

Grundzüge der Unternehmensfinanzierung

von

Dr. Dr. h. c. mult. Günter Wöhe

ord. Professor der Betriebswirtschaftslehre
an der Universität des Saarlandes

und

Dr. Jürgen Bilstein

Diplom-Kaufmann

und

Dr. Dr. Dietmar Ernst

Professor für International Finance
European School of Finance der HfWU

und

Dr. Dr. Joachim Häcker

Professor für Corporate Finance
University of Louisville

10., überarbeitete und erweiterte Auflage

Verlag Franz Vahlen München

Inhaltsübersicht

Vorwort zur 10. Auflage.	V
Vorwort zur 1. Auflage.	VI
Abkürzungsverzeichnis.	XXI
Erster Abschnitt: Begriffliche Grundlagen	1
I. Der Betriebsprozess als güterwirtschaftlicher und finanzwirtschaftlicher Prozess.	3
II. Die Finanzierungsarten.	14
III. Liquidität und finanzielles Gleichgewicht.	25
IV. Finanzierungsregeln	35
Zweiter Abschnitt: Die Außenfinanzierung	47
I. Die Eigenfinanzierung	49
II. Die Mezzanine-Finanzierung.	170
III. Die Fremdfinanzierung.	190
Dritter Abschnitt: Die Innenfinanzierung	395
I. Die Selbstfinanzierung	397
II. Die Finanzierung aus Abschreibungen	410
III. Die Finanzierung durch Pensionsrückstellungen.	425
IV. Die Finanzierung durch Verkürzung der Kapitalbindungsdauer und Vermögensumschichtung	437
Literaturverzeichnis	447
Sachverzeichnis	457

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur 10. Auflage.....	V
Vorwort zur 1. Auflage.....	VI
Abkürzungsverzeichnis.....	XXI
Erster Abschnitt: Begriffliche Grundlagen.....	1
I. Der Betriebsprozess als güterwirtschaftlicher und finanzwirtschaftlicher Prozess.....	3
1. Interdependenzen zwischen güterwirtschaftlichem und finanzwirtschaftlichem Prozess.....	3
2. Der Finanzierungsbegriff.....	4
3. Schematisches Beispiel der Beziehungen zwischen Güter- und Zahlungsströmen.....	7
II. Die Finanzierungsarten.....	14
1. Überblick.....	14
2. Gliederung nach der Kapitalherkunft.....	15
3. Gliederung nach der Rechtsstellung der Kapitalgeber.....	22
III. Liquidität und finanzielles Gleichgewicht.....	25
1. Der Begriff der Liquidität.....	25
2. Das finanzielle Gleichgewicht.....	27
3. Liquiditätskennzahlen.....	28
4. Liquiditätsaussagen mit Hilfe von Zahlungsstromanalysen.....	29
a) Die Cashflow-Analyse.....	29
b) Bewegungsbilanz und Kapitalflussrechnung.....	31
IV. Finanzierungsregeln.....	35
1. Begriff und Aufgaben von Finanzierungsregeln.....	35
2. Die horizontalen Kapital-Vermögensstrukturregeln.....	36
a) Die goldene Finanzierungsregel.....	36
b) Die goldene Bilanzregel.....	38
3. Die vertikale Kapitalstrukturregel.....	39
Zweiter Abschnitt: Die Außenfinanzierung.....	47
I. Die Eigenfinanzierung.....	49
1. Der Einfluss der Rechtsform auf die Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung.....	49
a) Die Eigenkapitalbeschaffung der Einzelunternehmung.....	50
b) Die Eigenkapitalbeschaffung der Personengesellschaft.....	52
c) Die Eigenkapitalbeschaffung der GmbH.....	54
d) Die Eigenkapitalbeschaffung der Aktiengesellschaft.....	57

aa) Begriff und Bedeutung der Aktien	57
bb) Aktienarten	58
(1) Einteilung nach der Zerlegung des Grundkapitals	58
(2) Einteilung nach den Übertragungsbestimmungen	59
(3) Einteilung nach dem Umfang der Rechte	60
(4) Einteilung nach Verfügungsmöglichkeiten der Gesellschaft über eigene Aktien	65
cc) Die Ermittlung des Werts von Aktien	67
e) Die Eigenkapitalbeschaffung der Genossenschaften	70
2. Kapitalerhöhung und Kapitalherabsetzung	72
a) Die Gründung	73
aa) Überblick	73
bb) Die Gründung einer GmbH	74
(1) Beschleunigung von Unternehmensgründungen	75
(2) Erhöhung der Attraktivität der GmbH als Rechtsform	77
(3) Bekämpfung von Missbräuchen	78
cc) Die Gründung einer Aktiengesellschaft	79
b) Die Kapitalerhöhung	81
aa) Begriff und Motive der Kapitalerhöhung	81
bb) Die Kapitalerhöhung der Einzelunternehmung und der Personen- gesellschaften	83
cc) Die Kapitalerhöhung der GmbH	85
dd) Die Kapitalerhöhung der Aktiengesellschaft	86
(1) Überblick über die Kapitalerhöhungsformen des Aktiengesetzes ..	86
(2) Die ordentliche Kapitalerhöhung	87
(3) Das genehmigte Kapital	93
(4) Die bedingte Kapitalerhöhung	93
(5) Die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	94
c) Die Kapitalherabsetzung	97
aa) Begriff und Arten der Kapitalherabsetzung	97
bb) Die Kapitalherabsetzung durch Abfindung eines Gesellschafters ..	99
cc) Die ordentliche Kapitalherabsetzung der Aktiengesellschaft	100
dd) Die Sanierung	102
(1) Die buchmäßige (reine) Sanierung	102
(2) Die Sanierung durch Zuführung neuer Mittel	103
(3) Die Sanierung durch Einziehung von Aktien	105
3. Der Börsengang	107
a) Motive und Voraussetzungen für einen Börsengang	108
b) Die Börsensegmente und Indizes der Frankfurter Wertpapierbörse ...	109
aa) Börsensegmente der Frankfurter Wertpapierbörse	109
bb) Indizes der Frankfurter Wertpapierbörse	110
c) Der Prozess des Börsengangs	112
aa) Phase 1: Planung und Vorbereitung	113
(1) Überprüfung der Voraussetzungen	114
(2) Die Equity Story	114
(3) Das Emissionskonzept	115
bb) Phase 2: Strukturierung	115
(1) Mandatierung der Konsortialbanken und Berater	115

(2) Due Diligence	118
(3) Unternehmensbewertung	119
(4) Wertpapierprospekt	120
(5) Corporate Governance	120
cc) Phase 3: Marketing – Investor Relations, Pre-Marketing, und Roadshow	121
(1) Investor Relations	121
(2) Pre-Marketing	121
(3) Roadshow	121
dd) Phase 4: Preisfindung, Zuteilung und Kursstabilisierung	122
(1) Preisfindung	122
(2) Zuteilung	123
(3) Kursstabilisierung	124
ee) Phase 5: Nach der Handelsaufnahme	125
(1) Ad-hoc Publizität	125
(2) Insiderinformationen und Compliance	125
(3) Transparenz	125
(4) Jahresabschluss und Quartalsberichte	126
(5) Analystenkonferenzen und Research	126
(6) Unternehmenskalender	127
(7) Investor Relations	127
4. Der Rückzug von der Börse – Delisting	128
a) Der Begriff des Delisting	128
b) Gründe für ein Delisting	128
c) Arten des Delisting	129
d) Das kapitalmarktrechtliche Delisting	130
aa) Das Verfahren	130
bb) Gesellschaftsrechtliche Erfordernisse	132
(1) Hauptversammlungsbeschluss	132
(2) Abfindungsangebot und Spruchverfahren	134
(3) Rechtsschutzfragen	135
e) Das gesellschaftsrechtliche Delisting	136
aa) Relevante Umwandlungsvorgänge	136
bb) Delisting durch aktienrechtliche Maßnahmen	138
f) Der Wechsel des Börsensegments als Fall des Delisting?	140
g) Zusammenfassung	142
5. Venture Capital	143
a) Begriff des Venture-Capital	143
b) Varianten der Beteiligungsfinanzierung	144
aa) Early-Stage-Finanzierungen (Venture-Capital-Finanzierungen)	144
(1) Seed-Finanzierung	144
(2) Start-up-Finanzierung	145
(3) First-Stage-Finanzierung	145
c) Segmente und Teilnehmer des Venture Capital Markts	146
aa) Informelles Venture Capital	146
bb) Formelles Venture Capital	147
cc) Unterscheidung der Venture-Capital Gesellschaften	147
6. Private Equity	148

a) Private-Equity-Finanzierungen.....	149
aa) Begriffsbestimmung	149
bb) Grundmodell eines Private-Equity-Fonds	150
cc) Anlässe der Beteiligungsfinanzierung	151
(1) Expansion (Wachstumsfinanzierungen)	151
(2) Bridge-Finanzierung	152
(3) Public-to-Private (Going Private): „Delisting“ von börsennotierten Gesellschaften.....	152
(4) Nachfolgeregelung und Ablösung bestehender Gesellschafter.....	153
(5) Spin-off.....	153
(6) Private Placement	154
(7) Turn Around	154
(8) Buy and Build Strategie bzw. Plattformstrategie	155
dd) Beteiligungsarten	155
(1) Offene Beteiligungen.....	155
(2) Stille Beteiligungen	156
ee) Bewertung von Private-Equity-Investments	157
(1) Performance-Messung: Internal Rate of Return (IRR).....	157
(2) Berechnung des IRR	157
ff) Anbietergruppen von Beteiligungskapital (Kapitalbeteiligungsgesellschaften).....	158
(1) Unabhängige Kapitalbeteiligungsgesellschaften.....	158
(2) Unternehmenseigene Kapitalbeteiligungsgesellschaften.....	159
(3) Bank- oder versicherungsnahе Kapitalbeteiligungsgesellschaften..	159
(4) Öffentliche Kapitalbeteiligungsgesellschaften.....	160
gg) Organisatorische Aspekte.....	160
(1) Aufbau von Kapitalbeteiligungsgesellschaften	160
(a) Organisationsformen	160
(b) Fondstrukturen	161
(2) Führungs-, Kontroll- und Beratungsorgane	161
(a) Führungsorgane.....	161
(b) Kontroll- und Beratungsorgane.....	162
(3) Innere Organisation.....	162
hh) Die Arbeitsweise von Kapitalbeteiligungsgesellschaften	162
(1) Akquisition von Projekten	163
(2) Projektprüfung.....	164
(a) Grobanalyse	164
(b) Detailanalyse	165
(3) Geschäftskonzept: Business-Plan	165
(4) Beteiligungsverhandlung.....	166
(5) Beteiligungsbetreuung	167
(6) Beteiligungsveräußerung.....	168
II. Die Mezzanine-Finanzierung.....	170
1. Begriff des Mezzanine-Kapitals.....	170
2. Unterschiede zwischen Mezzanine-Kapital, Eigenkapital und Fremdkapital.....	172
3. Mezzanine-Finanzierungsinstrumente	173
a) Vorzugsaktien	173

b) Gesellschafterdarlehen	174
c) Atypisch stille Beteiligung	174
d) Optionsanleihe	175
e) Wandelanleihe	175
f) Genussrechte/-scheine	175
g) Typisch stille Beteiligung	175
h) Partiarisches Darlehen	175
i) Verkäuferdarlehen	176
j) Nachrangdarlehen	176
k) Hochzinsanleihe	176
l) Schuldscheindarlehen	176
4. Klassifizierung mezzaniner Finanzierungsinstrumente	177
a) Equity Mezzanine und Debt Mezzanine	177
b) Privatplatzierungsinstrumente und Kapitalmarktinstrumente	178
c) Individuelles und standardisiertes Mezzanine-Kapital	178
aa) Standardisiertes Mezzanine-Kapital	179
bb) Individuelles Mezzanine-Kapital	181
5. Strukturierung einer Mezzanine-Finanzierung	181
6. Kosten einer Mezzanine-Finanzierung	183
7. Anlässe einer Mezzanine-Finanzierung und Investitions-kriterien von Mezzanine-Gebern?	184
8. Vor- und Nachteile von Mezzanine-Kapital für mittelständische Unternehmen	185
III. Die Fremdfinanzierung	190
1. Charakteristik und Einteilung der Fremdfinanzierung	190
2. Die Grundlagen der Kreditsicherung	193
a) Die Kreditwürdigkeitsprüfung	194
b) Externes Rating	196
c) Die Instrumente der Kreditsicherung	203
aa) Überblick über die Arten von Kreditsicherheiten	203
bb) Die Personalsicherheiten	204
(1) Die Bürgschaft	204
(2) Garantie, Kreditauftrag und Schuldbeitritt	206
cc) Die Sachsicherheiten	207
(1) Der Eigentumsvorbehalt	207
(2) Die Abtretung von Forderungen	209
(3) Das Pfandrecht	211
(4) Die Sicherungsübereignung	211
(5) Hypothek und Grundschuld	212
dd) Die Kreditversicherung	216
(1) Waren- und Teilzahlungskreditversicherungsgeschäft	216
(2) Ausfuhrkreditversicherung	217
ee) Covenants	220
ff) Nutzen und Kosten der Kreditsicherung	222
3. Die langfristige Fremdfinanzierung	224
a) Langfristige Darlehen	225
aa) Charakteristik des langfristigen Darlehens	225
bb) Quellen der langfristigen Darlehensfinanzierung	226

cc) Tilgungsformen langfristiger Darlehen	229
dd) Nominal- und Effektivverzinsung langfristiger Darlehen	232
b) Syndizierte Kredite	237
aa) Begriff und Abgrenzung	237
bb) Banken und ihre Aufgaben als Finanzierungsmittler	238
(1) Die Beteiligten	238
(2) Das Platzierungsrisiko	240
(3) Phasen eines syndizierten Kredits	242
c) Finanzkredite der Außenhandelsfinanzierung	244
aa) Kreditgeber	244
bb) Lieferantenkredite	245
cc) Bestellerkredite	246
d) Akquisitionsfinanzierung	248
aa) Begriffsbestimmung	248
bb) Formen von Akquisitions- und Buy-Out-Finanzierungen	250
(1) Management Buy-out (MBO)	251
(2) Management Buy-in (MBI)	251
(3) Leveraged Buy-out (LBO)	251
cc) Funktionsweise eines Leveraged Buy Outs	252
(1) Ausschöpfung des Leverage-Effekts	252
(2) Verbesserung des Cashflows	253
(3) Verbesserung der Bewertung des Unternehmens	254
dd) Erfolgsfaktoren einer LBO-Finanzierung	255
(1) Attraktiver Markt	255
(2) LBO-fähiges Unternehmen	255
(3) Wertsteigerungs- und Exit-Potenzial	256
(4) Erfahrenes, kompetentes und motiviertes Management	256
(5) Track Record und Unternehmensphilosophie des Finanzinvestors	256
(6) Angemessener Kaufpreis	256
(7) Steueroptimierung	257
(8) Tragfähige Finanzierungsstruktur	257
ee) Grundstruktur einer Akquisitionsfinanzierung	258
(1) Gründung einer Erwerbengesellschaft	259
(2) Ausstattung der Erwerbengesellschaft mit Finanzmitteln	259
(3) Ausstattung der Zielgesellschaft mit Finanzmitteln	259
(4) Erwerb der Zielgesellschaft durch die Erwerbengesellschaft	259
(5) Verschmelzung der Zielgesellschaft mit der Erwerbengesellschaft	259
(6) Abschluss des Ergebnis-Abführungsvertrags (EAV)	259
ff) Strukturierung der Instrumente einer Akquisitionsfinanzierung	260
(1) Schuldendienstfähigkeit	261
(2) Eigenkapital	261
(3) Fremdkapital	262
(4) Mezzanine-Kapital	263
gg) Ablauf einer Akquisitionsfinanzierung	266
(1) Management Case	266
(2) Due Diligence	266
(3) Financing Case	266
(4) Financial Structure	267

(5) Signing und Closing	267
e) Projektfinanzierung	267
f) Schuldscheindarlehen	268
aa) Begriff und Ausstattung von Schuldscheindarlehen	268
bb) Die Vergabe von Schuldscheindarlehen	270
g) Industrieobligationen	273
aa) Allgemeine Charakteristik der Industrieobligationen	273
bb) Genehmigungspflicht für Industrieobligationen	275
cc) Formen der Begebung von Industrieobligationen	278
dd) Ausstattung von Industrieobligationen	279
(1) Höhe, Stückelung, Verzinsung	279
(2) Ausgabekurs, Rückzahlungskurs	286
(3) Laufzeit, Kündigung	288
(4) Tilgung	289
(5) Sicherheiten	290
(6) Zusammenfassende Übersicht	291
h) Wandelschuldverschreibungen	292
aa) Allgemeine Charakteristik und Begebung von Wandelschuldverschreibungen	292
bb) Die Ausstattung von Wandelschuldverschreibungen	294
(1) Das Bezugsverhältnis	294
(2) Wandlungsverhältnis und Wandlungspreis	295
cc) Sicherung der Rechte von Wandelobligationären bei Kapitalerhöhungen (Verwässerungsschutzklauseln)	298
(1) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	298
(2) Kapitalerhöhung gegen Einlagen	301
dd) Neuere Entwicklungen am Markt für Wandelschuldverschreibungen	302
ee) Zusammenfassende Übersicht	305
i) Optionsschuldverschreibungen	305
j) Gewinnschuldverschreibungen	312
k) Genussscheine	313
(1) Gewinn und Verlustbeteiligung	314
(2) Kündigung und Rückzahlung	315
(3) Verwässerungsschutz	316
(4) Umtauschrecht in Aktien und Optionsrecht auf den Bezug von Aktien	316
l) Leasing	318
aa) Historie und Begriff des Leasings	318
bb) Leasing-Markt und Leasing-Güter	318
cc) Die Beteiligten eines Leasing-Geschäfts	319
dd) Leasingerlasse/Steuerliche Zurechnung	320
ee) Leasingerlasse/Voll- und Teilamortisationsverträge	321
ff) Weitere Vertragsarten/Leasingformen: Finance Lease und Operate-Lease	323
gg) Besonderheiten des Leasings in Abgrenzung zum Kauf	324
4. Die kurzfristige Fremdfinanzierung	329
a) Lieferantenkredit	329

b) Kundenanzahlungen	333
c) Factoring	334
d) Asset-Backed-Finanzierungen	337
aa) Begriffsbestimmung	337
bb) Einordnung und Abgrenzung	338
cc) Entstehung und Entwicklung	340
dd) Ablauf einer ABS-Transaktion	340
(1) Grundstrukturen einer ABS-Transaktion	340
(2) Weitere Gestaltungsmöglichkeiten	343
(3) Transaktionskosten	344
ee) Besicherungstechniken (Credit Enhancement)	344
(1) Übersicherung (Overcollateralization)	344
(2) Bardepot	344
(3) Garantien (Avale)	345
(4) Versicherung (Monoliner)	345
(5) Nachrangdarlehen	345
(6) Liquiditätsfazilitäten	345
ff) Tranchenbildung	345
(1) First Loss Piece (Equity Piece)	345
(2) Mezzanine Piece (Junior Piece)	346
(3) Senior Piece	346
gg) Voraussetzungen	346
hh) Vorteile	346
ii) Risiken	347
e) Kontokorrentkredit	348
aa) Begriff und Aufgaben des Kontokorrentkredits	348
bb) Die Kosten des Kontokorrentkredits	349
(1) Sollzinsen für den in Anspruch genommenen Kredit	349
(2) Kreditprovision	349
(3) Überziehungsprovision	353
(4) Umsatzprovision und Gebühren	354
f) Lombardkredit	354
g) Wechselkredit	355
aa) Rechtsgrundlagen und Funktionen des Wechsels	355
bb) Diskontkredit	356
cc) Akzeptkredit	361
h) Rembours- und Negoziationskredit	361
i) Forfaitierung	363
j) Avalkredit	365
k) Commercial Paper und Medium Term Notes	366
5. Cash Pooling	369
a) Konzeption des Cash Pooling	369
aa) Aufbau und Ziele eines Cash Pool	369
bb) Overlay Structure vs. One-Bank Solution	370
cc) Rechtliche und steuerrechtliche Implikationen des Cash Pooling	371
dd) Kritische Reflexion des Cash Pooling	371
b) Arten des Cash Pooling	372
aa) Cash Concentration	373

(1) Konzeption des Cash Concentration	373
(2) Beurteilung des Cash Concentration	373
bb) Notional Pooling	374
(1) Konzeption des Notional Pooling	374
(2) Beurteilung des Notional Pooling	374
c) Varianten des Cash Pooling	375
aa) Domestic Pooling	375
(1) Konzeption des Domestic Pooling	375
(2) Rechtliche Grundlagen des Domestic Pooling	375
(3) Beurteilung des Domestic Pooling	376
bb) Cross Border Pooling	376
(1) Konzeption des Cross Border Pooling	376
(2) Varianten des Cross Border Pooling	376
(3) Rechtliche Grundlagen des Cross Border Pooling	377
(4) Beurteilung des Cross Border Pooling	377
d) Cash Pooling in der Praxis	377
aa) Cash-Pooling-Modelle in der Praxis	377
(1) Domestic Cash Concentration in Kombination mit Cross Border Cross Currency Cash Concentration	378
(2) Domestic Cash Concentration in Kombination mit Cross Border Cross Currency Notional Pooling	378
bb) Entscheidungskriterien für das Cash Pooling-Modell	379
(1) Zentralisierungsgrad des Cash Pools	379
(2) Allgemeine Entscheidungskriterien	379
6. Instrumente zur Begrenzung von Zinsänderungs- und Währungsrisi- ken	381
a) Überblick	381
b) Vereinbarung von Zinsgrenzen (Zins-Cap, Zins-Floor)	383
c) Forward Rate Agreement	387
d) Swaps	388
Dritter Abschnitt: Die Innenfinanzierung	395
I. Die Selbstfinanzierung	397
1. Die offene Selbstfinanzierung	397
2. Die stille Selbstfinanzierung	405
3. Steuerliche Sonderabschreibungen als Instrument staatlicher Finanze- rungshilfen	407
II. Die Finanzierung aus Abschreibungen	410
1. Begriff und bilanzielle Auswirkung von Abschreibungen	410
2. Der Kapazitätserweiterungseffekt	410
a) Erweiterung der Periodenkapazität aus Abschreibungsgegenwerten . .	410
b) Erweiterung der Gesamtkapazität aus Abschreibungsgegenwerten . .	420
c) Reduzierung des externen Kapitalbedarfs durch Einsatz von Ab- schreibungsgegenwerten	423
d) Einschränkungen des Kapazitätserweiterungseffekts	424
III. Die Finanzierung durch Pensionsrückstellungen	425
1. Begriff, Aufgabe und Ermittlung der Pensionsrückstellungen	425
2. Der Finanzierungseffekt der Pensionsrückstellungen	429

IV. Die Finanzierung durch Verkürzung der Kapitalbindungsdauer und Vermögensumschichtung	437
1. Überblick	437
2. Reduzierung der Außenstände	438
3. Reduzierung der Vorräte	440
4. Reduzierung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	442
5. Sale-and-Lease-Back-Geschäfte	442
Literaturverzeichnis	447
Sachverzeichnis	457