

Bross, Bernhard

Article — Digitized Version

Die Fremdfinanzierung: Definition und Darstellung

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Bross, Bernhard (1974) : Die Fremdfinanzierung: Definition und Darstellung, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 54, Iss. 3, pp. 157-160

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134661>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Die Fremdfinanzierung

Definition und Darstellung

Bernhard Bross, Düsseldorf

In ihrem Monatsbericht vom November 1973 weist die Deutsche Bundesbank im Rahmen einer Analyse der Jahresabschlüsse der Unternehmen für das Jahr 1971 erneut darauf hin, daß der Anteil der Eigenmittel am Bilanzvolumen weiter zurückging und mit 25,5% einen neuen Tiefpunkt erreichte. Demgegenüber war für das gleiche Jahr ein zwar gegenüber dem Vorjahr (+ 16,5%) geringerer Anstieg der Verbindlichkeiten um 12,5% festzustellen, der aber immer noch merklich über dem Wachstum der Bilanzsumme (+ 10%) lag. Ohne weitere Zahlen zu nennen oder auf die Schwierigkeiten bei der Erfassung und Aufbereitung des statistischen Materials einzugehen, wird erkennbar, welche Bedeutung der Fremdfinanzierung als Alternative zur Eigen- und Selbstfinanzierung der Unternehmen zukommt.

Die Fremd- oder Kreditfinanzierung läßt sich als Beschaffung von Zahlungsmitteln durch Kreditaufnahme charakterisieren, wobei weitere Annahmen über die Kreditkosten und über die Dauer der Kreditgewährung durch die Gläubiger zu machen sind. Die Zufuhr von Fremdkapital erfolgt durch ausstehende Gläubiger, wie etwa Banken, Versicherungen, Geschäftspartner oder Private. Die zahlreichen Arten der Fremdfinanzierung, auf die im folgenden kurz eingegangen werden soll, erlauben eine weitgehende Berücksichtigung der verschiedenen Gläubiger- und Schuldnerpräferenzen bei der Vertragsgestaltung, wobei der jeweiligen Situation an den einzelnen Kreditmärkten besondere Bedeutung zukommt.

Die der Unternehmung zur Verfügung stehenden Finanzierungsmittel lassen sich nicht in jedem Fall eindeutig den Kategorien Fremd- und Eigenkapital zuordnen¹⁾, da eine Betrachtung unter rechtlichen oder wirtschaftlichen Gesichtspunkten zu unterschiedlichen Ergebnissen führen kann. Als Beispiel einer derartigen Zwischenform lassen sich Pensionsrückstellungen nennen, die juristisch als Fremdkapital angesehen werden müssen, unter finanzwirtschaftlicher Sicht dagegen – vor allem bei wachsenden Unternehmen – eigenkapitalähnliche Finanzierungsfunktionen übernehmen können.

Grundsätzlich werden beim Fremdkapital Angaben über den Umfang der Verpflichtungen, den Gläubiger, den Zeitpunkt der Fälligkeit sowie den

Schuldgrund gemacht. Die Eindeutigkeit und Vollständigkeit der einzelnen Angaben kann nun je nach der gewählten Kreditart aufgehoben oder bis zu einem gewissen Grad abstrahiert werden, wie es bei bedingtem Fremdkapital der Fall ist, bei dem die Verbindlichkeit erst mit dem Eintritt bestimmter Bedingungen entsteht (z. B. Bürgschaft).

Üblicherweise untergliedert man die Arten der Fremdfinanzierung zunächst nach der Laufzeit in kurz- und langfristige Fremdfinanzierung und weiter nach Gläubigergruppen, wobei als Gläubiger Banken, Lieferanten, Kunden sowie private Gläubiger in Frage kommen. Bei der Laufzeit der Fremdfinanzierung wird nicht zwischen kurz- und mittelfristiger Kreditgewährung (bis zu einer Dauer von vier Jahren) unterschieden, da häufig aufgrund der kaum erfaßbaren Möglichkeiten der Prolongation solcher Kredite Schwierigkeiten bei der Zuordnung entstehen.

Die kurzfristige Fremdfinanzierung untergliedert man nach der Stellung der Gläubiger zur Unternehmung in Lieferanten-, Kunden- und Bankkredite. Beim Bankkredit lassen sich weiter der Kontokorrent-, Diskont-, Lombard-, Akzept-, Aval- und – als Sonderform des Akzeptkredites – der Rembourskredit als Untergruppe nennen. Beim Lieferantenkredit liegt eine Verbindlichkeit aus Warenlieferungen und Dienstleistungen und beim Kundenkredit eine Finanzierungsleistung aus geleisteten Anzahlungen vor. Nicht weniger bedeutend, in ihren Finanzierungsfunktionen aber häufig nicht explizit erwähnt, sind die Stundungsmöglichkeiten laufender Steuerschulden, das Industrie-Clearing sowie Factoring, Forfaitierung und Franchising, soweit hierbei nicht nur auf die Dienstleistungs- und Delkrederefunktionen, son-

¹⁾ Zum Eigenkapital vgl. den vorherigen Artikel von Bernd v. Arnim: Die Eigenfinanzierung – Definition und Darstellung.

Bernhard Bross, 26, Dipl.-Kaufmann und Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Besondere der Banken an der Universität zu Köln. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Betriebliche Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre.

dern auch auf die Finanzierungsfunktionen abgestellt wird.

Bei der langfristigen Fremdfinanzierung, die üblicherweise Kredite über eine Laufzeit von mindestens vier Jahren umfaßt, lassen sich die Finanzierung durch Schuldverschreibung (Anleihe, Obligation), durch Schuldschein und durch langfristigen Bankkredit (Bankdarlehen) unterscheiden. Für Einzelunternehmen besteht noch eine langfristige Finanzierungsmöglichkeit durch persönliche Darlehen etwa in Form stiller Gesellschafter, während unabhängig von der Rechtsform der Unternehmen auch dem Leasing eine langfristige Finanzierungsfunktion zukommen kann.

Das Finanzierungsinstrument Schuldverschreibung kann eine ganze Reihe von Modifikationen erfahren, die es – etwa durch entsprechende Tilgungsmodalitäten – recht flexibel machen und die ihm in Verbindung mit Bezugsrechten an der Unternehmung sogar einen spekulativen Anreiz geben können. Ohne auf die vielfältigen Möglichkeiten hier näher einzugehen, seien als Untergruppe der Industrieobligation die Wandelschuldverschreibung, die mit einem Umtauschrecht in Aktien der emittierenden Kapitalgesellschaft ausgestattet ist, die Optionsanleihe, die ein Bezugsrecht auf Aktien des betreffenden Unternehmens gewährt, und die Gewinnschuldverschreibung genannt, mit der ein Anspruch auf Beteiligung am Gewinn der Gesellschaft – meist in Relation zu den Gewinnausschüttungen an die Aktionäre – verbunden ist.

Vorteile der Kreditfinanzierung

Für sehr langfristige und damit oft auch risikoreiche Investitionen wird aus verschiedenen Gründen neben Eigenkapital auch in erheblichem Umfang Fremdkapital eingesetzt. Einmal reicht das Angebot an Eigenmitteln am Kapitalmarkt solange nicht aus, wie keine besseren Konditionen geboten werden können bzw. die Diskriminierung der Aktie aufrechterhalten wird. Hinzu kommt ein steuerlicher Vorteil beim Einsatz von Fremdkapital aufgrund der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen. Doch entscheidender für den hohen Einsatz von Fremdkapital mögen die verschiedenen Möglichkeiten sein, die Risiken einer langfristigen Fremdfinanzierung durch eine flexible Ausgestaltung ihrer Konditionen zu verringern. Damit reichen die Möglichkeiten der langfristigen Kreditfinanzierung über den Bereich der reinen Anlagenfinanzierung hinaus, wenn etwa im Rahmen von Unternehmensgründungen nicht nur materielle, sondern auch immaterielle Vermögenswerte finanziert werden müssen oder bei Erweiterungs- und Entwicklungsvorhaben nicht nur neue Produktionsanlagen, sondern auch neue Produktionsprogramme und Forschungsarbeiten zu finanzieren sind.

Grundvoraussetzung einer langfristigen Kreditfinanzierung ist jedoch stets, daß ausreichende Eigenmittel vorhanden sind. Auf die zahlreichen Überlegungen über ein optimales Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital sei an dieser Stelle nur hingewiesen. Auf diesem Gebiet haben unterschiedliche Prämissen und Ziele zu einer Fülle von Aussagen, Modellen und natürlich auch Kontroversen geführt. Die Diskussion der verschiedenen Regeln, Grundsätze und geforderten Relationen vertikaler und horizontaler Bilanzstrukturen scheint insofern beendet zu sein, als solche exakten Kapitalstrukturregeln zwar analytisch nicht ausreichend zu begründen sind, dennoch – zumindest für die Praxis – den Rang von Nebenzielen haben, mit denen ein gewisser Grad an Sicherheit und Unabhängigkeit erreicht werden soll²⁾. Ähnlich verhält es sich bei der Betrachtung der verschiedenen Kapitalkosten-Modelle: Man kann keine allgemeingültige Methode zur Bestimmung der Kapitalkosten angeben, da alle Modelle zu unterschiedlichen Aussagen über einen optimalen Verschuldungsgrad kommen. Dennoch können die Überlegungen über Kapitalkostenverläufe bei finanzwirtschaftlichen Entscheidungen nicht unberücksichtigt bleiben³⁾.

Inflationsgerechte Finanzierungspolitik

Gerade in der heutigen Zeit, in der keine Unternehmensführung bei ihren Entscheidungen die Inflation weiter vernachlässigen darf, kommt den Grundsätzen und Vorschriften über den Einsatz von Eigen- und Fremdkapital erneut eine aktuelle Bedeutung zu. So wird z. B. eine verstärkte Ausweitung des Fremdkapitalanteils als eine inflationsgerechte Finanzierungspolitik bezeichnet.

Sicher läßt sich zumindest zu Beginn eines Inflationsprozesses durch einen vermehrten Fremdkapitaleinsatz ein Teil des Geldwertverlustes auf die Gläubiger abwälzen, wenn bei der Aufnahme der langfristigen Kredite keine Zinsgleitklauseln akzeptiert werden mußten oder wenn die Geld- und Kreditpolitik erst nach einer gewissen Zeit von einer Politik des billigen Geldes auf einen Restriktionskurs umschwenkt. Im Verlauf des Inflationsprozesses verringert sich jedoch die Geldillusion immer weiter. Die Gläubiger werden sich der steigenden Risiken ihrer Kapitalanlagen bewußt und reagieren entweder mit einer Verringerung ihres Angebotes oder sie fordern einen Risikoausgleich für die Geldentwertung in Form steigender Zinssätze. Wie ein Vergleich der entsprechenden Renditen zeigt, kann der Geldwertverlust anscheinend eher den Aktionären, d. h. den Eigenkapitalgebern, zugemutet werden als

²⁾ Vgl. Hans E. B ü s c h g e n : Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966, S. 163 ff.

³⁾ Vgl. J. M. S a m u e l s, F. M. W i l k e s : Management of Company Finance, London 1971, S. 104 ff.

den Anleihezeichnern, d. h. den Fremdkapitalgebern, denen nicht nur aus konjunkturpolitischen Gründen höhere Renditen zugestanden werden.

Insgesamt kann festgestellt werden, daß durch den vermehrten Einsatz von Fremdkapital, wie er in Inflationszeiten oftmals gefordert wird, Kräfte wirksam werden, die wieder auf ein angemessenes Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital drängen. Das geschieht einmal durch eine entsprechende Veränderung beim Umfang und bei den Konditionen der Kapitalbereitstellung aufgrund der Notwendigkeit, entsprechende Sicherheiten für die Kreditgewährung bereitzustellen. Darüber hinaus werden eben diese – mehr traditionellen – Finanzierungsgrundsätze gerade deshalb wirksam, weil durch sie ein höherer Grad an Sicherheit erreicht werden soll.

Finanzierung durch Anleihen

Auf die Anpassungsfähigkeit einer Anleihenfinanzierung an die finanzielle Leistungsfähigkeit eines Unternehmens wurde bereits hingewiesen. Hierbei erlauben es die Konstruktion und die verschiedenen Sonderformen der Anleihenfinanzierung, sowohl auf die Bedürfnisse, die sich aus den jeweiligen Investitionsvorhaben ergeben, als auch auf die Liquiditätsplanungen der Unternehmung weitgehend einzugehen. Umgekehrt bedeutet die Verpflichtung zu laufenden Zahlungen ein erhöhtes Risiko für die Anteilseigner, wenn die mit dem Einsatz der Fremdmittel verbundenen Erwartungen auf eine Ertragssteigerung nicht eintreffen. Damit kann um so mehr gerechnet werden, als die Ausnutzung des Leverage-Effektes durch einen Fremdkapitaleinsatz nicht nur zu einer Steigerung der Eigenkapitalrendite führen muß, sondern auch – bei einer entsprechend geringeren Verbesserung der Eigenkapitalrendite – zur Durchführung von Investitionsvorhaben verleitet, die sonst nicht mehr zum Zuge gekommen wären. Bei all diesen Überlegungen bleibt aber stets zu beachten, daß die durch den Fremdkapitaleinsatz erstrebte Ertragsverbesserung sich auch liquiditätsmäßig niederschlagen muß, um die eingegangenen Verpflichtungen jederzeit erfüllen zu können.

Diese laufenden Ansprüche an die Liquidität einer Unternehmung können neben den nicht unerheblichen Schwierigkeiten bei der Begebung von Anleihen und den damit verbundenen Kosten ein Nachteil der Kreditfinanzierung durch Anleihen sein. Diesem Nachteil kann aufgrund der Konditionen, die für die gesamte Laufzeit einer Anleihe festgelegt sind, nur durch einen vorzeitigen Rückkauf der Anleihe begegnet werden. Gelingt es nicht, die Bedingungen einer Anleihe den Bedürfnissen der Investitionsvorhaben anzupassen, kann zu den Liquiditätsanforderungen noch ein Prolon-

gationsrisiko hinzukommen, wenn eine spätere Eigenfinanzierung nicht gesichert ist. Ein – allerdings kaum quantifizierbarer – Vorteil der Fremdfinanzierung über Anleihen wird darin gesehen, daß den Kreditgebern keine besonderen Mitbestimmungsrechte eingeräumt werden müssen.

Als weiteres Instrumentarium langfristiger Fremdfinanzierung hat neben der Anleihe der Schuldschein eine große Bedeutung. Zwar werden beide Finanzierungsformen überwiegend von großen, emissionsfähigen Unternehmen angewendet. Da die Finanzierung mit Schuldscheinen jedoch eine Reihe von Erleichterungen bietet, ist sie auch für Unternehmen mittlerer Größe interessant. Ohne hier weiter auf die rechtlichen Unterschiede einzugehen, sei lediglich auf die günstigeren Emissionsvoraussetzungen bei Schuldscheinen hingewiesen. Denn hierbei bestehen weder umfangreiche Genehmigungsverfahren wie bei der Anleihenfinanzierung noch Anforderungen an die Rechtsform des Kreditnehmers oder an die Höhe des Darlehens. Hinzu kommt, daß die Beschränkung auf einen oder wenige Gläubiger, bei denen es sich neben Kreditinstituten vor allem um Versicherungsunternehmen handelt, günstigere Kreditkosten sowie eine einfachere und flexiblere Gestaltung des Kreditverkehrs ermöglichen.

Bei der Anleihenfinanzierung besteht darüber hinaus noch ein größeres Emissionsrisiko und eine geringere Flexibilität im Hinblick auf den Zeitpunkt der Kreditaufnahme. Bei Schuldscheindarlehen sind außerdem im Falle einer Verschlechterung der Kreditwürdigkeit oder einer drohenden Zahlungsunfähigkeit der Schuldnerunternehmung in der Regel schnellere und elastischere Maßnahmen zur Sicherung des Kredites als bei einer Anleihenfinanzierung möglich.

Sonderformen der Anleihen

Zu den Sonderformen der Anleihenfinanzierung gehören die Gewinnschuldverschreibung, die Wandelschuldverschreibung und die Optionsanleihe. Dabei kann die Gewinnschuldverschreibung insofern als eine Mischform von Fremd- und Eigenkapital angesehen werden, als sie einerseits eine feste Verzinsung des bereitgestellten Kapitals und andererseits ein vom Ertrag bestimmtes Entgelt zusichert. Dadurch hängt bei einer entsprechenden Ausgestaltung der Anleihertrag in der Regel stark vom erwirtschafteten bzw. ausgeschütteten Gewinn ab. Eine Weiterentwicklung dieser Anleihekonstruktion ist die Wandelschuldverschreibung, bei der die Schuldverschreibung mit einem Recht auf Wandlung in Aktien der betreffenden Unternehmung ausgestattet ist.

Bei der Wandelschuldverschreibung besteht für den Anleihezeichner neben der garantierten Verzinsung der Anleihe unter bestimmten Wandlungs-

bedingungen die Möglichkeit, sein Papier günstig in einen Beteiligungstitel umzutauschen und damit einen Umwandlungsgewinn zu realisieren. Durch eine entsprechende Ausgestaltung ist die Wandelobligati^on für den Kreditnehmer ebenfalls ein flexibles, wenn auch – aufgrund der Unsicherheit über die spätere Eigenfinanzierung – nicht risikofreies Finanzierungsinstrument. Im Gegensatz zur Wandelobligati^on erlaubt eine Optionsanleihe nur den Bezug von Aktien der betreffenden Gesellschaft, ohne daß gleichzeitig ein Umtausch der Obligati^on erfolgt. Auch in diesem Falle hat die Gesellschaft zahlreiche Möglichkeiten der Ausgestaltung, und der Obligati^onär kann entsprechend den Emissionsbedingungen zwischen Anleihe, Option und Aktie wählen.

Als wichtigstes Ziel der kurzfristigen Fremdfinanzierung kann die Sicherung der Liquidität einer Unternehmung angesehen werden. Dabei kann es sich einmal um planbare (z. B. saisonale) Anforderungen an die Zahlungsbereitschaft oder um Belastungen handeln, die in Umfang und Höhe ungewiß sind. Aus diesem Grunde ist die Entscheidung für oder gegen eine bestimmte kurzfristige Kreditart nicht allein unter Kostengesichtspunkten, sondern vornehmlich auch unter Elastizitätsaspekten zu treffen.

Von den kurzfristigen Kreditformen sind unter Elastizitätsaspekten vor allem der Kontokorrentkredit, der Diskontkredit sowie die Lieferanten- und Kundenkredite am gebräuchlichsten. Aufgrund ihrer starken Orientierung an der Umsatzentwicklung einer Unternehmung erweisen sie sich als besonders flexibel, und zwar sowohl in bezug auf den Entstehungszeitpunkt als auch auf die Laufzeit des Kredites. Im Gegensatz dazu orientiert sich der Lombardkredit in der Regel nicht am Umsatz eines Unternehmens, sondern wird vorwiegend als Saison- oder Überbrückungskredit ohne eingeplante Prolongationsmöglichkeit gewährt⁴⁾. Eine Sonderform der kurzfristigen Fremdfinanzierung ist das Factoring, das dem

Leasing im langfristigen Bereich entspricht, wenn neben der Dienstleistungs- und Delkrederefunktion auch eine Finanzierungsfunktion ausgeübt wird.

Bei der Auswahl einer bestimmten kurzfristigen oder langfristigen Finanzierungsform untersucht ein Unternehmen neben den Kapitalkosten, den Kapitalbeschränkungen und der Einräumung von Informations- und Mitbestimmungsrechten vornehmlich die Laufzeiten, Kündigungsmöglichkeiten sowie die sich im Zeitablauf ändernden Finanzbedarfe. Dabei zeigt sich der Kontokorrentkredit und der Lombardkredit den übrigen kurzfristigen Krediten an Flexibilität überlegen, da jene meist feste Laufzeiten und keine vorzeitige Kündigungsmöglichkeit besitzen⁵⁾.

Auf die Bestimmungsgründe einer optimalen Fremdkapitalstruktur kann hier nicht weiter eingegangen werden. Sie ändert sich mit dem Umfang des eingesetzten Fremdkapitals und kann erst dann als optimal bezeichnet werden, wenn die gesamten Kosten der Fremdfinanzierung sowie die Beeinträchtigungen z. B. aufgrund der Einräumung neuer Mitspracherechte und die daraus folgenden Risiken minimiert sind. Im Hinblick auf eine Optimierung der Gesamtkapitalstruktur ergeben sich aufgrund von steuerlichen Bestimmungen erhebliche Verzerrungen, da diese Vorschriften zu einem verhältnismäßig hohen Fremdkapitalanteil führen.

Obwohl auf die Notwendigkeit gesunder Kapitalstrukturen immer wieder hingewiesen wird, sind bisher keine grundsätzlichen Verbesserungen zu erkennen. Vielmehr lassen auch die Reformvorschläge des zweiten und dritten Steueränderungsgesetzes – nicht zuletzt unter dem Einfluß der Inflation – eine weitere Verschlechterung der Kapitalstrukturen befürchten.

4) Vgl. Hans E. Büschgen: Grundlagen betrieblicher Finanzwirtschaft, Frankfurt 1973, S. 33.

5) Vgl. Jürgen Waldmann: Optimale Unternehmensfinanzierung, Wiesbaden 1972, S. 143 f.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Prof. Dr. Heinz-Dietrich Ortlieb, Dr. Dietrich Keschull, Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)

REDAKTION:

Dr. Otto G. Mayer (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Klaus Kwasniewski, Dipl.-Vw. Hubert Höping (Stellvertreter), Dipl.-Vw. Claus Hamann, Dipl.-Vw. Albrecht Iwersen, Helga Lange, Sabine Schwarz, Dipl.-Vw. Klauspeter Zanzig

Anschrift der Redaktion: 2 Hamburg 36, Neuer Jungfernstieg 21, Tel.: (0 40) 35 62 306/307

HERSTELLUNG UND VERTRIEB:

Verlag Weltarchiv GmbH, Hamburg

Anzeigen: Generalvertretung Dr. Hans Kiemen

Anzeigenpreisliste: Nr. 12 vom 1. 1. 1971

Bezugspreis: Einzelheft: DM 6,50, Jahresabonnement: DM 72,- (Studenten: DM 30,-)

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: Otto Schwitzke, Hamburg

Anschrift des Verlages: 2 Hamburg 36, Neuer Jungfernstieg 21, Tel.: (0 40) 35 62 500

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.