pensionszahlungen müssen vielmehr aus dem laufenden Operativen Cashflow der Unternehmung finanziert werden. In dieser Phase zahlt die Unternehmung faktisch die Finanzmittel an die Mitarbeiter aus, die ihr Jahre und Jahrzehnte zuvor vom Staat und den Eigenkapitalgeber zur Verfügung gestellt wurden.

Eine Unternehmung kann die Belastung des Operativen Cashflows in der Auflösungsphase nur vermeiden, wenn sie die Gegenwerte der Rückstellungen in der Bildungsphase in Finanzanlagen investiert, die dann in der Auflösungsphase sukzessive verkauft werden. Der Verkauf der erworbenen Finanzanlagen gleicht so den Finanzmittelabfluss durch die Pensionszahlungen aus. Es muss aber nochmals betont werden, dass es der Unternehmung völlig freigestellt ist, was sie mit dem Gegenwert der Pensionsrückstellungen macht.

16.4 Zusammenfassende Phasendarstellung

Die bisherige Analyse zeigte, in welchem Umfang der Gesamte Cashflow einer Unternehmung durch Pensionszusagen in der Bildungsphase steigt und in der Auflösungsphase belastet wird. Üblicherweise treten dabei beide Effekte parallel auf, da die Unternehmung einerseits für bereits ausgeschiedene Mitarbeiter Pensionszahlungen leisten muss, andererseits aber für erwerbstätige Mitarbeiter neue Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen bilden kann. Die Gesamtwirkung erhalten wir, wenn man beide Effekte addiert. Wir können die saldierten Finanzierungswirkungen dabei in drei Phasen einteilen, wobei die einzelnen Phasen viele Jahre oder gar Jahrzehnte andauern können.

Phase I

In der ersten Phase übertrifft die Zuführung neuer Pensionsrückstellungen in jedem Jahr die Höhe der Pensionszahlungen. Der Unternehmung fließen daher jährlich Finanzmittel in Höhe der Nettozuführung zu den Pensionsrückstellungen zu ($\Delta PRST > 0$).¹³⁴ Die jährlichen Nettozuführungen erhöhen im Laufe der Jahre den Finanzmittelbestand immer mehr, dargestellt in der Y-Achse „Kumulierte Finanzmittel“ der Abbildung C.5. Wenn eine Unternehmung jährlich z. B. 10 Mio. Euro zuführt, dann stehen nach fünf Jahren bereits 50 Mio. Euro Finanzmittel durch die Rückstellungsbildung zur Verfügung. Diese Phase ist sehr angenehm für eine Unternehmung, da jährlich wachsende Finanzmittel generiert werden, die größtenteils vom Staat und den Eigenkapitalgebern zur Verfügung gestellt werden.

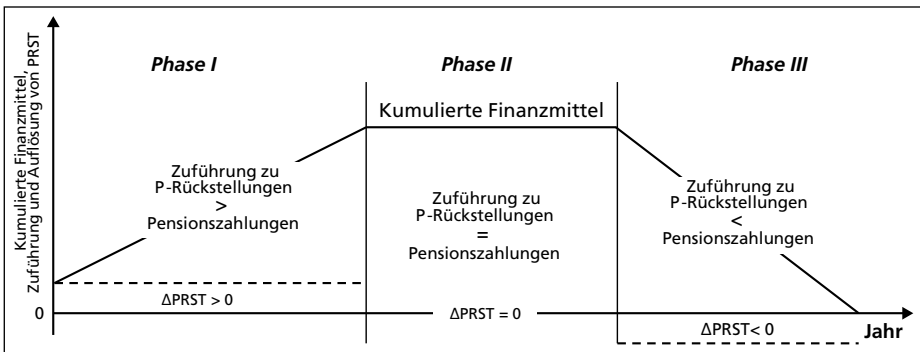


Abbildung C.5: Die drei Phasen bei Pensionsrückstellungen

Phase II

In Phase II ist die Bildung neuer Pensionsrückstellungen so hoch wie die Auflösung von Pensionsrückstellungen ($\Delta PRST = 0$). Der Finanzmittelabfluss durch Pensionszahlungen wird durch den Finanzmittelzufluss durch neue Rückstellungen exakt ausgeglichen,

¹³⁴ Um die Finanzwirkung von Pensionsrückstellungen in der Bildungsphase unmittelbar mit dem Abfluss von Finanzmitteln in der Auflösungsphase saldieren zu können, muss man eine vollständige Gewinnausschüttung unterstellen. Nur dann reduziert sich die Wirkung auf $\Delta GCF = \Delta PRST$ und damit auf den gleichen Wert wie in der Auflösungsphase. Die exakte Beschreibung ergibt sich aus Formel C-3, $\Delta PRST \cdot (t + b \cdot (1 - t))$.

weshalb die in der Vergangenheit gebildeten Finanzmittel auf konstantem Niveau verharren.¹³⁵ In dieser Phase steigen die kumulierten Finanzmittel zwar nicht mehr an, jedoch kann die Unternehmung weiterhin über die in der Vergangenheit gebildeten Finanzmittel vollumfänglich verfügen.

Phase III

In der dritten Phase übersteigen die Pensionszahlungen die Neubildung von Pensionsrückstellungen. Damit sinken die zur Verfügung stehenden Finanzmittel. Diese Phase ist kritisch für eine Unternehmung, da die laufenden Pensionszahlungen vollumfänglich zu Lasten des Operativen Cashflows gehen und damit die finanziellen Spielräume stark beschnitten werden. Faktisch muss die Unternehmung in dieser Phase die Finanzmittel auszahlen, die ihr Staat und Eigenkapitalgeber Jahre und Jahrzehnte zuvor zur Verfügung gestellt hatten, um die Zusatzleistung „Pensionszusage“ zu finanzieren.

16.5 Ermittlung der Höhe von Pensionsrückstellungen

Bisher wurde die Zuführung zu den Pensionsrückstellungen als vorgegebene, feste Größe behandelt. Doch wie wird sie tatsächlich ermittelt? Die Ermittlungsvorschriften hängen davon ab, nach welchem Regelwerk (IAS/IFRS versus HGB) und nach welchem Verfahren innerhalb des Regelwerks vorgegangen wird. Da wir auf die Unterschiede im Detail nicht eingehen wollen, beschränken wir uns auf die Grundstruktur. Zur Illustration verwenden wir dabei ein Zahlenbeispiel, das der Abbildung C.6 zu Grunde liegt.

Die prinzipielle Vorgehensweise ist einfach. Die jährliche Zuführung zu den Pensionsrückstellungen muss so hoch sein, dass die Summe der Jahreswerte bis zum Renteneintritt dem Kapitalwert der versicherungsmathematisch errechneten Pensionszusagen entspricht. Die Ermittlung der Pensionsrückstellungen erfolgt dabei in drei Schritten:

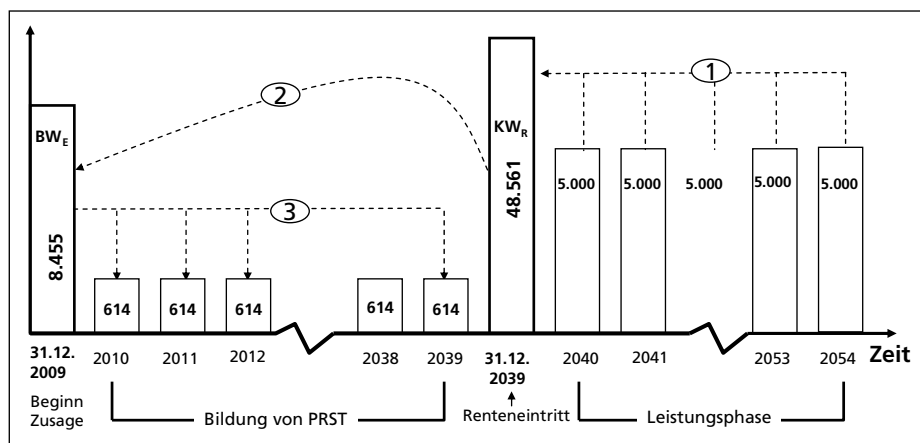


Abbildung C.6: Ermittlung der Pensionsrückstellungen

¹³⁵ Einen solchen Beharrungszustand hatten wir bereits bei der Analyse der Abschreibungen im Zusammenhang mit dem Kapazitätserweiterungseffekt kennen gelernt (C.13.2).

①: Ermittlung des Kapitalwerts der Leistungszusage zum Leistungszeitpunkt

Zunächst wird der Kapitalwert der zugesagten Pensionszahlungen zum Zeitpunkt des zukünftigen Renteneintritts berechnet. Im Beispiel erhält der Arbeitnehmer ab Rentenbeginn im Jahre 2040 bis zu seinem Lebensende eine jährliche Zahlung von 5.000 €. Bei einer erwarteten Leistungsdauer von 15 Jahren entspricht diese Zahlung einem Kapitalwert KW_R von 48.561,25 €, bezogen auf das Renteneintrittsjahr 2040.¹³⁶

②: Barwert der Leistungszusage zum Zusagezeitpunkt

Im zweiten Schritt wird dieser Kapitalwert auf den Zeitpunkt der Pensionszusage abdiskontiert. Eine Leistung von 48.561,25 € zum 31.12.2039 hat, bezogen auf den Zeitpunkt der Pensionszusage am 31.12.2009, einen Barwert BW_E von 8.455,0 €.¹³⁷

③: Ermittlung der Annuität bis zum Leistungsbeginn

Im dritten Schritt wird der Wert von BW_E mit Hilfe der Annuitätenformel gleichmäßig auf die Jahre bis zum Rentenbeginn verteilt. Wir erhalten so eine jährliche Zuführung zu den Pensionsrückstellungen von 614,25 €.¹³⁸ Pro Jahr erhöht sich damit der Gesamte Cashflow einer Unternehmung pro Mitarbeiter um 614,25 € (bei vollständiger Gewinnausschüttung).

16.6 Verzinsung und Sicherheit von Pensionszusagen

Je geringer der verwendete Diskontierungszins ist, desto höher sind die aus den Pensionszusagen errechneten jährlichen Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen. Wenn wir in unserem letzten Zahlenbeispiel einen Diskontierungszins von null verwenden würden, dann stiegen die jährlichen Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen von 614,25 € auf 2.500 € an.¹³⁹ Der Finanzierungswirkung wäre fast viermal so hoch. Unternehmungen haben deshalb ein großes Interesse an einem möglichst geringen Diskontierungszins, weil dadurch die rechnerischen Zuführungen steigen. Der zulässige Wert ist jedoch in der Steuerbilanz für alle Unternehmungen unverrückbar mit 6,0% vorgegeben. Lediglich bei der Handelsbilanz kann die Unternehmung davon abweichen und den Zinssatz verwenden, den sie jeweils für einen langfristigen Kredit zahlen müsste.

Ein vorgegebener Zinssatz von 6% bedeutet, dass die Summe der Rückstellungen (30 Jahre \cdot 614,25 € = 18.427,5 €) deutlich geringer ist als der Kapitalwert der Pensionszusagen (48.561,25 €). Wie können wir die Differenz interpretieren?

Falls die Unternehmung im Schnitt 6% auf die jährlich zugeführten Rückstellungen verdient, reichen die Rückstellungen plus der daraus resultierende Zinsertrag gerade aus, um den Kapitalwert der Pensionszusage zu erreichen. Die 6% sind daher nicht nur buchhalterisch als Diskontierungszins zu verstehen, sondern bedeuten, dass die Unternehmung die durch Rückstellungen zur Verfügung gestellten Finanzmittel faktisch mit 6% verzinsen muss. Der „Kredit“ ist daher nicht zinslos, sondern mit (zumindest bei den derzeitigen Kapitalmarktsätzen) einem relativ hohen Zinssatz verbunden.

¹³⁶ Benutzen Sie hierfür die Formel A-13 (S. 55) zur Ermittlung des Kapitalwerts bei konstanten Zahlungen (Annuität). Z entspricht 5.000 € und $n = 15$. Für diese und alle folgenden Berechnungen haben wir einen Diskontierungsfaktor r von 6% angenommen.

¹³⁷ Formel A-11 (S. 53) zur Ermittlung eines Kapitalwerts mit $Z = 48.561,25$ € und $n = 30$.

¹³⁸ Formel A-13 (S. 55) muss nach Z aufgelöst werden mit $KW = 8.455,0$ €, $n = 30$ und $r = 0,06$.

¹³⁹ $KW_R = 15 \cdot 5.000$ € = 75.000 € = KW_E . Aufgeteilt auf 30 Jahre ergeben sich 2.500 €. Bei einem Zinssatz von 0% stimmen Kapitalwert und Nominalwert ja überein.

Sicherheit der Pensionszusagen

Pensionszusagen erhöhen die Finanzmittel einer Unternehmung, da die Zuführung zu den Pensionsrückstellungen zu einer verringerten Steuerzahlung und zu einer verringerten Gewinnausschüttung an die Eigenkapitalgeber führt. Diese Finanzmittel werden von der Unternehmung bis zum Auszahlungszeitpunkt „verwaltet“, wobei sie in der Verwendung der Mittel bis zum Auszahlungszeitpunkt keiner Beschränkung unterliegt. Das Management kann damit nach Gutdünken verfahren. Es kann Kredite tilgen, Investitionen finanzieren, Gewinnausschüttungen vornehmen, usw. Es gibt hierzu keine Einschränkung, obwohl die Finanzmittel tatsächlich „Verbindlichkeiten“ gegenüber den eigenen Mitarbeitern darstellen. Ob eine Unternehmung Jahre und Jahrzehnte später tatsächlich in der Lage sein wird ihre eingegangenen Pensionsverpflichtungen aus dem zukünftigen Operativen Cashflow zu finanzieren, hängt entscheidend vom zukünftigen Erfolg der Unternehmung ab. Im Falle der Insolvenz der Unternehmung sind die Ansprüche der Pensionsberechtigten jedoch geschützt, da alle Unternehmungen mit Direktzusage zwangsweise Mitglied beim sogenannten Pensionsversicherungsverein werden und dort die bisher aufgelaufenen Pensionsansprüche abgesichert sind. Im Insolvenzfall übernimmt der Pensionsversicherungsverein die Erfüllung der Pensionszusagen, wobei die Finanzierung im Umlageverfahren durch die zwangsversicherten Mitglieder des Vereins erfolgt. Der Pensionsversicherungsverein hat aktuell 90.740 Mitgliedsunternehmungen und betreut rund 1,3 Mio. versorgungsberechtigte Rentner und Anwärter, die ihm nach der Insolvenz des Arbeitgebers zur Übernahme bzw. Aufrechterhaltung der Leistungen gemeldet wurden.¹⁴⁰

Was passiert, wenn ein Arbeitnehmer vor Eintritt des Ruhestands den Arbeitgeber wechselt? Nach fünf Jahren Betriebszugehörigkeit und einem Lebensalter über 30 Jahren sind Anwartschaften auf Pensionszahlungen unverfallbar, d. h. selbst nach dem Ausscheiden aus der Unternehmung hat der ausscheidende Mitarbeiter einen unverfallbaren Anspruch an die Unternehmung. Für Pensionszusagen, die vor dem 1.1.2001 gemacht wurden, lauten die Grenzen für Unverfallbarkeit 35. Lebensjahr und 10 Jahre Betriebszugehörigkeit.

16.7 Beurteilung von Direktzusagen

Direktzusagen eröffnen Unternehmungen eine ergiebige Finanzierungsquelle. Die zeitliche Verfügbarkeit der daraus resultierenden Finanzmittel ist extrem hoch und erstreckt sich oft über viele Jahrzehnte. Die Verzinsung der Finanzmittel ist über die gesamte Laufzeit in Höhe des Diskontierungszinssatzes von 6 % aus Sicht der Steuerbilanz fixiert. Die Anspruchsberechtigten haben keine Einflussmöglichkeit auf die Geschäftspolitik oder die Verwendung der Mittel. Sie können keine vorzeitige Rückzahlung fordern oder gar „ihren Kredit“ vorzeitig kündigen. Damit entfallen alle Kontrollmöglichkeiten, über die Fremd- und Eigenkapitalgeber üblicherweise verfügen.

Aus Sicht des Managements sind Pensionsrückstellungen anfänglich (in der Phase I der Abbildung C.5) eine höchst angenehme Finanzierungsquelle. Der Zeitpunkt der Einlösung der eingegangenen Verpflichtungen ist zeitlich noch weit entfernt (meistens jenseits der Laufzeit des eigenen Arbeitsvertrags des bewilligenden Vorstands), die positiven Finanzierungswirkungen treten aber bereits unmittelbar nach der Pensions-

¹⁴⁰ Pensionsversicherungsverein (psvag.de), Stand 31.12.2011.

zusage auf und es besteht kein Rechtfertigungszwang über die Verwendung dieser Mittel gegenüber den Kapitalgebern.

In der Phase II geht die Attraktivität deutlich zurück. Die positiven Wirkungen neuer Pensionszusagen werden durch die einzulösenden Pensionszahlungen aufgehoben. Die Finanzmittel erhöhen sich nicht mehr, doch stehen die bis dahin aufgelaufenen Finanzmittel der Unternehmung zumindest weiterhin vollumfänglich zur Verfügung.

Kritisch ist Phase III. In einer solchen Situation, wenn die Zahl der Mitarbeiter sinkt oder die Höhe von Direktzusagen für neue Mitarbeiter reduziert wird, fließen Teile der bisher zur Verfügung stehenden Finanzmittel über Pensionszahlungen aus der Unternehmung ab. Dieser Abfluss geht zu Lasten des Operativen Cashflows und belastet die Finanzlage der Unternehmung.

In den 70er und 80er Jahren wurden Pensionszusagen in Deutschland immer beliebter. Viele Unternehmungen führten damals Pensionszusagen ein und erschlossen sich eine Finanzierungsquelle mit vielen kurzfristigen Vorteilen. Da in Deutschland allerdings in den letzten Jahren die Mitarbeiterzahl deutlich reduziert wurde, Neueinstellungen teilweise nur im Ausland (ohne Pensionszusage) vorgenommen und Frühpensionierungen sowie Altersteilzeit gezielt gefördert wurden, fand ein relativ schneller Wechsel in die Phase III statt. Pensionszusagen der Vergangenheit erweisen sich daher zunehmend als Belastung für den laufenden Operativen Cashflow.

Weitere Risiken aus Unternehmungssicht

Der Abfluss von Finanzmitteln in der Phase III stellt für Unternehmungen das größte Risiko dar. Allerdings gibt es darüber hinaus eine Reihe weiterer Risiken:

Anlagerisiko

Die Finanzmittel werden der Unternehmung zu einem Zinssatz zur Verfügung gestellt, der dem verwendeten Diskontierungszins entspricht. Aus Sicht der Steuerbilanz beträgt er 6%. Unabhängig, wofür die Unternehmung die Finanzmittel verwendet, stets gilt: Jede zukünftige Verzinsung des Gesamtkapitals, die unter 6% liegt, geht zu Lasten der Unternehmung und reduziert den Operativen Cashflow zusätzlich.

Biometrische Risiken

Die Unternehmung trägt auch die sogenannten biometrischen Risiken. Sie umfassen den Eintritt von nicht geplanten Versorgungsleistungen an Hinterbliebene durch Todesfall oder Invalidität. Das größte biometrische „Risiko“ ist dabei die „Langlebigkeit“ des Pensionsberechtigten. Da die Pensionszahlungen bis zum Todeszeitpunkt anfallen, ist das Glück eines langen Lebens für die Unternehmung mit einer zusätzlichen, nicht geplanten finanziellen Belastung verknüpft. Problematisch ist aus Unternehmungssicht dabei nicht, wenn einzelne Arbeitnehmer deutlich länger leben als der Durchschnitt. Problematisch ist, wenn die Lebenserwartung insgesamt ansteigt. Nachträglich kann eine Unternehmung hierfür keine Pensionsrückstellungen mehr bilden, d. h. die in der Vergangenheit gebildeten Finanzmittel reichen nicht aus, um die unerwartet hohen Pensionszahlungen zu leisten. Die nachfolgende Abbildung fasst die Risiken einer Leistungszusage zusammen.

Das biometrische Risiko kann eine Unternehmung bei Direktzusagen allerdings umgehen. Hierzu muss sie ihre Leistungszusage in eine sogenannte Beitragszusage ändern. Die Unternehmung verpflichtet sich in diesem Fall dazu, bestimmte Beiträge

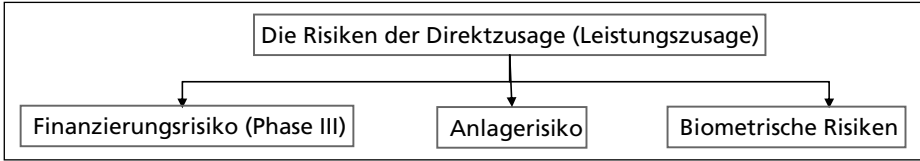


Abbildung C.7: Die Risiken von Direktzusagen

in eine Anwartschaft auf Alters-, Invaliditäts- und/oder Hinterbliebenenleistungen umzuwandeln. Es wird zwar auch eine Versorgungsleistung zugesagt, doch wird sie nicht der absoluten Höhe nach festgelegt, sondern ergibt sich aus den zugesagten Beiträgen plus einer zugesagten Verzinsung der Beiträge. Damit trägt der Arbeitnehmer das biometrische Risiko. Anlagerisiko und Finanzierungsrisiko verbleiben bei der Unternehmung.

16.8 Alternative Durchführungswege der betrieblichen Altersvorsorge

Gemäß § 1 des Gesetzes zur Verbesserung der betrieblichen Altersvorsorge muss jeder Arbeitgeber seinen Mitarbeitern die Möglichkeit für eine betriebliche Altersvorsorge anbieten. Die Direktzusage ist die bedeutsamste von insgesamt fünf möglichen Durchführungswegen.

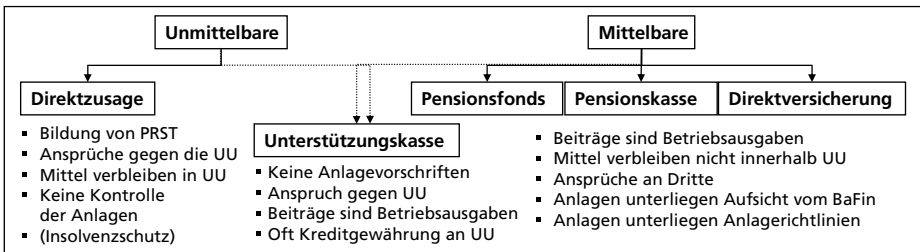
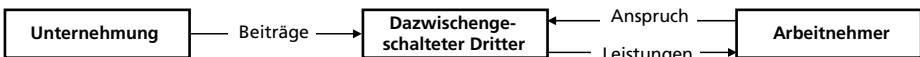


Abbildung C.8: Fünf Durchführungswege zur betrieblichen Altersvorsorge

Daneben gibt es aber auch die sogenannten mittelbaren Durchführungswege über Pensionsfonds, Pensionskasse und Direktversicherung. Sie unterscheiden sich in zwei zentralen Punkten von der Direktzusage:

1. Die Unternehmung bildet keine Rückstellungen mehr für die Versorgungsleistungen, sondern zahlt Beiträge an einen dazwischengeschalteten Dritten, d. h. an Pensionsfonds, an Pensionskassen oder an Versicherungen. Diese verwalten auch die während der Erwerbszeit der Arbeitnehmer angesammelten Finanzmittel. Die Beiträge der Unternehmung stellen dabei einen zahlungswirksamen Betriebsaufwand dar.
2. Die Versorgungsansprüche der Arbeitnehmer richten sich nicht mehr gegen die Unternehmung, sondern gegen den dazwischengeschalteten Dritten



Diese zwei Unterschiede haben zur Folge, dass die beschriebenen Finanzierungswirkungen einer Direktzusage bei den mittelbaren Durchführungswegen nicht mehr auftreten können. Die Unternehmung kann keine Finanzmittel intern ansammeln und als Finanzierungsquelle nutzen. Die mittelbaren Durchführungswegen sind daher aus Finanzierungssicht nicht relevant.

Die mittelbaren Durchführungswegen sind fast immer beitragsorientiert, d. h. biometrische Risiken trägt der Arbeitnehmer. Oft werden auch große Teile des Anlagerisikos auf den Arbeitnehmer abgewälzt, da die Unternehmung bei diesen Durchführungswegen lediglich einen Kapitalerhalt garantieren muss. Pensionsfonds, Pensionskasse und Direktversicherung unterscheiden sich dabei vorwiegend in steuerlichen Fragestellungen sowie in den Vorschriften, für welche Finanzanlagen die aus den Beiträgen angesammelten Finanzmittel verwendet werden dürfen.

Unterstützungskasse

Eine Zwitterposition nehmen die Unterstützungskassen ein. Sie weisen Charakteristika der mittelbaren Durchführungswegen und Charakteristika der Direktzusage auf. Unterstützungskassen werden von Unternehmungen gegründet, um die Verwaltung der Altersvorsorge außerhalb der eigenen Unternehmung vornehmen zu können. Manchmal gründen auch einige Unternehmungen gemeinsam eine Unterstützungskasse. Eine Gemeinsamkeit mit den mittelbaren Durchführungswegen besteht darin, dass die Zuwendungen für die Unterstützungskasse Betriebsaufwand darstellen. Gemeinsam ist auch, dass zur Durchführung der betrieblichen Altersvorsorge ein Dritter dazwischengeschaltet wird. Der Anspruch der Pensionsberechtigten besteht aber weiterhin gegen die Unternehmung. Damit wird ermöglicht, dass die Anlagen nicht der Aufsicht des BaFin unterliegen und dass es wie bei einer Direktzusage keine Vorschriften gibt, wie die angesammelten Finanzmittel angelegt werden müssen. Teilweise schleust die Unterstützungskasse die angesammelten Finanzmittel in Form eines Kredits wieder in die Unternehmung zurück.

Arbeitgeber- versus Arbeitnehmerfinanziert

Alle bisher dargestellten Durchführungswegen haben wir als arbeitgeberfinanzierte Modelle beschrieben, d. h. die erforderlichen Beiträge werden ausschließlich von der Unternehmung erbracht. Grundsätzlich sind die hier vorgestellten Durchführungswegen auch als arbeitnehmerfinanzierte Modelle im Rahmen einer Entgeltumwandlung möglich. Dabei wird ein Teil des Gehalts in Pensionsansprüche „umgewandelt“. Die Beiträge sind daher als Lohnbestandteil zu verstehen. Da diese Lohnbestandteile in gewissen Grenzen steuer- und sozialversicherungsabgabefrei sind, haben Arbeitnehmer einen großen Anreiz, einen Teil des Lohns in Form einer Betriebsrente anzusparen. Die Regelungen sind im Detail sehr komplex und umfangreich.

In der betrieblichen Praxis sind Mischformen vorherrschend, d. h. Arbeitnehmer und Arbeitgeber finanzieren gemeinsam die vereinbarten Beiträge.

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Aufteilung der 482,9 Mrd. Euro Deckungsmittel in den fünf Durchführungswegen für das Jahr 2010.¹⁴¹

¹⁴¹ Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V., aba-online.de.

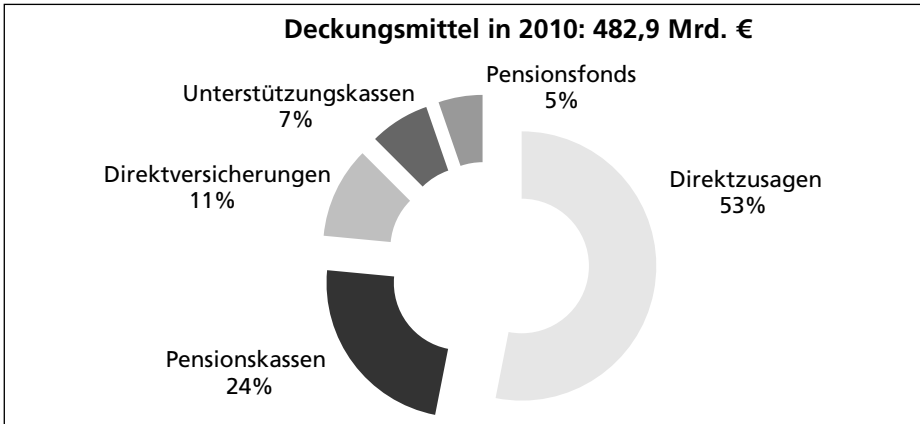


Abbildung C.9: Aufteilung der Durchführungswege

17 Innenfinanzierung aus Vermögensumschichtungen

Innenfinanzierung aus Vermögensumschichtung wird häufig auch als Innenfinanzierung durch Kapitalfreisetzung bezeichnet. Sie beruht darauf, dass die Unternehmung Teile ihres Anlage- und/oder Umlaufvermögens reduziert und somit Vermögensteile in Cash „umgeschichtet“ werden. Streng genommen könnten wir auch die Abschreibungsgegenwerte als „Vermögensumschichtung“ betrachten, doch sie werden im Rahmen des Operativen Cashflows als eigenständige Größe erfasst.

Eine Kapitalfreisetzung durch Vermögensumschichtung kann naturgemäß nur einmal pro Vermögensgegenstand stattfinden. Aus diesem Grunde ist diese Form der Innenfinanzierung keine stetig sprudelnde Finanzierungsquelle. Sie stellt die Ausnahme und nicht die Regel dar. Dennoch ist es für Unternehmungen eine wichtige Aufgabe, immer wieder im Rahmen von Rationalisierungs- und Restrukturierungsprogrammen nach Finanzmitteln zu suchen, die durch Vermögensumschichtungen gehoben werden können. Die Abbildung zeigt hierzu mögliche Maßnahmen auf.

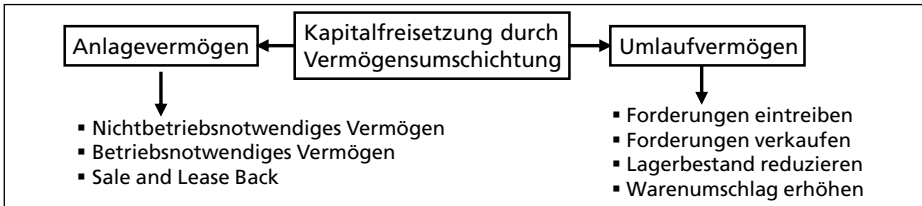


Abbildung C.10: Kapitalfreisetzung durch Vermögensumschichtung

17.1 Anlagevermögen

Eine naheliegende Quelle Finanzmittel zu generieren, stellt der Verkauf von nicht betriebsnotwendigem Vermögen dar, sei es in Form von nicht mehr benötigten Grundstücken, von aufgegebenen oder reduzierten Verkaufsstellen im Eigenbesitz, in Form eines verkleinerten Fuhrparks oder in Form von alten, ausgemusterten Maschinen. Die nicht mehr benötigten Vermögensteile binden ohne Nutzen Teile des eingesetzten Kapitals und eignen sich daher zum Verkauf und damit zur Erhöhung der Finanzmittel.

Deutlich problematischer ist der Verkauf von betriebsnotwendigen Vermögensteilen. Er reduziert die Ertragsmöglichkeiten der Unternehmung für die kommenden Jahre. Daher findet ein Verkauf von betriebsnotwendigem Vermögen meistens nur in einer schweren, die Existenz bedrohenden Krise statt, wenn die Finanzmittel aus dem Verkauf dringend benötigt werden, um die Unternehmung weiterhin handlungsfähig zu halten und neu zu strukturieren.

Bei einem „Sale and Lease Back“ werden ebenfalls betriebsnotwendige Vermögensteile verkauft. Jedoch mietet oder least die Unternehmung die Vermögensteile mit dem Verkauf unmittelbar vom Käufer zurück, um sie weiterhin betrieblich nutzen zu können. Die zukünftigen Ertragspotenziale der Unternehmung werden daher bei Sale and Lease Back-Transaktionen nicht beschnitten. Im Deutschen wird dieses Verfahren als „Rückmietverkauf“ bezeichnet.

Grundsätzlich muss sich eine Unternehmung bei allen betrieblich genutzten Vermögensgegenständen die Frage stellen, ob sie zwingend im Eigenbesitz sein müssen oder nicht kostengünstiger gemietet oder geleast werden sollten. Diese Frage stellt sich be-

vorzuzug bei Immobilien, da sie große Teile des Anlagevermögens einer Unternehmung darstellen. Darüber hinaus existiert hierfür ein funktionsfähiger Markt für Kauf und Vermietung. Sale and Lease Back-Transaktionen werden deshalb bevorzugt bei Immobilien durchgeführt. Das wohl prominenteste Beispiel ist derzeit Nokia. Der finnische Handyhersteller verkaufte 2012 seinen Konzernsitz bei Helsinki für 170 Mio. Euro an die finnische Investmentunternehmung Exilion und least das Gebäude zurück.

Sale and Lease Back-Transaktionen erhöhen zunächst unmittelbar den Cashflow über den Verkauf des Anlagevermögens. Allerdings wird der Operative Cashflow der Folgejahre durch die vertraglich vereinbarten Miet- oder Leasingverpflichtungen reduziert.

Sale and Lease Back können wir als Investition mit umgekehrten Vorzeichen verstehen. Bei einer Investition erfolgt zunächst die den Cashflow belastende Auszahlung, bevor in den Folgejahren der Rückfluss in Form der verrechneten Abschreibungen erfolgt. Bei einer Sale and Lease Back Transaktion hingegen findet zunächst die Einzahlung statt, bevor in den Folgejahren der Cashflow belastet wird.

Die Antwort auf die Frage, ob Sale and Lease Back betriebswirtschaftlich vorteilhaft ist, lässt sich nicht pauschal beantworten, sondern hängt vom konkreten Einzelfall ab.

17.2 Umlaufvermögen

Das Umlaufvermögen ist ein wesentlicher Kapitalbinder in der Bilanz deutscher Unternehmungen. Im Jahre 2010 betrug allein der Anteil der Forderungen und Vorräte an allen Aktiva im Durchschnitt knapp 48%.¹⁴² Aus diesem Grund ist es für Unternehmungen entscheidend, das Umlaufvermögen auf das notwendige Maß zu reduzieren.

Eine nahe liegende Maßnahme besteht im beschleunigten Eintreiben von offenen Forderungen. Eine Unternehmung kann aber auch bei darauf spezialisierten Organisationen ihre Forderungen mit einem entsprechenden Abschlag verkaufen. Diese Organisationen werden „Factor“ genannt. Der Vorgang selbst wird als „Factoring“ bezeichnet. Einige bekanntere Factoringgesellschaften sind die Deutsche Factoring Bank oder die SüdFactoring. Factoring ist ein Finanzierungsgeschäft, bei dem ein Factor Forderungen seines Klienten erwirbt, sie bis zur Fälligkeit bevorschusst und oft noch zusätzlich das Ausfallrisiko übernimmt. Da der Factor diese Dienstleistung nicht kostenlos erbringt, müssen die Kosten des Factoring dem Vorteil einer schnelleren Verfügbarkeit liquider Mittel gegenübergestellt werden.

Die Reduktion des Rohstofflagers oder der beschleunigte Abverkauf von bereits fertig gestellten Waren sind weitere Maßnahmen zur Reduktion des Umlaufvermögens. Die Wirkung ist stets die gleiche: Teile des im Umlaufvermögen gebundenen Kapitals werden freigesetzt, wodurch sich die Finanzmittel der Unternehmung entsprechend erhöhen. Wir werden dieses Thema auf Grund seiner enormen Bedeutung im vierten Teil dieses Buches in einem eigenem Kapitel unter dem Stichwort *Kurzfristiges Finanzmanagement* (I.45) wieder aufgreifen. Deshalb beschränken wir uns an dieser Stelle mit diesen kurzen Anmerkungen.

Rechnerisch zeigt sich die Innenfinanzierung aus Vermögensumschichtung in zwei Cashflowgrößen: Mögliche Verkäufe des Anlagevermögens spiegeln sich im Cashflow aus Investitionen wider ($CFI = Desinvestitionen - I$). Der Finanzierungseffekt einer Reduktion des Umlaufvermögens hingegen zeigt sich im nicht monetären Working Capital des Operativen Cashflow ($OCF = J\ddot{U} + AFA + \Delta RST - \Delta WC$).

¹⁴² Vergleiche hierzu Tabelle A-1; S. 15.

Abschnitt C: Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten

- Der Umfang der Innenfinanzierung lässt sich in folgender Gleichung erfassen:

$$\text{Innenfinanzierung} = \text{Thesaurierte Gewinne} + \text{AFA} + \Delta \text{RST} + \text{Vermögensumschichtung}$$

- Isoliert betrachtet erhöhen die Abschreibungsgegenwerte den Operativen Cashflow eines Jahres. Über den Investitionszyklus hinweg betrachtet fließen über Abschreibungsgegenwerte die Investitionsausgaben in den Folgejahren wieder steuerfrei in die Unternehmung zurück.

Der Finanzierungsbedarf beim Aufbau des Kapitalstocks einer Unternehmung ist wegen des Kapitalfreisetzungseffekts von Abschreibungen geringer als die dafür notwendigen Bruttoinvestitionen. Im Beharrungszustand, d. h. wenn die Abschreibungen so hoch sind wie die Bruttoinvestitionen, bleibt der Kapitalstock dem Wert nach konstant, wird aber ohne zusätzliche Finanzmittel immer wieder „erneuert“.

- Eine stille Selbstfinanzierung entsteht immer dann, wenn Unternehmungen Aktiva unter oder Passiva überbewertet. Die Finanzierungswirkung können wir dabei mit folgender Formel beschreiben: $\Delta \text{GCF}_{\text{SR}} = \Delta \text{OCF}_{\text{SR}} + \Delta \text{CFF}_{\text{SR}} = t \cdot \text{sR} + b \cdot \text{sR} \cdot (1 - t)$
- Aus Sicht des Managements stellt die offene und stille Selbstfinanzierung ein ideales Finanzierungsinstrument dar, weil sich die Finanzmittel mehr als bei allen anderen Finanzierungsformen der Kontrolle der Kapitalgeber entziehen. In abgeschwächter Form trifft dies auch für die Innenfinanzierung in Form von Abschreibungen und Pensionsrückstellungen zu.
- Führt eine Unternehmung Pensionszusagen als Zusatzleistung ein, dann sind hierfür Rückstellungen zu bilden. Die jährliche Zuführung zu den Pensionsrückstellungen muss so hoch sein, dass ihre Summe bis zum Renteneintritt dem Kapitalwert der versicherungsmathematisch errechneten Pensionszusagen entspricht.

Die Wirkung der Zuführung zu Pensionsrückstellungen (ΔPRST) auf den Gesamten Cashflow (GCF) einer Periode erfassen wir in folgender Gleichung:

$$\Delta \text{GCF} = \Delta \text{OCF} + \Delta \text{CFF} = t \cdot \Delta \text{PRST} + b \cdot (1 - t) \cdot \Delta \text{PRST}$$

Im Leistungsfall, d. h. wenn es zur Auszahlung der Pensionszusagen kommt, sinken der Operative und der Gesamte Cashflow in Höhe der Pensionszahlung.

Bei der Beurteilung der Finanzierungswirkung von Pensionszusagen müssen wir das Szenario exakt definieren, welches wir der Analyse zu Grunde legen. In der klassischen Betrachtung werden Pensionszusagen als Zusatzleistung der Unternehmung betrachtet. Wir können zeigen, dass diese Zusatzleistung faktisch größtenteils vom Staat ($t \cdot \Delta \text{PRST}$) und von den Eigenkapitalgebern ($b \cdot (1 - t) \cdot \Delta \text{PRST}$) finanziert wird. Die Unternehmung fungiert gewissermaßen als Treuhänder zur Verwaltung der vom Staat und den Eigenkapitalgebern bereitgestellten Finanzmittel und zahlt sie im Leistungsfall aus. Bis zur Auszahlung der Finanzmittel ist die Unternehmung frei in der Verwendung der Finanzmittel und unterliegt keinerlei Beschränkung.

Die durch Pensionszusagen bereitgestellten Mittel sind für die Unternehmung nicht kostenlos. Steuerrechtlich müssen sie mit 6% verzinst werden.

Die Finanzmittel, die durch die Zuführung von Pensionsrückstellen entstehen, sind mit Finanzierungsrisiken, mit Anlagerisiken und mit biometrischen Risiken verknüpft. Daher gehen viele Unternehmungen dazu über, die Direktzusage durch mittelbare Durchführungswege zu ersetzen.

Anhang zum Abschnitt Innenfinanzierung

Besteuerung von Kapitalgesellschaften

Das Ausmaß der offenen und der stillen Selbstfinanzierung wird stark von der Höhe der Besteuerung beeinflusst. Da die Besteuerung von Einzelkaufleuten und Personengesellschaften auf Gesellschafterebene stattfindet, beschränken wir uns an dieser Stelle auf Kapitalgesellschaften.

Die Kapitalgesellschaft unterliegt als juristische Person in Form der Körperschaftsteuer (KSt) einer eigenständigen Besteuerung, die unabhängig von ihren Gesellschaftern stattfindet. Die Körperschaftsteuer ist gewissermaßen die „Einkommenssteuer der Kapitalgesellschaften“. Der lineare Körperschaftsteuersatz beträgt seit dem 1.1.2008 15% des zu versteuernden Gewinns. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Gewinne ausgeschüttet oder thesauriert werden.

Eine Neuerung stellt die Zinsschranke dar. Sie begrenzt unter bestimmten Voraussetzungen die steuerliche Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen auf 30% des EBITDA. Details finden Sie weiter unten im Text.

Neben der Körperschaftsteuer fällt der Solidaritätszuschlag an. Der Solidaritätszuschlag wird mit kurzen Unterbrechungen seit 1991 zur Finanzierung der Kosten der deutschen Wiedervereinigung erhoben. Er ist eine Ergänzungsabgabe in Höhe von derzeit 5,5% zur Einkommensteuer und zur Körperschaftsteuer.

Die dritte Steuerkategorie ist die Gewerbesteuer. Der Gewerbesteuer unterliegt in Deutschland jeder Gewerbebetrieb, unabhängig von seiner Rechtsform. Die Steuerbemessungsgrundlage ist der sogenannte Gewerbeertrag. Er stimmt in weiten Teilen mit der Steuerbemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer überein, doch es gibt auch einige wesentliche Unterschiede. Am bedeutsamsten ist die seit 1.1.2008 wirksame Vorschrift, dass zur Ermittlung des Gewerbeertrags dem steuerpflichtigen Gewinn 25% der Fremdkapitalzinsen und die Finanzierungsanteile von Mieten, Pachten oder Leasingraten hinzugerechnet werden.

Der Steuersatz für die Gewerbesteuer liegt seit dem 1.1.2008 linear bei 3,5%. Da die Gewerbesteuer den Gemeinden zufließt, können die Gemeinden selbstständig einen sogenannten Hebesatz festlegen, der sich von Gemeinde zu Gemeinde oft stark unterscheidet. Die Größenordnung der Hebesätze liegt in dem breiten Band von 200% bis 500%. Bei einem Hebesatz von 490%, dem aktuellen Hebesatz von München, beträgt die Gewerbesteuer z. B. $17,15\% = 3,5\% \cdot 4,90$.

Tabelle C-10, Gesellschaftsebene, zeigt den Jahresüberschuss bei einem Gewinn vor Steuern in Höhe von 1.000 Euro auf. Der Einfachheit halber unterstellen wir, dass der Gewerbeertrag mit dem Gewinn vor Steuern übereinstimmt. Bei einem unterstellten Hebesatz von 405% ergeben sich Gesamtsteuern von genau 30% und damit ein Jahresüberschuss von 700 Euro.

Gesellschaftsebene		Gesellschafterebene	
Gewinn vor Steuern	1.000,0 €	Ausschüttungsbetrag	700 €
- Gewerbesteuer (3,5 % · Hebesatz 405 %)	-141,75 €	Abgeltungssteuer 25 %	-175 €
- KSt (15 %)	-150,0 €	Solidaritätszuschlag (5,5 %)	-9,62 €
- Solidaritätszuschlag (5,5 % von KSt)	-8,25 €	Alternativ Einkommensteuer, falls Einkommenssteuersatz < 25 %	
Gesamtsteuern	-300 €		
Jahresüberschuss	= 700 €	Nettobetrag	= 515,38 €

Tabelle C-10: Besteuerung auf Gesellschafts- und Gesellschafterebene

Betrachten wir nun die Ebene der Gesellschafter. Seit dem 1.1.2009 wird die Einkommensteuerschuld für alle Zins- und Dividendeneinkünfte sowie für Kursgewinne auf Finanzanlagen pauschal durch eine Abgeltungssteuer in Höhe von 25 % „abgegolten“. Zusätzlich fällt der Solidaritätszuschlag von 5,5 % an. Wenn wir, wie hier im Beispiel, eine vollständige Ausschüttung unterstellen, dann erreichen den Gesellschafter vom Ausschüttungsbetrag von 700 Euro noch 515,38 Euro.

Zinsschranke

Die Zinsschranke wurde im Zuge der Unternehmenssteuerreform 2008 eingeführt. Sie sieht vor, dass Unternehmungen unter bestimmten Voraussetzungen nur noch einen Teil ihrer Fremdkapitalzinsen als Betriebsaufwand geltend machen können. Die Begründung für die Einführung der Zinsschranke war die Sorge, dass Konzerne ihre in Deutschland erwirtschafteten Gewinne in Länder mit geringerer Steuerbelastung transferieren. Hierfür muss der deutschen Tochtergesellschaft nur ein konzerninterner Kredit von einer Konzerneinheit gewährt werden, die in einem Land mit geringerer Steuerbelastung angesiedelt ist. Da die Fremdkapitalzinsen in Deutschland Betriebsaufwand darstellen und die Zinserträge in einem Land mit geringerer Steuerlast als in Deutschland versteuert werden, verringert sich aus Konzernsicht die Steuerzahlung.

Keine Beschränkung der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen ist weiterhin gegeben, falls eine der folgenden Voraussetzungen vorliegt:

1. Der Zinssaldo (Zinsaufwand abzüglich Zinsertrag) liegt unter 1,0 Mio. Euro.
2. Der Betrieb gehört nicht oder nur anteilmäßig zu einem Konzern.
3. Die Eigenkapitalquote des Betriebs unterschreitet die Eigenkapitalquote des Konzerns höchstens um 1 %.

Bemessungsgrundlage für den beschränkten Zinsabzug ist das steuerliche EBITDA. Es steht für die englische Bezeichnung „*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*“ und ist wie folgt definiert:

EBIT

+ Abschreibungen auf Sachanlagen

+ Abschreibungen auf Goodwill

= EBITDA

Zum EBITDA wird der Zinssaldo addiert. Die Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen ist auf 30% dieses Betrags reduziert plus die Zinsaufwendungen in Höhe des Zinsertrags. Machen wir es uns an einen Beispiel klar:

Zinsaufwand	- 4.000.000 €		
- Zinsertrag	- 1.000.000 €		
= Zinssaldo	<u>3.000.000 €</u>		
Gewinn vor Steuern	1.500.000 €		
+ Abschreibung	+ 1.100.000 €		
+ Zinsaufwand	+ 4.000.000 €		
- Zinsertrag	- 1.000.000 €	Zinsertrag	1.000.000 €
= (steuerliches) EBITDA	<u>5.600.000 €</u>	davon max. 30%	<u>1.680.000 €</u>
<i>insgesamt abzugsfähig</i>			2.680.000 €
Zinsaufwendungen		4.000.000 €	
davon insgesamt abzugsfähig		- 2.680.000 €	
Resultierender Zinsvortrag		1.320.000 €	

In Abhängigkeit von den Werten für EBITDA und den Zinssaldo ist es einer Unternehmung nicht immer möglich ihren gesamten Zinsaufwand zum Abzug zu bringen. Die Differenz, der Zinsvortrag, erhöht im nächsten Jahr den Zinssaldo. Er kann auf unbestimmte Zeit vortragen werden.

Aufgaben zum Abschnitt C

Hinweis: Die Lösungen finden Sie auf der Webseite zum Buch unter www.vahlen.de.

1. Aus der GuV können wir folgende Zahlen (in Euro) für das Berichtsjahr 01 entnehmen:

Umsatzerlöse	1.000
Materialaufwand	450
Personalaufwand	325
Zinsaufwand	20
Zuführung zu den Pensionsrückstellungen	35
Abschreibungen	60
Steuern	30
Jahresüberschuss	80

Folgende Bilanzpositionen verändern sich im Berichtsjahr im Vergleich zum Vorjahr:

Erhöhung der Gewinnrücklage	20
Senkung der RHB-Stoffe	10
Reduktion der langfristigen Verbindlichkeiten	150
Erhöhung der kurzfristigen Bankverbindlichkeiten	160
Erhöhung des Anlagevermögens	80

- Ermitteln Sie das Innenfinanzierungsvolumen für das Berichtsjahr 01.
- Wie hoch ist der GCF in diesem Jahr? Wie lauten die Einzelkomponenten?

C. Innenfinanzierung

2. Welche der folgenden Aussagen sind richtig?
 - a. Die Finanzierung aus Abschreibungsgegenwerten basiert darauf, dass die Abschreibungen in Höhe des tatsächlichen Wertverzehrs vorgenommen werden.
 - b. Die Finanzierung über Abschreibungsgegenwerte erfolgt durch eine Aufdeckung von stillen Reserven.
 - c. Die Finanzierung von Abschreibungsgegenwerten setzt voraus, dass die Unternehmung „ausreichend hohe“ Verkaufspreise hat.
 - d. Weil Abschreibungen einen nicht zahlungswirksamen Aufwand darstellen, können Abschreibungsgegenwerte die Finanzmittel erhöhen.
 - e. Investitionsausgaben fließen der Unternehmung über die Abschreibungsgegenwerte in den Folgejahren wieder unverteuert zurück.
3. Welche der folgenden Aussagen sind richtig?
 - a. Die offene Selbstfinanzierung tritt zu dem Zeitpunkt ein, wenn die Höhe des thesaurierten Gewinns festgelegt wird.
 - b. Stille Selbstfinanzierung entsteht, wenn Gewährleistungsrückstellungen zu hoch angesetzt werden.
 - c. Stille Selbstfinanzierung entsteht durch eine Überbewertung der Aktiva.
 - d. Die Wirkung von stillen Reserven auf den OCF ergibt sich durch $t \cdot sR$, wobei sR die Veränderung der stillen Reserven darstellt und t den Steuersatz.
4. Eine Unternehmung plant ab 1.1.2013 Pensionszusagen einzuführen. Hierzu muss sich jährlich Pensionsrückstellungen in Höhe von 10 Mio. € bilden. Die Ausschüttungsquote b beträgt 70%, der Steuersatz t 30%. Unterstellen Sie im Folgenden das „klassische Szenario“.
 - a. Wie stark erhöht sich jährlich der Operative Cashflows durch die Zuführungen?
 - b. Wie stark erhöht sich jährlich der Gesamte Cashflow?
 - c. Wie stark erhöhen sich die Finanzmittel c.p. nach 5 Jahren?
5. Welche der folgenden Aussagen sind richtig?
 - a. Pensionszusagen stellen Zusatzleistungen der Unternehmung dar und müssen daher auch von der Unternehmung finanziert werden.
 - b. Pensionszusagen werden vom Staat und den Eigenkapitalgebern finanziert.
 - c. Solange ausreichend Pensionsrückstellungen gebildet wurden, können die zugesagten Pensionszahlungen aus der Rückstellungsauflösung finanziert werden.
6. Welche der folgenden Aussagen sind richtig?
 - a. Die Unternehmung ist in der Verwendung der Finanzmittel völlig frei, die durch eine Zuführung zu den Pensionsrückstellungen entstehen.
 - b. Da die Finanzmittel, die durch eine Zuführung zu den Pensionsrückstellungen entstehen, faktisch einen Kredit der Mitarbeiter darstellen, muss die Unternehmung überzogene Risiken bei der Anlage der Finanzmittel vermeiden.
 - c. Bei den mittelbaren Durchführungswegen zur betrieblichen Altersvorsorge unterliegt die Unternehmung einer Aufsicht bei der Verwendung und Anlage der Finanzmittel, die durch Pensionsrückstellungen entstehen.
 - d. Beitragsorientierte Leistungszusagen sind aus Unternehmenssicht risikoärmer als leistungsorientierte Zusagen.

D. Fremdfinanzierung durch Kredite

Das lernen Sie in diesem Abschnitt

- Welche Gruppen von Fremdkapitalgebern gibt es?
- Was versteht man unter der Zinsstrukturkurve und welche Bedeutung hat sie für die Höhe des Kundenzinssatzes?
- Wie beeinflusst die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kreditnehmers den für ihn relevanten Kreditzins?
- Wie können wir einen möglichen Verlust berechnen, der bei einer Kreditvergabe aus Sicht des Kreditgebers auftritt? Welche Rolle spielt er für die Höhe des Zinssatzes?
- Welche Faktoren fließen in eine Kreditwürdigkeitsprüfung ein und welche Faktoren sind dabei von herausragender Bedeutung?
- Wie wird die Bonitätsbeurteilung eines Kreditnehmers durchgeführt?
- Was sind die „Produktionskosten“ eines Kredits aus Bankensicht? Welche Größen fließen in die Produktionskosten ein und wie wirken sie sich auf Kreditvergabe und geforderten Kundenzinssatz aus?
- Welche aufsichtsrechtlichen Bestimmungen haben Einfluss auf die Höhe des Kundenzinssatzes? Was versteht man in diesem Zusammenhang unter Basel I und Basel II?
- Kreditgeber fordern bei der Kreditvergabe häufig Sicherheiten. Welche Sicherheiten gibt es, welche Vor- und Nachteile haben sie aus Sicht der Kreditgeber und Kreditnehmer?
- Welche Kreditarten gibt es und welche Charakteristika haben Sie?