

Veröffentlicht in
UM Unternehmensbewertung & Management
Heft 4/2004

“Die Ableitung von Kapitalkostensätzen aus dem
Risikoinventar eines Unternehmens – ein Fallbeispiel”
Seite 143-147

Mit freundlicher Genehmigung der UM-Redaktion,
Verlag Neue Wirtschaftsbriefe GmbH & Co. KG, Herne
(www.nwb.de)

Die Ableitung von Kapitalkostensätzen aus dem Risikoinventar eines Unternehmens – ein Fallbeispiel

von Dr. Werner Gleißner und Thomas Berger, Leinfelden-Echterdingen/Nürnberg*

I. Wertorientiertes Management in mittelständischen Unternehmen

Die Vorteile eines wertorientierten Managements werden zunehmend auch von mittelständischen Unternehmen erkannt: Die konsequente Zukunftsorientierung, die Nachvollziehbarkeit (von Erfolg oder Misserfolg) und insbesondere die durchgängige Berücksichtigung von Risiken machen den Unternehmenswert zu einem aussagefähigen Erfolgsmaßstab. Er erlaubt, den Erfolg von Geschäftsbereichen zu vergleichen und unternehmerische Handlungsalternativen hinsichtlich ihrer erwarteten Erträge und der damit verbundenen Risiken gegeneinander abzuwägen. Diese Entwicklung wird auch gerade durch den sog. **Basel II-Akkord**, der die Kreditvergabe der Banken zukünftig von der Durchführung eines Ratings abhängig machen wird, getrieben und unterstreicht die Bedeutung eines wertorientierten Managements auch im Mittelstand. Unternehmen mit einem hohen Unternehmenswert in Relation zum Fremdkapital werden es nämlich zukünftig besonders leicht haben, Kredite für die Finanzierung von Wachstum oder Investitionen zu erhalten (**Merton-Modell**).

In der Praxis der Unternehmensbewertung¹ bestehen die größten Schwierigkeiten und Ermessensspielräume bei der Einschätzung der Kapitalkostensätze (Diskontierungszinsen). Entsprechend weisen auch die heute implementierten **wertorientierten Steuerungssysteme** (EVA-Modelle, CFROI-Ansatz usw.) immer noch fast durchgängig **eine gravierende Schwäche** auf: Die grundsätzlich erforderlichen Kapitalkostensätze (Diskontierungszinssätze bzw. Mindestrenditeanforderungen) sind bisher nur wenig fundiert².

II. Zusammenhang zwischen Kapitalkosten und Risikomanagement

Offensichtlich sind die risikoabhängigen Kapitalkostensätze (WACC) vom tatsächlichen Risikoumfang eines Unternehmens und damit von der Planungssicherheit der bei der Unternehmensbewertung unterstellten zukünftigen Erträge bzw. Cashflows abhängig³. Genau diese Informationen sollten durch eine **Risikoanalyse** (bzw. das Risikomanagement) bereitgestellt werden. Der bisher oft anzutreffende „Umweg“ bei der Bestimmung der Kapitalkostensätze, primär Kapitalmarktdaten (wie den Beta-Faktor) statt interner Unternehmensdaten zu benutzen, ist wenig überzeugend. Unter der vielfältigen theoretischen und empirischen Kritik an dem Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM)⁴ oder ähnlichen Ansätzen zur Herlei-

Die Kernaussagen:

- ▶ Das Risikomanagement eines Unternehmens gibt Auskunft über die Planungssicherheit der für die Ermittlung der Kapitalkosten notwendigen zukünftigen Erträge.
- ▶ Der wichtigste Schritt für die bessere Fundierung von Unternehmenswerten ist die Ableitung fundierter Kapitalkostensätze.
- ▶ Das Fallbeispiel zeigt, dass eine Erhöhung des Risikos – und damit des Kapitalkostensatzes – unmittelbar eine Verringerung des Unternehmenswerts mit sich bringen würde.

tung von Kapitalkostensätzen sticht besonders eine Annahme heraus: Das CAPM unterstellt **effiziente Kapitalmärkte**, d. h. vor allem, dass alle Kapitalmarktakteure die Risikosituation des Unternehmens genau so gut einschätzen können, wie die Unternehmensführung selbst. Diese Annahme ist sicher wenig haltbar, zumal sie das Risikomanagement obsolet machen würde. Sicher ist es sinnvoll, von der Annahme auszugehen, dass das Unternehmen selbst seine Risikosituation und die möglichen Veränderungen der Risikosituation durch geplante

* Der Autor Gleißner ist Geschäftsführer der RMCE RiskCon GmbH & Co. KG und Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen und Nürnberg. Der Autor Berger ist Berater bei der RMCE RiskCon GmbH & Co. KG.

- 1 Vgl. auch den relevanten IDW Standard (IDW S1), WPg 2000 S. 825 ff.
- 2 In Anlehnung an Gleißner, Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, FB 2002 S. 417-427, und Gleißner/Saitz: Kapitalkostensätze – vom Risikomanagement zur wertorientierten Unternehmensführung, Accounting 2003 S. 7-8.
- 3 Neben den systematischen (unternehmensübergreifenden) Risiken gibt es in unvollkommenen Märkten (mit Steuern, Konkurskosten und nicht perfekt diversifizierten Portfolios) durchaus auch gute Gründe und empirische Belege für die Bedeutung der unsystematischen (unternehmensbezogenen) Risiken; vgl. z. B. Amit/Wernerfelt, Why do Firms Reduce Risk?, Academy of Management Journal 1990 S. 520-533.
- 4 Zum CAPM-Ansatz und der Modellkritik vgl. Günther, Unternehmenswertorientiertes Controlling, München 1997; Ulschmid, Empirische Validierung von Kapitalmarktmodellen, Frankfurt/M. 1994; vgl. zu Untersuchungen zum CAPM und zur APT für den deutschen Aktienmarkt Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft der Unternehmung, München 2002, sowie Steiner/Uhlir, Wertpapieranalyse, Heidelberg 2000.

Aktivitäten besser einschätzen kann als der Kapitalmarkt („**Informationsasymmetrie**“). Daher sollten Unternehmen die Kapitalkostensätze für ihre wertorientierten Steuerungssysteme auf Grundlagen der Erkenntnisse des Risikomanagements ableiten. So löst man zwei Probleme: Unternehmenswert (Discounted-Cashflow) oder EVA⁵ werden auf der Grundlage von Kapitalkostensätzen berechnet, welche die tatsächliche Risikosituation des Unternehmens widerspiegeln, und die Erkenntnisse des Risikomanagements fließen über den Weg der Kapitalkostensätze unmittelbar in unternehmerische Entscheidungen ein. So wird ein fundiertes **Abwägen von erwarteten Erträgen und den damit verbundenen Risiken** bei wichtigen Entscheidungen tatsächlich erst ermöglicht.

- ▶ **Abwägen von erwarteten Erträgen und Risiken**
- ▶ **Bedarf an Eigenkapital zur Verlustabdeckung**
- ▶ **Durchführung eines indikativen Ratings**

III. Ableitung risikoadjustierter Kapitalkostensätze

Der wichtigste Schritt für die bessere Fundierung von Unternehmenswerten und die Weiterentwicklung von wertorientierten Steuerungssystemen einerseits sowie eine risikoadäquate Unternehmensbewertung andererseits ist somit die Ableitung fundierter Kapitalkostensätze. Methodisch ist dies ein durchaus mit überschaubarem Arbeitsaufwand lösbares Problem. Mithilfe sog. **Risikoaggregationsverfahren** wird der Gesamtrisikoumfang eines Unternehmens bestimmt. Dabei werden die identifizierten und bewerteten Risiken in den Kontext der Unternehmensplanung gestellt und als Ursache für mögliche Planabweichungen interpretiert (vgl. dazu Übersicht 1). Mithilfe von **Simulationsverfahren** wird eine große, repräsentative Stichprobe möglicher risikobedingter Zukunftsszenarien des Unternehmens berechnet und analysiert⁶. Diese Zukunftsszenarien erlauben es, den **Bedarf an (teurem) Eigenkapital zur Verlustabdeckung** zu ermitteln, indem aus der Bandbreite der Verteilungsfunktion der Gewinne auf den realistischen risikobedingten Maximalverlust geschlossen wird. Dabei sind das Eigenkapital sowie die Liquiditätsreserven das Risikodeckungspotenzial eines Unternehmens.

Im nächsten Rechenschritt müssen nur noch die gewichteten Kapitalkostensätze in Abhängigkeit des risikobedingten Eigenkapitalbedarfs (nicht des bilanziellen Eigenkapitals oder des Marktwerts des Eigenkapitals) berechnet werden.

Die **Wirkungskette** wird somit unmittelbar deutlich: Eine Reduzierung des Risikoumfangs (z. B. durch Abschluss einer Versicherung) wirkt unmittelbar auf die Höhe des zur Verlustdeckung nötigen Eigenkapitals, was wiederum – Eigenkapital ist teuer – einen sinkenden Kapitalkostensatz bewirkt. Jede Maßnahme kann nun einer-

Übersicht 1: Risikoaggregation in die Unternehmensplanung (Quelle: RMCE RiskCon GmbH & Co. KG)

Plan-GuV 2004	Risikofaktoren						Szenarien			
	R1	R2	R3	R4	R5	R6	S ₁	S ₂	S ₃	... S _n
Umsatz	1.000						950	1000	1000	...
- Materialkosten	400	+/- 5%	-100				-380	-400	-400	...
= Deckungsbeitrag	600						570	600	600	...
- Personalaufwand	300			+/- 10%			-300	-300	-306	...
- Sonstige Kosten	150				+/- 2%		-150	-150	-150	...
= davon Risikotransfer	5						5	5	5	...
- Alfa	-50						-50	-50	-50	...
= Betriebsergebnis	100						70	100	94	...
- Zinsaufwand	44				+/- 1%		-44	-50	-50	...
= a. o. Ergebnis	0					-200	0	-200	0	...
= Gewinn vor Steuern	56						26	-150	44	...

seits hinsichtlich der Auswirkungen auf die erwarteten Erträge und andererseits hinsichtlich der Auswirkungen auf den Risikoumfang beurteilt werden und damit (über die Höhe der Kapitalkostensätze) auch hinsichtlich der Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Die Verbindung von Risikomanagement und wertorientierter Unternehmensführung geschieht durch die Fundierung der Kapitalkostensätze über die Informationen des Risikomanagements. Sie ist durch geeignete IT-Systeme (mit der Fähigkeit der **Monte-Carlo-Simulation**) relativ einfach möglich. Die praktische Ableitung von Kapitalkostensätzen wird nachfolgend anhand eines (vereinfachten) Fallbeispiels beschrieben.

IV. Fallbeispiel

1. Anwendung des Risiko-Kompasses

Für die exemplarische Ableitung der Kapitalkostensätze der (fiktiven) Hofer Kunststoffteile GmbH wird im Folgenden auf den „Risiko-Kompass“ zurückgegriffen⁷. Der Risiko-Kompass ist ein Software-basiertes Hilfsmittel, das die Unternehmensführung bei der Einschätzung des eigenen Ratings („**indikatives Rating**“) unterstützt, aber zugleich eine Vielzahl weiterer, flankierender Funktionalitäten aufweist. Da für die Beurteilung des Ratings eines Unternehmens bekanntlich Erkenntnisse über die finanzielle Situation, die Erfolgspotenziale, die Branchenattraktivität und insbesondere auch die Risiken erforderlich sind, unterstützt der Risiko-Kompass eine umfangreiche Unternehmensanalyse (inklusive detaillierter Jahresabschlussanalyse) und bietet darüber hinaus Hilfestellung bei der Erstellung einer risikoorientierten Unternehmensplanung, die mögliche positive Planabweichungen (Chancen) ebenso wie negative Planabweichungen (Gefahren) explizit erfasst.

5 Vgl. zu den wertorientierten Steuerungssystemen Gleißner, Future Value, Wiesbaden 2004, S. 105-134, sowie die Kritik bei Hering, Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999.
 6 Vgl. Gleißner, Identifikation, Messung und Aggregation von Risiken, in: Gleißner/Meier (Hrsg.), Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, Wiesbaden 2001.
 7 Der „Risiko-Kompass“ wurde von Axa und RMCE RiskCon GmbH & Co. KG entwickelt (www.risiko-kompass.de).

2. Die Hofer Kunststoffteile GmbH

Die Hofer Kunststoffteile GmbH wurde 1975 gegründet und stellt PVC-Rohre, Klapp- und Stapelboxen sowie Automobilteile an einem Standort her. Mit 400 Mitarbeitern wurde 2003 ein Umsatz von 51,9 Mio € erwirtschaftet. Die Bilanzsumme betrug 30,4 Mio €, das Eigenkapital ca. 5 Mio €. Für dieses Unternehmen wird nun der Unternehmenswert berechnet.

Die wichtigsten Positionen der Plan-Bilanz der Geschäftsleitung für das Jahr 2004 sind in Übersicht 2 kurz dargestellt.

Übersicht 2: Planbilanz der Hofer Kunststoffteile GmbH für das Jahr 2004, in €

Bilanz: Aktivseite	31 837 000
A. Anlagevermögen	14 310 000
II. Sachanlagen	14 310 000
1. Grundstücke und Gebäude	4 530 000
2. Technische Anlagen und Maschinen	9 780 000
III. Finanzanlagen	0
B. Umlaufvermögen	17 527 000
I. Vorratsvermögen	8 558 000
1. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	4 312 000
2. Unfertige Erzeugnisse	4 246 000
II. Forderungen und sonst. Vermögensgegenstände	7 569 000
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7 469 000
5. Sonstige Vermögensgegenstände	100 000
IV. Liquide Mittel	1 400 000
Bilanz: Passivseite	31 837 000
A. Eigenkapital	4 927 548
B. Rückstellungen	3 670 000
1. Pensionsrückstellungen	2 446 700
2. Steuerrückstellungen	1 223 300
C. Verbindlichkeiten	23 239 452
2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	18 542 452
4. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3 680 000
8. Sonstige Verbindlichkeiten	1 017 000

Übersicht 3 zeigt die wichtigsten Positionen der Plan-GuV im „Risiko-Kompass“. Auf Basis des letzten Jahresabschlusses erstellt die Hofer Kunststoffteile GmbH ihre Planung für das Jahr 2004. Bei der Berechnung des Unternehmenswerts später wird hier vereinfachend ein statisches Ertragswertmodell herangezogen. Dabei wird beim EBIT eine „ewige Rente“ (für konstante Erwartungswerte) unterstellt, der aus den Planungen der GuV des Jahres 2004 übernommen wird.

Aus den Planungen der GuV sowie der Bilanz ergibt sich mithilfe der Software „Risiko-Kompass“ insgesamt das **Finanzrating „B“**, das sich für das abgelaufene Geschäftsjahr 2003 im Einzelnen wie in Übersicht 4 auf S. 146 dargestellt zusammensetzt.

Für dieses Unternehmen soll nun gezeigt werden, wie die Kapitalkostensätze zur Unternehmensbewertung durch den „Risiko-Kompass“ aus Risikodaten abgeleitet werden können.

Übersicht 3: Plan-GuV der Hofer Kunststoffteile GmbH für das Jahr 2004, in €

1. Umsatzerlöse	54 526 500
Gesamtleistung	54 526 500
4. Sonstige betriebliche Erträge	0
Betriebsleistung	54 526 500
5. Materialaufwand	26 728 500
6. Personalaufwand	15 319 000
7. Abschreibungen	1 050 000
8. Sonstiger betrieblicher Aufwand	7 894 500
Betriebsergebnis (EBIT)	3 534 500
13. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	1 804 000
Finanzergebnis	-1 804 000
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1 730 500
15. Außerordentliche Erträge	0
Außerordentliches Ergebnis	0
18. Steuern vom Einkommen und Ertrag	692 200
Gewinn nach Steuern	1 038 300

3. Die Ableitung der Kapitalkostensätze

Von der Geschäftsführung wurden die in Übersicht 5 auf S. 146 dargestellten Risiken, die zu Planabweichungen führen können, als die relevanten Risiken checklistengeführt identifiziert und im Risiko-Kompass erfasst. Dazu wurden nicht nur die Risiken in einem „Risikoinventar“ aufgelistet, sondern auch bewertet⁸ und in **Relevanzklassen** (von „1“ = unbedeutend bis „5“ = bestandsgefährdend) eingeteilt.

Mithilfe der Werte der Plan-GuV, der Plan-Bilanz und dem Risikoinventar kann nun eine Risikoaggregation durchgeführt werden. Dazu führt der Risiko-Kompass automatisch die oben erwähnte **„Monte-Carlo-Simulation“** durch, d. h. er erzeugt und analysiert eine große Anzahl risikobedingter möglicher Zukunftsszenarien des Unternehmens. Aus dieser Risikoaggregation ergeben sich zunächst Risikokennzahlen für das Jahr 2004. Diese umfassen u. a. den Eigenkapitalbedarf (RAC), die Eigenkapitaldeckung, den RORAC (Return On Risk Adjusted Capital)⁹, den Liquiditätsbedarf sowie die Insolvenz-wahrscheinlichkeit (und damit ein Rating).

Besonders interessant ist die **Höhe der Eigenkapitaldeckung**, die das Verhältnis von risikobedingtem Eigenkapitalbedarf und verfügbarem Eigenkapital darstellt. Die Eigenkapitaldeckung von 34,6 % in diesem Beispiel bedeutet, dass nur etwas mehr als ein Drittel des Eigenkapitals tatsächlich vorhanden ist, um die Risiken (mit

8 Die Bewertung wird beispielsweise durch quantifizierte Szenarien (Schadenshöhe und Eintrittswahrscheinlichkeit) oder eine Normalverteilung (Erwartungswert und Standardabweichung) vorgenommen.

9 Die Formeln zur Berechnung lauten: RORAC = EBIT/Eigenkapitalbedarf (RAC). RAC berechnet die Höhe des zur Deckung des Risikos erforderlichen Eigenkapitals eines Jahres, bezogen auf ein bestimmtes Niveau (etwa 95 oder 99 %) der Aggregation.

Übersicht 4: Das Finanzrating für das Jahr 2003 aus dem „Risiko-Kompass“

Kennzahlen	CCC	B	BB	BBB	A	Wert
Wirtschaftliche Eigenkapitalquote, bereinigt	< 10 %	> 10 %	> 20 %	> 35 %	> 60 %	13,2 %
Dynamischer Verschuldungsgrad (a)	> 8	< 8	< 4	< 1	< 0,01	11,5
Zinsdeckungsquote	< 1	> 1	> 2,5	> 4	> 9	1,1
Operative Marge (EBIT-Marge)	< 0 %	> 0 %	> 5 %	> 10 %	> 15 %	3,4 %
Kapitalrückflussquote	< 5 %	> 5 %	> 10 %	> 15 %	> 25 %	11,3 %
Gesamtkapitalrendite (ROCE)	< 0 %	> 0 %	> 5 %	> 10 %	> 20 %	7 %
Quick-Ratio	< 60 %	> 60 %	> 90 %	> 140 %	> 200 %	55,5 %
Freier Cashflow/Verbindlichkeiten	< -10 %	> -10 %	> 0 %	> 10 %	> 20 %	6,1 %
Finanzrating	X					

99%iger Sicherheit) komplett zu tragen. Daneben ist die Wahrscheinlichkeit einer Überschuldung (hier: 4 %) noch zu erwähnen; sie erlaubt eine Einschätzung des angemessenen Ratings (hier „B“) auf Basis der Unternehmensplanung und der Risiken für 2004 (vgl. Übersicht 6 auf S. 147).

Bei der Betrachtung der Risikokennzahlen steht in diesem Beispiel der Eigenkapitalbedarf (Risk Adjusted Capital) – vereinfachend – eines Jahres im Mittelpunkt, da dieser die Höhe des Kapitalkostensatzes maßgeblich beeinflusst. Der Kapitalkostensatz wiederum ist zur Berechnung des Unternehmenswerts von Bedeutung.

Wie kann nun aus der Risikoaggregation der Unternehmenswert abgeleitet werden?

Der (statische) Unternehmenswert berechnet sich nach der folgenden Formel:

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{EBIT}^*}{\text{Kapitalkostensatz}} - \text{Bankverbindlichkeiten}$$

Als EBIT wird der Wert aus der Plan-GuV eingesetzt (3 534 500 €); ebenso wird die Höhe des Fremdkapitals der Bilanz entnommen. Zur Berechnung des Kapitalkostensatzes bzw. des WACC (Weighted Average Cost of Capital) der Hofer Kunststoffteile GmbH wird die folgende Formel herangezogen¹⁰:

$$\text{WACC} = k_{\text{EK}} \cdot \frac{\text{EK-Bedarf}}{\text{GK}} + k_{\text{FK}} \cdot \frac{\text{GK - EK-Bedarf}}{\text{GK}}$$

k_{EK} entspricht dem Eigenkapitalkostensatz (Annahme: 10 %) ¹¹, k_{FK} dem Fremdkapitalkostensatz (Annahme: 6 %). Als Gesamtkapital wird – vereinfachend – die Bilanzsumme (31,8 Mio €) eingesetzt; Steuern werden hier nicht betrachtet. Der Eigenkapitalbedarf (14,6 Mio €) wird dem Ergebnis der Risikoaggregation entnommen.

Es wird deutlich, dass aus dem Eigenkapitalbedarf auf den Kapitalkostensatz geschlossen werden kann. Dabei gilt, dass der Eigenkapitalkostensatz höher ist als der

Übersicht 5: Übersicht der relevanten Risiken der Hofer Kunststoffteile GmbH & Co. KG

Risikobeschreibung	Relevanz	Quantifizierung
Haftpflichtschaden in den USA	5	28 Mio €, Eintritt alle 200 Jahre
Verfügbarkeitsrisiken durch Ausfall zentraler Produktionskomponenten	5	25 Mio € Höchstschaten, Eintritt alle 200 Jahre
Risiken durch Absatzmenschwankungen und Absatzpreisschwankungen	4	Mengenschwankungen i. H. von 6 %, Preisschwankungen i. H. von 2 %, Volumen < 1,6 Mio €
Risiken durch die Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten	3	Schätzung der GF, Volumen < 600 T€
Risiken durch den Markteintritt neuer Wettbewerber	3	Schätzung der GF, Volumen < 600 T€
Risiken aus Materialkostenschwankungen	3	Materialkostenschwankungen i. H. von 5 %, Volumen < 600 T€

Fremdkapitalkostensatz. Wer sein Eigenkapital erhöhen will, muss hierfür auch eine gewisse Rendite bieten können. Je weniger Eigenkapital ein Unternehmen bereithalten muss, um Risiken auffangen zu können, desto geringer sind ceteris paribus auch die Kapitalkosten. Eine Reduzierung des Risikos hat so – über die Reduzierung des nötigen Eigenkapitals – eine Reduzierung der Kapitalkostensätze zur Folge und damit auch direkt Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Der Kapitalkostensatz in diesem Fallbeispiel berechnet sich wie folgt:

$$\text{Kapitalkostensatz} = 10\% \cdot \frac{14\,625\,600}{31\,837\,000} + 6\% \cdot \frac{31\,837\,000 - 14\,625\,600}{31\,837\,000} = 7,8\%$$

Der Kapitalkostensatz von 7,8 % bedeutet für das Unternehmen in der Praxis, dass (bei konstanten Risiken) nur diejenigen Investitionen, die eine Rendite erwirtschaften, die über diesem Kapitalkostensatz liegen, auch einen positiven Beitrag zum Unternehmenswert bringen. Dieser wird wie folgt ermittelt:

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{3\,534\,500}{0,078} - 18\,542\,452 = 26,8 \text{ Mio €}$$

- Der Eigenkapitalkostensatz wird dabei auf den ermittelten Eigenkapitalbedarf angewendet. Das restliche, nicht risikotragende Kapital (Gesamtkapital – Eigenkapitalbedarf) wird lediglich mit dem Fremdkapitalkostensatz bewertet, weil es keine Risikoprämie benötigt. Auf die Betrachtung der Steuer wird hier aus Vereinfachungsgründen verzichtet. Eine Kreditfinanzierung (Fremdkapital) beinhaltet auch einen steuerlichen Vorteil, da die Kosten hierfür voll angesetzt werden können und dies die Steuerbelastung senkt.
- Der Eigenkapitalkostensatz basiert auf einem Opportunitätskostenkalkül: Welche Rendite wäre langfristig beispielsweise für das Eigenkapital in einer Alternativenanlage erzielbar, wenn man eine bestimmte Ausfallwahrscheinlichkeit (ggf. auch weitere Risiko-parameter) unterstellt? Durch die Ableitung des Eigenkapitalbedarfs zu einem vorgegebenen (z. B. aus dem angestrebten Rating abgeleiteten) Sicherheitsniveau (Überschuldungswahrscheinlichkeit) ergibt sich eine (weitgehende) Normierung für alle Unternehmen.

Es wird deutlich, dass eine Erhöhung des Risikos (und damit des Kapitalkostensatzes) unmittelbar eine Verringerung des Unternehmenswerts mit sich bringen würde.

V. Fazit

Zusammenfassend zeigt sich, dass Risikoanalyse und Risikoaggregation notwendige Aufgaben einer wertorientierten Unternehmensführung sind, die helfen, den Wert des Unternehmens fundiert und nachvollziehbar einzuschätzen. Datengrundlage sind somit die **individuellen Unternehmensrisiken**, welche die Planungssicherheit der zukünftigen Erträge bzw. Cashflows bestimmen. Auch der Wertbeitrag strategischer Optionen (oder z. B. auch von Versicherungslösungen) kann so – über die Wirkung auf Ertrag und Risiko – quantifiziert werden.

Übersicht 6: Risikokennzahlen 2004 auf Basis der Unternehmensplanung – Auszug aus dem: „Risiko-Kompass“

Risikokennzahlen 2004, 99 %-Niveau	
Kennzahlen	Wert
RORACE (Rendite des risikoadjustierten Gesamtkapitals)	8,60 %
RORAC (Rendite des Eigenkapitalbedarfs)	7,40 %
Eigenkapitalbedarf eines Jahres (RAC)	14 625 596 €
RAC/Gesamtleistung (Eigenkapitalbedarf zu Gesamtleistung)	26,80 %
Eigenkapitaldeckung (Eigenkapital zu Eigenkapitalbedarf)	34,60 %
Insolvenzwahrscheinlichkeit für 1 Jahr	
Wahrscheinlichkeit der Illiquidität	1,40 %
Wahrscheinlichkeit der Überschuldung	4,00 %
Insolvenzwahrscheinlichkeit	4,00 %

Gründung einer Europäischen Aktiengesellschaft

– Ein Fallbeispiel: Outbound-Verschmelzung und Inbound-Anteilstausch –

von Dipl.-Kffr. Dr. Christine Ruhwinkel, Nürnberg*

I. Einleitung

Nach der formalen Anerkennung der Verordnung über das Statut einer Europäischen Aktiengesellschaft¹ sowie der Richtlinie über die Beteiligung der Arbeitnehmer in der Europäischen Aktiengesellschaft² durch den EU-Ministerrat im Dezember 2000 kann der **grenzüberschreitende Zusammenschluss von EU-Kapitalgesellschaften zukünftig erstmals entweder durch Verschmelzung oder durch Anteilstausch** erfolgen. Aufbauend auf einem Fallbeispiel zur Gründung einer Europäischen Aktiengesellschaft (SE) durch eine deutsche und eine britische Kapitalgesellschaft ist zu analysieren, ob sich im Inbound- und im Outbound-Fall hinsichtlich der ertragsteuerlichen Behandlung der beiden Gründungsalternativen Verschmelzung und Anteilstausch Unterschiede ergeben.

Dazu werden der Zeitpunkt der Errichtung einer SE, die laufende Besteuerung und der Zeitpunkt des Verkaufs der Anteile an der SE betrachtet. In dem in UM 3/2004 erschienenen Beitrag³ wurden die steuerlichen Rahmenbedingungen der SE-Gründung dargelegt und – aufbauend auf dem zuvor genannten Fallbeispiel – die Gründungsalternative Inbound-Verschmelzung näher untersucht.

Im Folgenden wird das in Kapitel II nochmals vorgestellte Fallbeispiel auf die Gründungsalternativen Outbound-Verschmelzung und Inbound-Anteilstausch angewendet und es werden die Untersuchungsergebnisse beider Beiträge zusammengefasst.

II. Fallbeispiel

Dem Fallbeispiel liegen folgende Annahmen zugrunde: Die **deutsche** und die **britische Publikumsaktiengesellschaft DE-AG** und **UK-PLC** gründen steuerneutral, d. h. unter Fortführung der Buchwerte der Gründungsgesellschaften, eine SE durch einen **grenzüberschreitenden Merger of Equals**. Der Sitz der neu zu gründenden SE befindet sich entweder in Deutschland (**Inbound-Fall**) oder in Großbritannien (**Outbound-Fall**). Die SE-Gründung erfolgt durch eine grenzüberschreitende Verschmelzung oder einen grenzüberschreitenden Anteilstausch. Die Gründungsgesellschaften haben übereinstimmende Buchwerte und Verkehrswerte, sind in ihrem Ansässigkeitsstaat (Sitz und Geschäftsleitung) jeweils unbeschränkt steuerpflichtig und besitzen keine anderen Betriebsstätten oder Tochterkapitalgesellschaften. Vor der Gründung der SE bestehen zwischen der deutschen und der britischen Gründungsgesellschaft keine gegenseitigen Ansprüche, Verbindlichkeiten oder Rückstellungen.

* Die Autorin ist ehemalige Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Steuerlehre (Prof. Dr. Wolfgang Scheffler) an der Universität Erlangen-Nürnberg.

1 Vgl. Verordnung des Rates über das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft vom 8. 10. 2001 (SE-Verordnung, SE-VO), ABl. EG Nr. L 294 vom 10. 11. 2001 S. 1-21. Die offizielle Bezeichnung der Europäischen Aktiengesellschaft ist „Societas Europaea“ (kurz: SE).

2 Vgl. Richtlinie Nr. 2001/86/EG des Rates vom 8. 10. 2001 zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Gesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer (SE-Richtlinie, SE-RL), ABl. EG Nr. L 294 vom 10. 11. 2001 S. 22-32.

3 Vgl. Ruhwinkel, UM 3/2004 S. 109 ff.