

Arbeitspapier **310**

**310**

Markus Sendel-Müller | Caroline Köck

**Finanzwirtschaftliche  
Unternehmensanalyse  
im Aufsichtsrat**

**Arbeitspapier Nr. 310**

Markus Sendel-Müller/Caroline Köck

Finanzwirtschaftliche Unternehmensanalyse  
im Aufsichtsrat

**Auswirkungen der Finanzierungspolitik auf den  
strategischen Handlungsspielraum von Unternehmen  
am Beispiel der Beteiligung der Schaeffler AG an der  
Continental AG**

Dipl.-Kaufmann Markus Sendel-Müller (Jg. 1974) ist Senior Manager bei der INFO-Institut Beratungs-GmbH in Saarbrücken, einem Beratungsinstitut, das schwerpunktmäßig ArbeitnehmervertreterInnen in Restrukturierungsfällen berät. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in den Bereichen finanzielle Mitarbeiterbeteiligung, Aktienrückkäufe sowie Rechnungslegung und Corporate Governance. Darüber hinaus ist er als Dozent für das Lehrgebiet Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse an der Akademie für Arbeit und Sozialwesen des Saarlandes (afas) in Saarbrücken tätig.

Dipl.-Betriebswirtin (FH) Caroline Köck (Jg. 1981) ist als Manager ebenfalls bei der INFO-Institut Beratungs-GmbH in Saarbrücken tätig. Ihre Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Restrukturierungsmanagement, Jahresabschlussanalysen und Bilanzpolitik.

Herausgeber: Hans-Böckler-Stiftung  
Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des DGB  
Hans-Böckler-Straße 39  
40476 Düsseldorf  
Telefon (02 11) 77 78-168  
Fax (02 11) 77 78-4168  
E-Mail: Alexander.Sekanina@boeckler.de

Redaktion: Alexander Sekanina, Referatsleiter Wirtschaft,  
Mitbestimmungsförderung

Bestell-Nr.: 11310

Produktion: Setzkasten GmbH, Düsseldorf  
Düsseldorf, Mai 2015  
€ 24,00

## Kurzfassung

Der Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2007 brachte weltweit Unternehmen ins Trudeln und ist trotz deutlicher konjunktureller Erholungen vielerorts bis zum heutigen Tag nicht als überwunden anzusehen. Viele Unternehmen sehen sich auch heute noch immensen Schuldenbergen gegenüber. Aus diesen resultieren Kapitaldienste in Form von Zins- und Tilgungszahlungen, deren Erfüllung den Handlungsspielraum der Unternehmensleitung deutlich einschränkt. In einigen europäischen Volkswirtschaften führt dies so weit, dass große Konzerne nur aufgrund der bislang anhaltend lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank nicht von ihrer Schuldenlast erdrückt werden. Sollte sich das Zinsniveau wieder erhöhen, kann es zu deutlichen Erhöhungen der Zinszahlungen für diese Unternehmen kommen. Es stellt sich somit die Frage, welche Optionen Unternehmen, die einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen haben, um ihren Fremdkapitalanteil wieder auf ein erträgliches Maß zu reduzieren. Dieser Frage widmet sich die vorliegende Untersuchung. Dabei werden die theoretischen Ausführungen um eine umfangreiche Fallstudie anhand der Verschuldungssituation der Schaeffler AG veranschaulicht. Es bleibt somit letztlich zu erwarten, dass die Themen „Entschuldung“ sowie „Umschuldung“ künftig auch bei vielen Aufsichtsräten ein wichtiges Thema bleiben werden.

Der Umfang der Verschuldung stellt im Rahmen der Unternehmensfinanzierung eine besonders sensible Frage dar. Im ungünstigen Fall können hohe Zins- und Tilgungszahlungen in den Folgejahren die Liquidität des Unternehmens erheblich belasten und seine strategischen Handlungsspielräume somit deutlich beschneiden.

Vor diesem Hintergrund wirft das aktuell niedrige Zinsniveau in Europa und den Vereinigten Staaten für viele Unternehmen die Frage nach einer möglichen Restrukturierung ihrer Schulden auf. Durch Maßnahmen zur Umschuldung (Refinancing) oder gar Entschuldung (Deleveraging) können im Idealfall neue Handlungsspielräume gewonnen und die Stabilität des Unternehmens langfristig gesichert werden.

Eine Neuordnung der Unternehmensfinanzierung muss jedoch sorgfältig vorbereitet werden und mit einer gründlichen Analyse der leistungs- und insbesondere der finanzwirtschaftlichen Situation einhergehen. Die vorliegende Studie analysiert diesen Entscheidungsprozess am Fallbeispiel der Schaeffler AG, die im Rahmen ihrer Beteiligung an der Continental AG zu einer erheblichen Kreditaufnahme gezwungen war.

Alexander Sekanina

Referat Wirtschaft

Hans-Böckler-Stiftung

## Inhaltsverzeichnis

Kurzfassung .....	3
Abbildungsverzeichnis .....	7
Abkürzungsverzeichnis.....	11
1 Einleitung.....	13
1.1 Problemstellung und Zielsetzung der Untersuchung .....	13
1.2 Adressaten und Fragestellungen der Untersuchung.....	14
1.3 Vorgehensweise der Untersuchung .....	15
2 Unternehmensfinanzierung .....	17
2.1 Begriff der Unternehmensfinanzierung.....	17
2.2 Ziele der Unternehmensfinanzierung .....	19
2.3 Fremdfinanzierung .....	23
2.3.1 Grundlegendes zur Fremdfinanzierung.....	23
2.3.2 Kreditfinanzierung .....	24
2.3.3 Anleihefinanzierung .....	28
2.4 Um- und Entschuldung.....	32
3 Finanzwirtschaftliche Unternehmensanalyse .....	35
3.1 Grundlagen und Probleme der Bilanzanalyse.....	35
3.2 Finanzwirtschaftliche Jahresabschlussanalyse .....	41
3.3 Auswahl relevanter Kennzahlen und deren Interpretation .....	45
3.3.1 Überblick über das Kennzahlensample.....	45
3.3.2 Rentabilitäten .....	46
3.3.3 Kennzahlen zum Investitionsverhalten.....	49
3.3.4 Kennzahlen zur Verschuldung.....	51
3.3.5 Kennzahlen zur Kapitaldienstfähigkeit und Finanzierungskraft.....	54
4 Fallstudie Schaeffler AG.....	57
4.1 Vorbemerkungen.....	57
4.2 Aktuelle Situation in der Automobilzulieferindustrie und Ausblick .....	59
4.3 Unternehmensprofil der Schaeffler Gruppe .....	63
4.4 Entwicklung der Verschuldungssituation bei Schaeffler .....	67
4.5 Finanzwirtschaftliche Restrukturierung.....	70
4.6 Analyse der Ertragslage in der Schaeffler Gruppe .....	75
4.7 Analyse des Investitionsverhaltens der Schaeffler Gruppe .....	81
4.8 Analyse der Verschuldungssituation der Schaeffler Gruppe .....	85
4.9 Analyse der Kapitaldienstfähigkeit bzw. Finanzierungskraft der Schaeffler Gruppe .....	90

5	Fazit und Ausblick .....	95
5.1	Zusammenfassung der Analyseergebnisse der Schaeffler Gruppe .....	95
5.2	Ableitung möglicher Handlungsalternativen für die IHO Gruppe .....	96
5.3	Die mögliche künftige Ausrichtung der Gruppe.....	97
5.4	Schlussbemerkung .....	101
	Anhang I: .....	103
	Anhang II.....	104
	Anhang III:.....	105
	Chronologie der Ereignisse bei Schaeffler und Ausblick .....	105
	Literaturverzeichnis .....	111
	Über die Hans-Böckler-Stiftung .....	115

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Aufbau der Studie.....	16
Abbildung 2: Systematisierung der Unternehmensfinanzierung.....	18
Abbildung 3: Typische Merkmale von Eigen- und Fremdkapital.....	19
Abbildung 4: Beispiele für praxisrelevante Financial Covenants.....	27
Abbildung 5: Gegenüberstellung Anleihe- und Kreditfinanzierung aus Unternehmenssicht.....	30
Abbildung 6: Unternehmensrating am Beispiel der Schaeffler Gruppe.....	31
Abbildung 7: Wirkungsweise von Ent- und Umschuldung im Überblick.....	33
Abbildung 9: Gestaltungsparameter und Probleme der Bilanzanalyse.....	40
Abbildung 10: Erkenntnisziele der finanzwirtschaftlichen Bilanzanalyse.....	41
Abbildung 11: Aufbau der Bilanz (Passiva) am Beispiel der Schaeffler Gruppe.....	42
Abbildung 12: Schematischer Aufbau der Kapitalflussrechnung am Beispiel der Schaeffler Gruppe.....	44
Abbildung 13: Übersicht über das Kennzahlensample.....	45
Abbildung 14: Berechnung der Umsatzrendite.....	46
Abbildung 15: Berechnung der Cashflow-Umsatzrate.....	46
Abbildung 16: Berechnung der Gesamtkapitalrendite.....	47
Abbildung 17: Berechnung der Eigenkapitalrendite.....	48
Abbildung 18: Berechnung des Leverage-Index.....	48
Abbildung 19: Berechnung der Innenfinanzierungskraft.....	49
Abbildung 20: Berechnung der Wachstumsquote.....	50
Abbildung 21: Berechnung des Capital Expenditure Ratio.....	51
Abbildung 22: Berechnung der Eigenkapitalquote.....	51
Abbildung 23: Berechnung des Nettoverschuldungsgrad.....	52
Abbildung 24: Ermittlung der Netto-Finanzschulden.....	53
Abbildung 25: Berechnung des dynamischen Verschuldungsgrad.....	53
Abbildung 26: Ermittlung der Nettoverschuldung.....	54
Abbildung 27: Berechnung der Cash Conversion Rate.....	55
Abbildung 28: Berechnung der Schuldendienstfähigkeit.....	55
Abbildung 29: Aktueller Aufbau der Zulieferpyramide.....	61
Abbildung 30: Unternehmenssteckbrief Schaeffler Gruppe.....	63
Abbildung 31: Vereinfachte Darstellung Konzernstruktur der IHO Gruppe zum 31. Dezember 2013.....	64
Abbildung 32: Wesentliche Eckdaten der Schaeffler Gruppe.....	66
Abbildung 33: Entschuldung bei Schaeffler: Politik der „Trippelschritte“?!.....	68
Abbildung 34: Entwicklung der Finanzschulden Schaeffler Gruppe versus Entwicklung des Anteilsbesitzes der Schaeffler Gruppe an der Continental AG.....	69
Abbildung 35: Fälligkeitsstruktur der Schaeffler Gruppe per 30.06.2014.....	70
Abbildung 36: Von der IHO Gruppe emittierte Anleihen per 30.06.2014.....	72

Abbildung 37: Darlehensstruktur der IHO Gruppe per 30.06.2014.....	73
Abbildung 38: Überblick Finanzschulden der IHO Gruppe per 30.06.2014.....	74
Abbildung 39: Entwicklung der Umsatzrendite IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	75
Abbildung 40: Umsatzrendite von Automobilzulieferunternehmen im Vergleich 2010–2013 .....	76
Abbildung 41: Entwicklung der Cashflow-Umsatzrate IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	77
Abbildung 42: Entwicklung der Gesamtkapitalrendite IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	78
Abbildung 43: Entwicklung der Eigenkapitalrendite IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	79
Abbildung 44: Entwicklung des Leverage-Index IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	81
Abbildung 45: Entwicklung der Innenfinanzierungskraft IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	82
Abbildung 46: Entwicklung der Wachstumsquote IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	83
Abbildung 47: Entwicklung der Capital Expenditure IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	84
Abbildung 48: Entwicklung der Passiva Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014.....	85
Abbildung 49: Entwicklung der Eigenkapitalquote IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	86
Abbildung 50: Eigenkapitalquoten von Automobilzulieferunternehmen im Vergleich 2010–2013 .....	87
Abbildung 51: Entwicklung des Nettoverschuldungsgrads IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	88
Abbildung 52: Entwicklung des dynamischen Verschuldungsgrads IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014.....	89
Abbildung 53: Entwicklung der Cash Conversion Rate IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	90
Abbildung 54: Entwicklung der Schuldendienstfähigkeit IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	91
Abbildung 55: Kapitalflussrechnung Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014.....	92
Abbildung 56: Entwicklung der Kapitaldienste Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014 .....	93
Abbildung 57: EBIT-Renditeentwicklung Automotive- und Industrie- Segment 2010–HJ1 2014 .....	98
Abbildung 58: Schaeffler auf dem Weg zur Familienholding?.....	99
Abbildung 59: Herausforderung Investor Relations.....	100
Kennzahlentabelle der Schaeffler Gruppe.....	103
Kennzahlentabelle der IHO Gruppe .....	104

Das Jahr 2008: Der Lehman-Schock...	105
Das Jahr 2009: ...es geht ums Überleben!	105
Das Jahr 2010: ...übernimmt Continental Schaeffler?	106
Das Jahr 2011: Die Entschuldung beginnt...	106
Das Jahr 2012: ...und geht in Trippelschritten weiter	107
Das Jahr 2013: Vorbereitung eines IPO? (1/2)	107
Das Jahr 2013: Vorbereitung eines IPO? (2/2)	108
Das Jahr 2014: Refinanzierung und Führungswechsel	108
Die Szenario-Jahre 2015 ff.: Befreiungsschlag durch (Teil-)Börsengang?	109



## Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AG & Co. oHG	Aktiengesellschaft und Compagnie offene Handelsgesellschaft
Aufl.	Auflage
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
B. V.	Besloten Vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
ca.	circa
Dr.	Doktor
EBIT	Earnings before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation
EBT	Earnings before Taxes
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
e. V.	eingetragener Verein
EZB	Europäische Zentralbank
exkl.	exklusive
f., ff.	folgende, fortfolgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Compagnie Kommanditgesellschaft
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben
IFRS	International Financial Reporting Standards
i. H. v.	in Höhe von
IPO	Initial Public Offering
IR	Investor Relations
KG	Kommanditgesellschaft
KAaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
MAHREG	Magdeburg-Anhalt-Harz-Region
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
OEM	Original Equipment Manufacturer
OHG	Offene Handelsgesellschaft
p. a.	per annum
PIK	Pay-in-kind

RCF	Revolving Credit Facility
S.	Seite
SE	Societas Europaea
SE & Co. KGaA	Societas Europaea und Compagnie Kommanditgesellschaft auf Aktien
SEBG	Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft
u. a.	unter anderem
US	United States
USB	Universal Serial Bus
USD	United States Dollar
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VDA	Verband der Automobilindustrie e. V.
Vgl.	vergleiche
z. B.	zum Beispiel

# 1 Einleitung<sup>1</sup>

## 1.1 Problemstellung und Zielsetzung der Untersuchung

Die sich aus der US-amerikanischen Immobilienkrise entwickelnde internationale Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2007 ff. traf ab dem dritten Quartal 2008 und in 2009 viele Industriekonzerne weltweit völlig unvorbereitet. Vor allem diejenigen Unternehmen, die einen hohen Verschuldungsgrad (Leverage) in ihrer Finanzierungsstruktur aufwiesen, gerieten rasch in eine bedrohliche Schieflage, welche sich in einem deutlichen Anstieg der zu diesem Zeitpunkt bereits hohen Verschuldung bei gleichzeitigem Rückgang der verfügbaren liquiden Mittel manifestierte.<sup>2</sup>

Bis zum heutigen Tag haben sich viele der betroffenen Konzerne trotz einer deutlichen konjunkturellen Belebung nicht von den krisenhaften Entwicklungen der Jahre 2008 ff. erholt.<sup>3</sup> Vor allem das Problem einer übermäßigen Verschuldung beschäftigt die Unternehmenspraxis weiterhin, da einige Unternehmen derzeit nur aufgrund der historischen Niedrigzinspolitik der EZB überleben und bei ansteigenden Zinsen unter ihren Zins- und Tilgungspflichten zusammenbrechen würden.<sup>4</sup> Unternehmen in einer derartigen Situation versuchen, sich durch eine Veränderung ihrer Finanzierungsstruktur ihrer Verbindlichkeiten zu entledigen (Entschuldung) oder zumindest die Zins- und Tilgungslasten spürbar zu verringern sowie die Rückzahlungszeiträume in die Zukunft zu verschieben (Umschuldung). Die hierbei angewandten Techniken der Unternehmensfinanzierung sind hochgradig komplex und beinhalten entsprechende Risiken für den Fortbestand eines Unternehmens.

Gleichzeitig ist jedoch festzustellen, dass die Literatur zur Unternehmensfinanzierung bislang zu den Themen „Entschuldung“ (Deleveraging)<sup>5</sup> und „Umschuldung“ (Refinancing)<sup>6</sup> keine klare Vorgehensweise anbietet. Lediglich in der Spezialliteratur zur Unternehmenssanierung werden diese Themen unter dem Oberbegriff des „debt-to-equity-swap“ behandelt<sup>7</sup>, allerdings dann immer im Kontext einer Existenz bedrohen-

1 Die vorliegende Ausarbeitung basiert auf Sendel-Müller, Markus/Köck, Caroline (2014): Refinanzierung und Entschuldung, Düsseldorf 2014, [http://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_refinanzierung\\_entschuldung.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_refinanzierung_entschuldung.pdf).

2 Vgl. zur Finanz- und Wirtschaftskrise auch Waschbusch, Gerd/Sendel-Müller, Markus (2015), S. 49–52.

3 An dieser Stelle ist der Hinweis angebracht, dass die Autoren nicht davon ausgehen, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Jahre 2007–2009 beschränkt war. Vielmehr zeigen sich die Auswirkungen in der Unternehmenslandschaft bis heute. Ferner hat die sich an die Finanz- und Wirtschaftskrise anschließende Schuldenkrise im Euroraum weitere Kreditinstitute in Bedrängnis gebracht und so die Kreditvergabe an die Privatwirtschaft zusätzlich beeinträchtigt.

4 Vgl. Müller, Eva 2013, S. 97 f.

5 Zur Entschuldung bzw. Deleveraging eines Unternehmens können beispielsweise nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände veräußert und anschließend Fremdkapital getilgt werden.

6 Im Rahmen der Umschuldung beziehungsweise Refinancing können z. B. Anleihen ausgegeben und anschließend mit dem Emissionserlös Bankverbindlichkeiten zurückgezahlt werden. Die Vorteile hierbei können in günstigeren Finanzierungsbedingungen und/oder einer verlängerten Laufzeit des Fremdkapitals bestehen.

7 Bei einem debt-to-equity-swap wird Fremdkapital (debt) in stimmberechtigtes Eigenkapital (equity) getauscht. Der bisherige Gläubiger wird hierdurch zum Unternehmenseigner beziehungsweise strategischen Investor.

den Krisensituation. Doch auch Unternehmen, die sich in keiner akuten Krise befinden, nutzen die Instrumente zum Deleveraging und zum Refinancing in immer stärkerem Maße aus, da sie doch trotz einer zwischenzeitlich erfolgten wirtschaftlichen Erholung immer noch große Schuldenlasten aus den Jahren 2008 ff. mit sich tragen. Mittlerweile können in zahlreichen Publikationen Hinweise darauf gewonnen werden, dass auch wirtschaftlich gesunde Unternehmen die aktuelle Niedrigzinsphase dazu nutzen, um ihre Unternehmensfinanzierung neu zu strukturieren. So sind Fälle zu beobachten, bei denen Unternehmen bewusst durch anleihefinanzierte Aktienrückkaufprogramme ihre Verschuldung erhöhen, weil die zu zahlenden Anleihezinsen niedriger sind als die zu gewährenden Dividenden auf die entsprechenden Aktien.<sup>8</sup> Auch existieren wirtschaftlich erfolgreiche Unternehmen, die durch die Ablösung älterer Anleiheemissionen mittels niedriger verzinsten Anleiheemissionen ihre Liquiditätssituation massiv verbessern.<sup>9</sup> Gerade die beiden letztgenannten Phänomene sind in der Literatur zur Unternehmensfinanzierung zwar bekannt, aber bislang noch nicht strukturiert erfasst worden. Dies erscheint jedoch sinnvoll, da sich die gerade genannten Beispiele vor dem Hintergrund eines Wandels in der Unternehmensfinanzierung abspielen: Auf internationaler Ebene ist festzustellen, dass sich Unternehmen in einem zunehmend geringeren Maße durch Bankkredite finanzieren und verstärkt auf andere Quellen wie beispielsweise die Emission von Unternehmensanleihen zurückgreifen.<sup>10</sup>

Diesen Gesamtkontext nehmen die Autoren zum Anlass, Ansätze zu Refinancing und Deleveraging jenseits des Sanierungsmanagements im Rahmen der vorliegenden Ausarbeitung aufzuzeigen. Um die theoretischen Ausführungen plastischer zu gestalten, ist eine Untermauerung anhand eines Praxisfalls sinnvoll. Hier wird in einer umfangreichen Fallstudie die Beteiligung der Schaeffler AG an der Continental AG herangezogen, da diese Fallkonstellation sich als besonders interessant erweist. Bis heute konnte Schaeffler die im Rahmen des Anteilskaufs massiv angestiegene Verschuldung trotz hoher operativer Erträge nicht wesentlich verringern, so dass die derzeitige Verschuldungssituation auch weiterhin permanenter Begleitfaktor bei allen strategischen Entscheidungen der Unternehmensleitung bleibt.

## 1.2 Adressaten und Fragestellungen der Untersuchung

Die Ausarbeitung richtet sich vornehmlich an Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat und soll ihnen als kompakte und verständliche Übersicht zu den Themen „Entschuldung“ und „Umschuldung“ dienen. Zum einen soll eine theoretische Grundstruktur zu Handlungsoptionen bei Ent- und Umschuldung dargelegt werden. Zum anderen soll diese Grundstruktur anhand eines umfangreichen Fallbeispiels zur Schaeffler AG veranschaulicht werden. Die Fallstudie erleichtert somit den Transfer der theoretischen

8 Vgl. Sommer, Ulf 2012, S. 18.

9 Vgl. Hansen, Nele/Böhmer, Reinhold/Seiwert, Martin 2013, S. 64.

10 Vgl. Kann, Günter 2013, S. 19; Tarashev, Nikola/von Peter, Goetz 2013, S. 1; Deutsche Bundesbank 2012, S. 28; EZB 2012, S. 108.

Ausarbeitung in die praktische Anwendung. Des Weiteren wird ein großer Teil der Studie der finanzwirtschaftlichen Unternehmensanalyse gewidmet. Die hierdurch gewonnen Erkenntnisse sollen es Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat erleichtern, auch selbständig entsprechende Analysen im Rahmen ihres Mandats durchzuführen. Hiermit soll letztlich eine Hilfestellung erfolgen, um die kontrollierende und beratende Funktion des Aufsichtsrats gegenüber dem Vorstand effizienter zu gestalten.

Die wesentlichen Fragen, welche die weitere Vorgehensweise leiten, lauten somit folgendermaßen:

- Auf welche Weise werden die strategischen Handlungsspielräume von Unternehmen aufgrund einer übermäßigen Verschuldung eingeengt?
- Mit Hilfe welcher Kennzahlen kann die Verschuldungssituation und damit die finanzielle Stabilität eines Unternehmens bewertet werden?
- Welche Optionen lassen sich zur Ent- und Umschuldung aufzeigen?
- Wo liegen die Chancen und Risiken von Ent- und Umschuldungsstrategien für die betroffenen Unternehmen sowie deren Arbeitnehmer?

### 1.3 Vorgehensweise der Untersuchung

Die vorliegende Ausarbeitung zeichnet sich durch ein zweistufiges Vorgehen aus. Am Beginn der Ausarbeitung steht eine theoretische Einführung in finanzpolitische Entscheidungsprozesse und die Verschuldungspolitik im Besonderen.<sup>11</sup> Dabei sollen zunächst die Einschränkungen der strategischen Handlungsoptionen durch eine übermäßige Verschuldung dargestellt werden (z. B. Belastung des Cashflows und Festlegung von Financial Covenants). Des Weiteren wird der Versuch unternommen, zu den Themen „Deleveraging“ und „Refinancing“ einen theoretischen Rahmen für mögliche Handlungsfelder von Unternehmen abzuleiten. An diesen Teil anschließend werden auf Basis der Erkenntnisse zur finanzwirtschaftlichen Jahresabschlussanalyse<sup>12</sup> 13 Kennzahlen abgeleitet, die aus Sicht der Autoren geeignet sind, die finanzielle Stabilität eines Unternehmens einzuschätzen.<sup>13</sup>

In einem zweiten Schritt erfolgt die Überleitung zu einer Fallstudie, welche die Jahresabschlüsse der Schaeffler Gruppe<sup>14</sup> und der IHO Gruppe analysiert und hinsichtlich

11 Vgl. Kapitel 2.

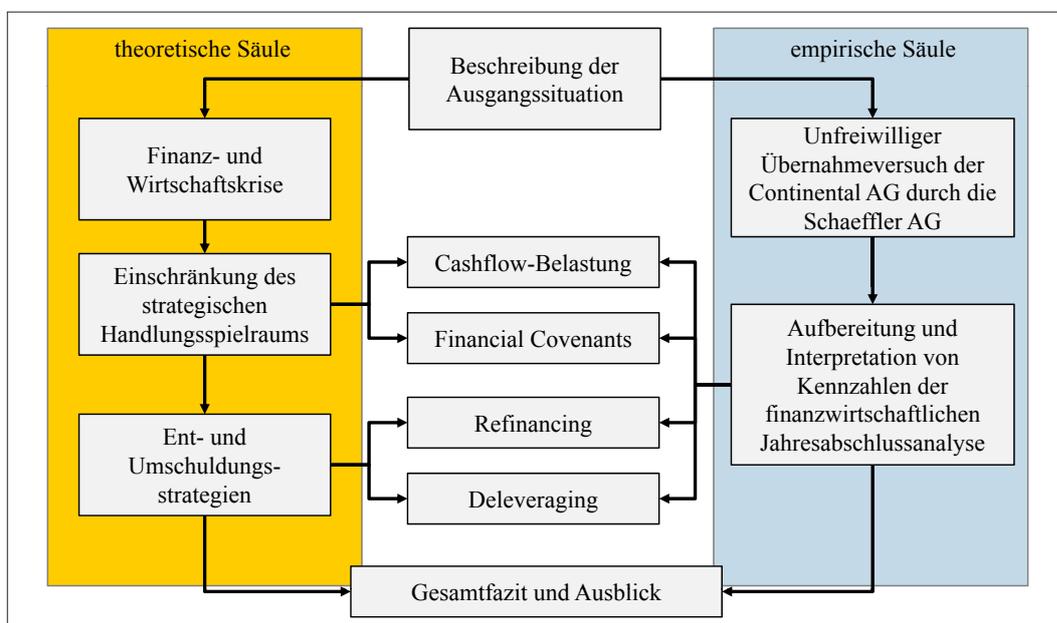
12 Die finanzwirtschaftliche Unternehmensanalyse fokussiert sich auf die Betrachtung der Investitions-, Finanzierungs- und Liquiditätsentwicklung. Vgl. Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 314.

13 Vgl. Kapitel 3.

14 Oberhalb der Schaeffler Gruppe befinden sich weitere Holding-Gesellschaften. Alle Unternehmen zusammen werden als IHO Gruppe bezeichnet. Allerdings ist die öffentlich zugängliche Datenlage zur IHO Gruppe weder als aktuell noch als transparent zu bezeichnen. Daher haben die Analyseergebnisse zur IHO Gruppe lediglich einen informatorischen Charakter. Nichtsdestotrotz werden sie zum Gesamtverständnis des Fallbeispiels als notwendig erachtet. (vgl. Kapitel 4.1).

der finanziellen Stabilität der Unternehmensgruppe interpretiert.<sup>15</sup> Um zu einer aussagekräftigen Zeitreihe zu gelangen wurden die Abschlüsse der Jahre 2010 bis 2013<sup>16</sup> in die Analyse einbezogen. Hierzu wurden die Daten aus den Geschäftsberichten anhand der oben erwähnten Kennzahlen ausgewertet, grafisch aufbereitet und entsprechend gedeutet. Zur weitergehenden Untermauerung erfolgte eine Recherche der für den Betrachtungszeitraum relevanten Pressemitteilungen und Presseartikel, die sich mit den Entwicklungen in der Schaeffler- und der IHO Gruppe auseinandersetzen. Hieraus sollen letztlich für den konkreten Beispielfall mögliche Handlungsfelder zur Verringerung der Verschuldung (z. B. durch einen Börsengang<sup>17</sup>) abgeleitet werden. Dabei erfolgt auch ein Abgleich mit der zuvor theoretisch abgeleiteten Struktur möglicher Handlungsfelder.<sup>18</sup>

Abbildung 1: Aufbau der Studie



Mit dieser zweitstufigen Vorgehensweise will die Untersuchung einen Grundbaustein legen, der es ermöglichen soll in weiterführenden Untersuchungen die zunehmende Bedeutung von Deleveraging und Refinancing für die Unternehmensfinanzierung zu untermauern. Bevor jedoch näher auf die Möglichkeiten zur Verringerung der Verschuldung eingegangen wird, ist es erforderlich, die Grundlagen und Ziele der Unternehmensfinanzierung zu erläutern.

15 Vgl. Kapitel 4.

16 Die Werte des ersten Halbjahres 2014 werden aus informatorischen Gründen dargestellt, sind allerdings im Rahmen einer Zeitreihenanalyse nur eingeschränkt zur Interpretation geeignet.

17 In diesem Fall wäre es das erstmalige Angebot von Aktien der Schaeffler Gruppe an der Börse, was auch als Initial Public Offering bezeichnet (IPO) wird.

18 Vgl. Kapitel 5.

## 2 Unternehmensfinanzierung

### 2.1 Begriff der Unternehmensfinanzierung

Damit ein Unternehmen erfolgreich am Wirtschaftsleben teilnehmen kann, benötigt es neben Produktideen auch die entsprechenden Mittel, wie z. B. maschinelle Anlagen, Gebäude, Personal, Material, um diese in die Realität umzusetzen. Zur Gründung eines Unternehmens, zur Beschaffung der entsprechenden Vermögensgegenstände oder auch zum Einkauf von Materialien werden jedoch zunächst finanzielle Mittel benötigt. Sämtliche Vorgänge, die dazu führen, dass einem Unternehmen solche finanziellen Mittel (auch als *Liquidität* bezeichnet) zugeführt werden, können als Finanzierungsvorgänge bezeichnet werden. Somit ist die permanente Sicherstellung der Liquiditätsausstattung als notwendig zur Inangasetzung und Aufrechterhaltung eines Unternehmensbetriebes anzusehen und stellt eine wichtige Aufgabe der Unternehmensleitung dar.

Der Begriff „*Unternehmensfinanzierung*“ beinhaltet in seiner weiten Fassung daher die Beschaffung<sup>19</sup> von Kapital zur Durchführung der betrieblichen Leistungserstellung und Leistungsverwertung sowie zur Vornahme außerordentlicher finanztechnischer Vorgänge (z. B. Börsengang, Fusionen oder auch Sanierung). Durch den Einbezug solcher Vorgänge wie Sanierung oder auch Auflösung (Liquidation) eines Unternehmens umfasst die Unternehmensfinanzierung auch die Rückzahlung des zuvor beschafften Kapitals.<sup>20</sup>

Eine Systematisierung der Unternehmensfinanzierung kann nach mehreren Kriterien erfolgen. Eine erste Möglichkeit ist die Unterteilung nach der Kapitalherkunft in *Innen-* und *Außenfinanzierung*.<sup>21</sup> Bei der Innenfinanzierung werden innerhalb des Unternehmens Geldmittel im Rahmen des betrieblichen Umsatzprozesses generiert, entweder durch einen *Vermögenszuwachs* oder eine *Vermögensumschichtung* im Zuge eines Aktivtauschs. Ein Vermögenszuwachs resultiert durch Einbehaltung von Gewinnen (Selbstfinanzierung) oder der Bildung von Rückstellungen, da die Rückstellungsbildung den ausschüttbaren und zu versteuernden Gewinn reduziert, umgekehrt aber (zum jetzigen Zeitpunkt) nicht zu Auszahlungen führt.<sup>22</sup> Im Rahmen der Vermögensumschichtung hingegen werden im Zuge eines Aktivtauschs bereits in der Vergangenheit beschaffte Gelder wieder in Liquidität umgewandelt.<sup>23</sup> Zu denken ist hierbei beispielsweise an die Finanzierung

19 Die anschließende Verwendung des Kapitals zur Anschaffung von Vermögensgegenständen wie Maschinen, Gebäuden etc. wird hingegen als Investition bezeichnet.

20 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 3.

21 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 14.

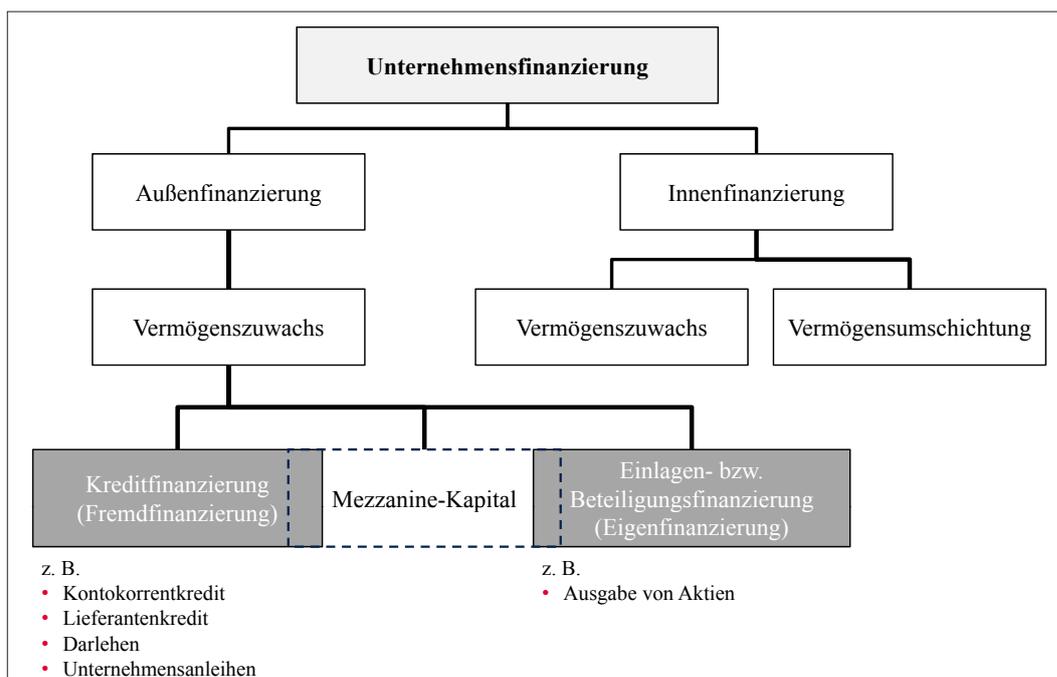
22 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz 2012, S. 29.

23 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 16.

durch Abschreibungen<sup>24</sup> oder die Veräußerung von Forderungen<sup>25</sup>.

Bei der Außenfinanzierung hingegen werden dem Unternehmen finanzielle Mittel von außen, also durch Dritte, zugeführt. Dies können zum einen Einlagen der Unternehmenseigentümer sein oder Beteiligungen neuer Gesellschafter. In beiden Fällen wird unbefristetes *Eigenkapital* in das Unternehmen eingebracht. Erfolgt hingegen die Zuführung von Geldmitteln von außen, die nur befristet zur Verfügung stehen und während der Laufzeit zu Zinszahlungen führen, wird von *Kreditfinanzierung* (= Fremdkapital) gesprochen.<sup>26</sup> In diesem Zusammenhang wird noch das so genannte *Mezzanine-Kapital* unterschieden, welches idealtypische Merkmale von Eigen- und Fremdkapital vermischt.<sup>27</sup> Da es in der Rechnungslegung keine eigenständige Bilanzposition „Mezzanine-Kapital“ gibt, ist im jeweiligen Einzelfall zu untersuchen, ob ein Ausweis im Eigen- oder Fremdkapital zu erfolgen hat. In Abbildung 2 wird die soeben skizzierte Systematik der Unternehmensfinanzierung im Überblick dargestellt.

Abbildung 2: Systematisierung der Unternehmensfinanzierung.<sup>28</sup>



Zum besseren Verständnis soll an dieser Stelle die Unterscheidung in Fremd- und Ei-

24 Ähnlich wie die Bildung von Rückstellungen führt auch die Erfassung von Abschreibungen zu einer Verringerung der ausschüttungsfähigen und zu versteuernden Gewinns während gleichzeitig die Abschreibung nicht zu einem Geldabfluss aus dem Unternehmen führt (vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2012, S. 393 ff.).

25 Ein Unternehmen kann seine kurzfristigen Forderungen an ein Spezialinstitut (auch als Factoring bezeichnet) veräußern. Der Vorteil ist darin zu sehen, dass durch den Verkauf der Forderungen (auch als Factoring bezeichnet), Vermögensgegenstände der Aktivseite der Bilanz in sofort verfügbare Liquidität umgewandelt werden (vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2012, S. 406 ff.).

26 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 391.

27 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2012, S. 393 f.

28 Modifiziert entnommen aus Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 15.

genkapital näher betrachtet werden. Das Eigenkapital wird dem Unternehmen vom Eigentümer zur Verfügung gestellt, während das Fremdkapital von Gläubigern zur Verfügung gestellt wird. Da der Eigenkapitalgeber das volle unternehmerische Risiko trägt (beispielsweise bei Insolvenz des Unternehmens), steht ihm grundsätzlich die Geschäftsführungskompetenz zu und er hat Anspruch auf den Gewinn. Der Fremdkapitalgeber hat im Regelfall keine Geschäftsführungskompetenz und keinen Anspruch auf den Unternehmensgewinn. Er erhält eine vertraglich vereinbarte (fixe oder variable) Verzinsung des von ihm geliehenen Geldes. Diese Unterscheidung wird in Abbildung 3 nochmals im Überblick gezeigt.

**Abbildung 3: Typische Merkmale von Eigen- und Fremdkapital<sup>29</sup>**

Kriterien	Eigenkapital	Fremdkapital
<b>Haftung</b>	Mindestens in Höhe der Einlage (Eigenkapitalgeber ist Miteigentümer)	Keine Haftung (Fremdkapitalgeber ist Gläubiger)
<b>Ertragsanteil</b>	Volle Teilhabe an Gewinn und Verlust	Im Regelfall fester Zinsanspruch, keine Teilhabe an Gewinn
<b>Vermögensanspruch</b>	Quotenanspruch, wenn Liquidationserlös größer als Schulden	Rückzahlungsanspruch in der Höhe der Gläubiger-Forderung
<b>Unternehmensleitung</b>	Im Regelfall berechtigt	Grundsätzlich ausgeschlossen
<b>Verfügbarkeit</b>	Im Regelfall unbefristet	Im Regelfall zeitlich befristet
<b>Besicherung</b>	Unbesichertes Risikokapital	Im Regelfall besichertes Gläubigerkapital

Im weiteren Verlauf der Ausarbeitung steht vor allem die Fremdfinanzierung mittels Kreditaufnahme und hierbei insbesondere die Finanzierung über Darlehen und Ausgabe von Anleihen im Fokus.

## 2.2 Ziele der Unternehmensfinanzierung

Die Unternehmensfinanzierung findet nicht losgelöst vom übrigen Geschehen in einem Unternehmen statt, sondern muss sich in das unternehmerische Gesamtzielsystem einfügen. Vor diesem Hintergrund sind bei jeder Finanzierungsentscheidung auch die Auswirkungen auf die obersten Unternehmensziele zu berücksichtigen. Daneben verfolgt auch die Finanzierung ein Zielsystem, das traditionell in vier Einzelziele unterschieden wird, deren Verfolgung jedoch teilweise in Konkurrenz zueinander stehen.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Modifiziert entnommen aus Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 390.

<sup>30</sup> Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 11 ff; Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz 2009, S. 4 ff.

- Steigerung der (Eigen-) Kapitalrentabilität
- Sicherstellung der Liquidität
- unternehmerische Entscheidungsautonomie (Unabhängigkeit)
- Streben nach Sicherheit

Die *Steigerung der Kapitalrentabilität* und hier vor allem der Eigenkapitalrentabilität eines Unternehmens ist als eine eigenständige finanzwirtschaftliche Zielsetzung mit übergeordneter Bedeutung aufzufassen.<sup>31</sup> Diese Stellung der Eigenkapitalrentabilität kann aus der Basisannahme abgeleitet werden, dass der unternehmerischen Tätigkeit die langfristige Gewinnerzielungs- beziehungsweise Gewinnmaximierungsabsicht zugrunde liegt. Somit richten sich die Finanzierungsentscheidungen eines Unternehmens grundsätzlich auf die (vermeintlichen) Interessen der Eigenkapitalgeber aus.<sup>32</sup> In diesem Zusammenhang wird auch vom Shareholder Value-Paradigma gesprochen, nach dem die Unternehmensleitung ihre Handlungen auf die Gewinnmaximierungsabsicht der Unternehmenseigner auszurichten hat und die Ansprüche anderer Anspruchsgruppen (Stakeholder) wie z. B. Mitarbeiter, Kunden, Staat erst nachgelagert zu berücksichtigen sind.

Die *Sicherstellung der Liquidität* ist als eine wesentliche Nebenbedingung des finanzwirtschaftlichen Zielsystems eines Unternehmens anzusehen, da die Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit eine wesentliche Voraussetzung zur Erreichung von Rentabilitätszielen ist und die Mindestvoraussetzung für eine dauerhafte Unternehmensfortführung darstellt. Eine unzureichende Ausstattung mit liquiden Mitteln bedeutet letztlich die Zahlungsunfähigkeit, was zur Insolvenz eines Unternehmens führt. Das deutsche Insolvenzrecht hat zwar die primäre Ausrichtung zur Fortführung und Sanierung eines Unternehmens, dennoch kann es auch ein Ende der Existenz eines Unternehmens in seiner bisherigen Form bedeuten. Festzuhalten ist auch, dass Insolvenzverfahren stets negative Auswirkungen auf die Belegschaft in Form von Arbeitsplatzverlust oder Entgeltreduzierung haben. Die Liquiditätssicherung stellt allerdings nicht wie die Steigerung der Kapitalrentabilität ein Maximierungsproblem dar, sondern ist als ein Deckungsproblem zu verstehen. Daher ist unter dem Begriff „Liquidität“ die Fähigkeit eines Unternehmens zu verstehen, seinen Zahlungsverpflichtungen termingerecht und beitragsgenau nachkommen zu können.<sup>33</sup>

Gerade am Beispiel der beiden Zielsetzungen „Sicherung der Liquidität“ und „Steigerung der Kapitalrentabilität“ können die Konflikte der einzelnen Ziele untereinander anschaulich dargestellt werden. So bedeutet ein hoher Bestand an Zahlungsmitteln auf

31 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz 2009, S. 4.

32 Im Rahmen des Shareholder Value-Paradigmas wird unterstellt, dass der Eigenkapitalgeber immer an einer Maximierung der Verzinsung seines eingesetzten Kapitals interessiert ist. Andere, nicht monetäre Zielsetzungen wie beispielsweise Machtgewinn, soziales Ansehen etc. werden hingegen nicht berücksichtigt.

33 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 25 f.

der einen Seite eine Sicherung der Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens. Auf der anderen Seite kann aber die bereit gestellte Liquidität nicht im betrieblichen Prozess eingesetzt werden, wo sie im Regelfall eine höhere Verzinsung erwirtschaften könnte. Die permanente Bereitstellung von Liquidität über den notwendigen Bedarf hinaus bedeutet daher umgekehrt den Verzicht auf Rentabilität.

Die Sicherstellung *der unternehmerische Entscheidungsautonomie* stellt ein weiteres Ziel der Unternehmensfinanzierung dar. Durch die Aufnahme zusätzlichen Kapitals verändern sich häufig auch die Mitspracherechte innerhalb des Unternehmens.<sup>34</sup> Handelt es sich um zusätzliches Eigenkapital, kann dies zu einer Veränderung der bestehenden Gesellschafterstruktur und damit der Machtverhältnisse innerhalb der Gruppe der Unternehmenseigner führen. Durch die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital ist Letzteres zumindest gesetzlich ausgeschlossen. Allerdings zeigt sich in der Unternehmenspraxis regelmäßig, dass Kreditgeber ab einer bestimmten Höhe der Verschuldung versuchen, für ihr überlassenes Kapital faktische Mitspracherechte zu erlangen, z. B. indem sie in den Kreditverträgen Überwachungsklauseln in Form von *Covenants*<sup>35</sup> festschreiben oder Sitze in Aufsichtsgremien einfordern. Des Weiteren gilt zu bedenken, dass im Rahmen einer Kreditaufnahme dem Kreditgeber auch oftmals *Sicherheiten*<sup>36</sup> zur Verfügung gestellt werden müssen, was wiederum die Verfügungsmacht des Managements über das Unternehmensvermögen einschränkt.<sup>37</sup> In solchen Fällen führt eine zusätzliche Verschuldung direkt zu einer eingeschränkten Entscheidungsautonomie der Unternehmensleitung.

Im Rahmen des *Strebens nach Sicherheit* geht es um die Absicherung gegen existenzbedrohende Risiken für ein Unternehmen aufgrund finanzwirtschaftlicher (Fehl-) Entscheidungen.<sup>38</sup> Durch eine übermäßige Verschuldung steigen diese Risiken für ein Unternehmen deutlich an. Zum einen kann eine zunehmende Verschuldung durch die damit üblicherweise verbundene Verringerung der gesamten Kapitalkosten zu einer steigenden Eigenkapitalrentabilität führen. Zum anderen erhöht sich das finanzielle Risiko aufgrund wachsender fixer Auszahlungen an die Fremdkapitalgeber. In konjunkturellen Abschwungphasen kann dies dazu führen, dass unter Umständen die Kapitaldienstfähigkeit in Form von Zins- und Tilgungszahlungen an die Fremdkapitalgeber nicht mehr gewährleistet ist. Dabei unterstellt dies noch nicht, dass die Fremdkapitalgeber bei sich verschlechternder Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner im Regelfall die zu zahlenden Zinsen erhöhen werden.

Es zeigt sich somit, dass die Ziele der Unternehmensfinanzierung teilweise in Konflikt zueinander stehen. Dies lässt sich vor allem an den Zielen „Unabhängigkeit unternehmerischer Entscheidungen“ und „Steigerung der (Eigen-) Kapitalrentabilität“

34 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 11.

35 Vgl. Kapitel 2.3.2.

36 Vgl. zu den Kreditsicherheiten Kapitel 2.3.2.

37 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 12.

38 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 7.

verdeutlichen: Bereits weiter oben wurde die Wechselwirkung zwischen zunehmender Verschuldung und hierdurch steigender Eigenkapitalrentabilität (auch als *Leverage-Effekt* bezeichnet) beschrieben. Gleichzeitig führt eine zunehmende Unternehmensverschuldung zu einer Verringerung der Eigenkapitalquote. Dies führt bei den Fremdkapitalgebern zu einem Anstieg ihrer Verlustrisiken, da das Unternehmen über immer weniger Eigenkapital zur Verrechnung mit eventuell entstehenden Verlusten verfügt. Die Fremdkapitalgeber werden daher versuchen, faktisch in die Unternehmensleitung einzugreifen, um ihre Verlustrisiken zu verringern. Somit kann festgehalten werden, dass eine ausreichend hohe Ausstattung eines Unternehmens mit Eigenkapital auch die Wahrung der unternehmerischen Autonomie sicherstellt. Aufgrund ihrer hohen Bedeutung im Rahmen der Unternehmensfinanzierung soll daher diese Wechselwirkung im Folgenden näher betrachtet werden.

Der *Leverage-Effekt* beschreibt den Zusammenhang zwischen der Eigenkapitalrendite und der Verschuldung eines Unternehmens. Als grundlegende Regel hierbei gilt: solange die Gesamtkapitalrendite über dem Zinssatz für Fremdkapital liegt, erhöht eine zusätzliche Kreditaufnahme die Eigenkapitalrendite.<sup>39</sup> Dieser Zusammenhang ergibt sich daraus, dass im Regelfall die Verzinsungsforderungen von Fremdkapitalgebern aufgrund der damit einhergehenden geringeren Haftungs- und unternehmerischen Risiken unter den Verzinsungsansprüchen von Eigenkapitalgebern liegen und somit Eigenkapital für eine Gesellschaft tendenziell teurer ist. Mit anderen Worten: So lange mit dem eingesetzten Kapital im Unternehmen mehr Geld verdient werden kann, als das Fremdkapital in Form von Zinsen kostet, kann der Eigentümer durch zusätzliche Verschuldung seine eigene Rendite erhöhen (positiver *Leverage-Effekt*). Sinkt die Rentabilität des Unternehmens jedoch, sodass die fälligen Zinsen nicht mehr erwirtschaftet werden können, ist eine hohe Verschuldung umso gefährlicher, da das Insolvenzrisiko des Unternehmens steigt (negativer *Leverage-Effekt*). Somit gilt, dass mit zunehmender Verschuldung automatisch das *Leverage-Risiko* ansteigt, weil den fest vereinbarten Zahlungen an die Fremdkapitalgeber unsichere Einzahlungen aus der unternehmerischen Tätigkeit gegenüberstehen.<sup>40</sup>

Außerdem kann sich der Ersatz von Eigenkapital durch Fremdkapital negativ auf das sogenannte *Rating*<sup>41</sup> auswirken, weil die Höhe der Verschuldung eine zentrale Rolle für die Kreditwürdigkeit spielt. Das Modell des *Leverage-Effekts* geht von der praxisfernen Annahme aus, dass die Kapitalgeber nicht auf eine erhöhte Verschuldung reagieren

39 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 373; Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 521.

40 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 15.

41 Bei einem *Rating* handelt es sich um ein Verfahren in dem versucht wird die Kreditwürdigkeit eines Schuldners einzuschätzen. Für den Fremdkapitalgeber ist das Ratingergebnis ein Indikator, wie hoch er die Ausfallwahrscheinlichkeit seiner zur Verfügung gestellten Kredite einzuschätzen hat. Bei einer hohen Ausfallwahrscheinlichkeit wird er versuchen, sein Risiko durch entsprechend hohe Zinsforderungen zu kompensieren (vgl. auch Kapitel 2.3.3).

werden.<sup>42</sup> Tatsächlich vergrößert sich allerdings mit zunehmender Verschuldung das Risiko der Zahlungsunfähigkeit, da mehr Zins- und Tilgungszahlungen erwirtschaftet werden müssen. Somit steigt für die Gläubiger das Ausfallrisiko, so dass sie als Entschädigung für das von ihnen übernommene Risiko höhere Zinsen verlangen.

Letztlich bedeutet eine bewusste Nutzung des Leverage-Effekts, dass auf der einen Seite zwar die Eigenkapitalrendite für den Unternehmenseigner erhöht wird, sich auf der anderen Seite die Finanzierungskonditionen verteuern können. Da der Leverage-Effekt nur unter der Prämisse gilt, dass die Gesamtkapitalrendite über dem zu zahlenden Fremdkapitalzinssatz liegt, kann eine Krise wie sie die Wirtschaft in den Jahren 2008 und 2009 traf, dazu führen, dass die Gesamtkapitalrendite unter den Zinssatz für Fremdkapital sinkt und sich ein negativer Leverage-Effekt ergibt.

## 2.3 Fremdfinanzierung

### 2.3.1 Grundlegendes zur Fremdfinanzierung

„Die Festlegung der Kapitalstruktur ist eine der wichtigsten Entscheidungen, die es in einem Unternehmen zu treffen gibt“.<sup>43</sup> Dieses Zitat verdeutlicht, dass Fehlentscheidungen hinsichtlich der Zusammensetzung von Fremd- und Eigenkapital zu späteren Zeitpunkten dazu führen können, dass ein Unternehmen nicht mehr erfolgreich am Markt agieren kann. So gilt es beispielsweise zu berücksichtigen, dass eine deutliche Umsatzsteigerung immer auch eine entsprechende Erhöhung der verfügbaren Liquidität erfordert, damit das Umsatzwachstum finanziert werden kann. Wird es jedoch versäumt, rechtzeitig bei den kreditgebenden Banken die vorhandenen Betriebsmittelkredite auszuweiten oder die Bereitstellung von Investitionsdarlehen zu sichern, dann kann dies auch für im leistungswirtschaftlichen Bereich gesunde Unternehmen schnell zu Problemen bis hin zur Insolvenz führen.

Im Rahmen der Kapitalstruktur geht es konkret um die Frage des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital. Wird der Sichtweise des Leverage-Effekts gefolgt, könnte zwar gefolgert werden, dass eine komplette Fremdfinanzierung des Unternehmens die optimale Lösung darstellt. Es konnte aber bereits gezeigt werden, dass eine übermäßige Verschuldung eines Unternehmens dazu führt, dass andere Zielsetzungen nicht mehr erreicht werden können. Somit stellt sich rasch die Frage nach dem optimalen Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital. Tatsächlich ist sich die Theorie zur Unternehmensfinanzierung uneins darüber, ob ein *optimaler Verschuldungsgrad* überhaupt existiert. In der Praxis jedenfalls ist er unternehmensindividuell zu bestimmen, weil der Umfang der möglichen Verschuldung von der jeweiligen Bereitschaft der Fremdkapitalgeber, Kredite zu gewähren, eingeschränkt wird.<sup>44</sup>

<sup>42</sup> Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 48.

<sup>43</sup> EZB 2012, S. 106.

<sup>44</sup> Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 49.

Aufgrund der großen Verbreitung in der Praxis als Hauptquelle der externen Unternehmensfinanzierung<sup>45</sup> sowie der hohen Bedeutung im Rahmen der noch folgenden Fallstudie werden anschließend sowohl die Kredit- als auch die Anleihefinanzierung näher betrachtet.

### 2.3.2 Kreditfinanzierung

Bei der Kreditfinanzierung wird einem Unternehmen Fremdkapital von außen zugeführt. Im Gegensatz zur Beteiligungsfinanzierung resultieren hieraus zwar keine Mitspracherechte, allerdings erhält der Kreditgeber Ansprüche auf Rückzahlung seines investierten Kapitals sowie die Zahlung von Zinsen.<sup>46</sup> Die Grundform der langfristigen (unverbrieften) Kreditfinanzierung ist das Darlehen, das in § 488 BGB gesetzlich geregelt wird.<sup>47</sup> Im zugrunde liegenden Darlehensvertrag werden typischerweise die Laufzeit, der Kreditbetrag (nominale Höhe des Kredits oder Rückzahlungsbetrags), die Tilgungsstruktur (Tilgungszeitpunkte und -beträge), die zu zahlenden Zinsen sowie gegebenenfalls zu stellende Kreditsicherheiten festgelegt. Bei sehr großen Kreditvolumina kann es vorkommen, dass es für ein einzelnes Kreditinstitut zu riskant wäre, den Kredit allein an ein Unternehmen zu vergeben. In diesen Fällen schließen sich mehrere Banken zur Risikostreuung zu einer Interessengemeinschaft (Bankenkonsortium) zusammen und vergeben einen sogenannten *Konsortialkredit*.<sup>48</sup>

Bei der Gliederung der Kreditarten kann nach unterschiedlichen Kriterien, wie beispielsweise der Verwendungsart, vorgegangen werden. Im Zuge dieser Ausarbeitung ist jedoch die Unterscheidung nach der *Laufzeit* von größerem Interesse, da sie angibt, wann ein Unternehmen mit der Rückzahlung der Kredite und hieraus resultierend einer Belastung seiner Liquiditätssituation zu rechnen hat. Nach der Laufzeit können grundsätzlich kurzfristige Kredite (Laufzeit bis zu einem Jahr) und mittel- bis langfristige Kredite (Laufzeit über einem Jahr) unterschieden werden.<sup>49</sup> Bei den kurzfristigen Krediten handelt es sich dabei zum einen um bisher mittel- bis langfristig laufende Finanzierungen, die kurz vor ihrer endgültigen Rückzahlung stehen. Zum anderen zählen hierzu aber auch kurzfristig zur Verfügung stehende Kreditlinien, die vom Unternehmen jederzeit bis zu einer im Kreditvertrag festgelegten Höhe ausgenutzt werden können. Diese Flexibilität führt allerdings auch dazu, dass für die kurzfristigen Kreditlinien relativ hohen Kosten anfallen.<sup>50</sup> Grundsätzlich kann daher davon ausgegangen werden, dass die Kosten der kurzfristigen Kreditfinanzierung über denjenigen für langfristige Darlehen liegen.

Hinsichtlich der *Rückzahlungsmodalitäten* eines Kredits können die endfällige Tilgung, die Ratentilgung sowie die Annuitätentilgung unterschieden werden. Bei endfäll-

45 Vgl. Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias 2008, S. 4.

46 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 415.

47 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 247.

48 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2009, S. 333.

49 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 219.

50 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 370 f.; Zantow, Roger 2007, S. 185.

ligen Darlehen erfolgt am Ende der Kreditlaufzeit die Rückzahlung in einem einzigen Betrag.<sup>51</sup> Während der Laufzeit finden somit keine Kreditrückzahlungen statt. Allerdings kann vereinbart werden, dass während der Laufzeit in regelmäßigen Zeitabständen Zinszahlungen erfolgen. Es gibt jedoch in der Unternehmenspraxis auch Vereinbarungen, bei denen sowohl der Kreditbetrag als auch die hierauf vereinbarte Verzinsung endfällig gezahlt werden. Während der Laufzeit wird dann zwar die Liquiditätssituation eines Unternehmens entlastet, allerdings werden die Zinsen regelmäßig berechnet und zur ursprünglichen Kreditsumme hinzugezählt (kapitalisiert). Bei der nächsten Zinsberechnung werden die zuvor kapitalisierten Zinsen dann wiederum mit verzinst.<sup>52</sup> Die ursprüngliche Kreditsumme wird aufgrund des sich einstellenden Zinseszins-Effekts um ein Vielfaches erhöht, was zum Rückzahlungszeitpunkt unter Umständen für ein Unternehmen eine große Gefahr bedeuten kann. Bei der Ratentilgung werden jährlich gleich bleibende Rückzahlungsbeträge geleistet. Da mit zunehmender Tilgung ein immer kleiner werdender Restbetrag verzinst wird, nimmt der Kapitaldienst als Summe aus Zins und Tilgung im Laufe der Zeit ab.<sup>53</sup> Umgekehrt verhält es sich beim Annuitätendarlehen. Hier bleibt der Kapitaldienst während der gesamten Laufzeit gleich hoch.<sup>54</sup> Da jedoch auch hier die zu zahlenden Zinsen mit voranschreitender Tilgung immer geringer werden, steigt der Tilgungsbetrag im Zeitablauf stetig an.

Hinsichtlich der *Verzinsung*<sup>55</sup> kann in einem Kreditvertrag ein fester Zinssatz vereinbart werden. In diesem Fall wird auch von einem Festzinskredit gesprochen. Ebenfalls können in Kreditverträgen im Unternehmensbereich Vereinbarungen getroffen werden, wonach sich die Zinshöhe in regelmäßigen Zeitabständen verändert. In diesem Fall wird von einem Kredit mit variabler Verzinsung gesprochen. Üblicherweise wird als Referenzzinssatz dabei der EURIBOR<sup>56</sup> verwendet dem ein individuell zu vereinbarendes zusätzlicher Zinssatz zugeschlagen wird.

Allerdings ist die Kreditvergabe nicht nur an die Zahlungen von Zinsen gekoppelt. Häufig muss der Kreditnehmer noch zusätzliche *Kreditsicherheiten*<sup>57</sup> zur Verfügung stellen. Die Kreditsicherheiten sollen die Ansprüche auf Zins- und Tilgungszahlungen des Kreditgebers befriedigen, wenn der Kreditnehmer diese nicht mehr leisten kann.<sup>58</sup> Nach ihrer Art lassen sich Personalsicherheiten und Realsicherheiten unterscheiden. Bei den Personalsicherheiten haftet neben dem Kreditnehmer noch eine dritte Person für den Kredit. Hierunter fallen beispielsweise Bürgschaften oder auch Garantien. Im Falle der Realsicherheiten hingegen werden dem Kreditgeber zur Sicherung bestimmte

51 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2009, S. 128.

52 Solche Vereinbarungen werden oftmals auch als Pay-in-kind (PIK) bezeichnet (vgl. hierzu auch Kapitel 4.5).

53 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 450.

54 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2009, S. 130.

55 Vgl. hierzu Bösch, Martin 2009, S. 212.

56 Euro Interbank Offered Rate. Hierbei handelt es sich um einen kurzfristigen Zinssatz, zu dem sich Kreditinstitute untereinander Gelder ausleihen (vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz 2009, S. 171).

57 Ein umfangreicher Überblick über die Kreditsicherheiten findet sich in Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 418–426.

58 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 418.

Rechte an Vermögensgegenständen des Kreditnehmers eingeräumt. Hierunter fallen im Unternehmensbereich z. B. die Verpfändung oder Sicherungsübereignung maschineller Anlagen, die Grundschuld bei Grundstücken sowie die Abtretung von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.<sup>59</sup>

Da ein Kreditgeber juristisch keine Geschäftsführungskompetenz hat, versucht er durch die Festlegung von *Covenants* in Kreditverträgen faktisch Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen. Der Begriff „Covenant“ stammt aus dem anglo-amerikanischen Raum und umfasst alle zusätzlich zu den Kreditkonditionen vereinbarten Sicherungsklauseln eines Kreditvertrags. Diese sind als Ergänzung der bereits erwähnten Kreditsicherheiten anzusehen.<sup>60</sup>

Es können drei Arten von Covenants unterschieden werden:<sup>61</sup>

- Unter den *General Covenants* sind allgemeine Aspekte einer Kreditbeziehung zu verstehen, wie beispielsweise die Sicherstellung eines bestimmten Versicherungsschutzes des Kreditnehmers oder auch die Zustimmungspflicht des Kreditgebers beim Verkauf wesentlicher Vermögensgegenstände<sup>62</sup> durch das kreditnehmende Unternehmen. Des Weiteren enthalten sie Regelungen zur Offenlegung wesentlicher Ereignisse gegenüber dem Kreditgeber. Hierunter sind z. B. Ausschüttungen in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen oder auch die Aufnahme neuer Verbindlichkeiten zu verstehen.
- Die *Information Covenants* regeln die Offenlegungspflichten des Kreditnehmers gegenüber dem Kreditgeber. Hierzu gehören die Offenlegung interner Unternehmensdaten sowie Finanzinformationen, wie z. B. Jahresabschlüsse, Planungsrechnungen, Investitionspläne etc.
- Die größte Bedeutung im Rahmen der Covenants kommt den *Financial Covenants* zu. Sie können auch als Kapitalstrukturaufgaben oder Bilanzrelationsklauseln bezeichnet werden und verpflichten den Kreditnehmer, während der Kreditlaufzeit bestimmte betriebswirtschaftliche Kennzahlen, beispielsweise zur Eigenkapitalausstattung, zur Ertragslage oder auch zur Liquiditätssituation, einzuhalten. Die Vorgabe von Zielwerten soll es dem Kreditgeber ermöglichen, Fehlentwicklungen seines Engagements frühzeitig zu erkennen und Gegenmaßnahmen einzuleiten.

59 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 226; Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 418 f.

60 Vgl. Krolak, Thomas/Morzfeld, Kurt/Remmen, Jan-Dominik 2009, S. 1419.

61 Vgl. Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias/Warnig, Claudia 2009, S. 89; Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias 2008, S. 5.

62 Dies können beispielsweise Grundstücke oder Gebäude sein.

Somit sind vor allem die Financial Covenants als Mindestanforderungen an die künftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens zu verstehen. Die dabei formulierten Mindest- oder Höchstgrenzen werden sowohl in absoluter Form (z. B. Mindesthöhe des vorhandenen Eigenkapitals<sup>63</sup> in Mio. €) aber auch als Verhältniszahlen angegeben (z. B. maximale Höhe des erlaubten dynamischen Verschuldungsgrades).<sup>64</sup> Da Financial Covenants häufig direkt aus den Kennzahlen des Jahresabschlusses abgeleitet werden, gelten auch bei ihnen die gleichen Einschränkungen hinsichtlich ihrer Aussagekraft wie bei den Unternehmensabschlüssen selbst. Vor allem Änderungen von Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden können deutliche Auswirkungen auf die konkrete Ausprägung von einzelnen Financial Covenants zeigen.<sup>65</sup> Nachfolgende Abbildung 4 zeigt beispielhaft praxisrelevante Financial Covenants im Überblick.

**Abbildung 4: Beispiele für praxisrelevante Financial Covenants.<sup>66</sup>**

Englische Bezeichnung	Deutsche Bezeichnung	Definition	Bedeutung in der Praxis
<b>EBITDA Interest Cover</b>	Zinsdeckungsgrad	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Zinsaufwand}}$	Sehr hoch
<b>Debt Service Cover Ratio</b>	Schuldendienstdeckungsgrad	$\frac{\text{Für Schuldendienst verfügbarer Cashflow}}{\text{Schuldentilgung und Zinszahlungen}}$	Sehr hoch
<b>Leverage Ratio</b>	Nettoverschuldungsgrad	$\frac{\text{Netto-Finanzschulden}}{\text{EBITDA}}$	Sehr hoch
<b>CAPEX Limit</b>	Investitionslimit	Absolute kumulierte Obergrenze	Mittel

Zu obiger Abbildung 4 ist noch ergänzend anzumerken, dass aus der Erfahrung der Autoren auch die Vereinbarung einer Mindest-Eigenkapitalquote (häufig 25 % oder 30 %) als eine Financial Covenant von sehr großer praktischer Bedeutung ist.

Hält der Kreditnehmer während der Kreditlaufzeit die vereinbarten Covenants nicht ein, kann dies für ihn weitreichende negative Folgen haben. Für den Kreditgeber bedeutet die Nichteinhaltung von Covenants eine verschlechterte Schuldendienstfähigkeit seines Kreditnehmers. Im Regelfall stehen ihm dann diverse Sanktionsmechanismen zur Verfügung.<sup>67</sup> Hierbei ist die Möglichkeit zur sofortigen Kündigung des Kreditvertrags mit Sicherheit diejenige mit den schwerwiegendsten Folgen für den

63 Auch als Net Worth Requirement bezeichnet.

64 Vgl. Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias 2008, S. 6.

65 Vgl. Krolak, Thomas/Morzfeld, Kurt/Remmen, Jan-Dominik 2009, S. 1419.

66 Modifiziert entnommen aus Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias 2008, S. 6.

67 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 242; Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias 2008, S. 7.

Kreditnehmer, hätte doch die Kündigung und damit die Fälligestellung der Kredite oftmals die Insolvenz aufgrund von Zahlungsunfähigkeit zur Folge. Bei einer erstmaligen Verletzung der vereinbarten Covenants wird im Regelfall jedoch von der Kündigung des Kreditengagements kein Gebrauch gemacht. Vielmehr kommt es in den meisten Fällen zunächst zu einer Nachverhandlung des bestehenden Kreditvertrags, was jedoch gleichbedeutend mit einer Verschlechterung der Kreditkonditionen für den Kreditnehmer anzusehen ist.<sup>68</sup> In diesem Zusammenhang kommt es in der Unternehmenspraxis auch häufig zur bankenseitig initiierten Beauftragung eines externen Sachverständigen zur Überprüfung der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens sowie der Ableitung von Maßnahmen zur Restrukturierung.

Der Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise in 2007 hat dazu geführt, dass sich bei den Kreditgebern das Risikobewusstsein hinsichtlich Ausfallrisiken ihrer ausgegebenen Kredite wieder erhöht hat. Somit erlebten Financial Covenants im Rahmen von Kreditverträgen nach Jahren einer zurückgehenden Bedeutung wieder eine Renaissance.<sup>69</sup> Mittlerweile erscheint es sogar so, dass Financial Covenants im Rahmen des Gläubigerschutzes eine höhere Bedeutung erlangt haben, als die klassischen Kreditsicherheiten wie Grundschulden, Forderungsabtretung oder auch Sicherungsübereignung.<sup>70</sup>

Für den Kreditgeber stellen Financial Covenants einen Frühwarnindikator dar. Werden die im Kreditvertrag vorgegebenen Mindest- oder Maximalwerte nicht eingehalten, kann der Kreditgeber frühzeitig Fehlentwicklungen des Engagements erkennen und gegensteuern. Für den Kreditnehmer hingegen, stellen die Financial Covenants Einschränkungen seiner Entscheidungsautonomie dar. Investitionen können unter Umständen nicht getätigt werden, weil sich hieraus eine Verletzung vereinbarter Covenants ergeben würde. Dies wird auch im Rahmen einer Unternehmensbefragung bestätigt, in der 52 % der befragten Unternehmen eine deutliche Einschränkung bei der Implementierung und Umsetzung der Unternehmensstrategie aufgrund vereinbarter Financial Covenants beklagen.<sup>71</sup> Interessanterweise ist umgekehrt festzustellen, dass Kreditinstitute die Einschränkung des strategischen Handlungsspielraums von Schuldnerunternehmen aufgrund vereinbarter Financial Covenants als lediglich gering einschätzen.<sup>72</sup>

### 2.3.3 Anleihefinanzierung

Im Rahmen der Unternehmensfinanzierung kann es vorkommen, dass der Kapitalbedarf eines Unternehmens so hoch ist, dass ein einzelner Kreditgeber oder auch ein Bankenkonsortium nicht gewillt sind, das Risiko der Kreditvergabe einzugehen. In diesem Fall kann es sinnvoll sein, den hohen Kapitalbedarf in Form einer Anleiheemission zu

68 Vgl. Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias 2008, S. 8.

69 Vgl. Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias 2008, S. 3.

70 Vgl. Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias/Warnig, Claudia 2009, S. 15.

71 Vgl. Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias/Warnig, Claudia 2009, S. 19.

72 Vgl. Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias 2008, S. 14.

beschaffen. Die Finanzierung über *Anleihen* zählt somit ebenso wie das Darlehen zur langfristigen Kreditfinanzierung. Der Unterschied zum klassischen Kredit besteht im Wesentlichen darin, dass bei einer Anleihe am Kapitalmarkt ein Kredit zur Deckung eines sehr hohen Kapitalbedarfs aufgenommen wird und der Kredit als handelbares Wertpapier ausgestaltet ist. Aufgrund ihrer Ähnlichkeit zum Darlehen<sup>73</sup> können Anleihen auch als verbrieft Form des Darlehens bezeichnet werden.<sup>74</sup> Die Begrifflichkeiten Anleihe, Schuldverschreibung und (Industrie-) Obligation sind in ihrer Bedeutung als Synonym anzusehen auch wenn sie in der Praxis in unterschiedlichen Zusammenhängen verwendet werden.<sup>75</sup>

Im Zuge der Emission von Anleihen wird der Gesamtbetrag in *Teilschuldverschreibungen* zerlegt, die als Wertpapiere ausgestaltet sind und an einer Börse zum Handel zugelassen werden können.<sup>76</sup> Allerdings ist die Ausgabe von Schuldverschreibungen im Regelfall nur sehr großen Unternehmen möglich. Dies liegt vor allem an den hohen Ausgabekosten, die im Zuge einer Anleiheemission anfallen.

Ein typisches Gestaltungsmerkmal von Anleihen ist die Art der Verzinsung. Hierbei lassen sich grundsätzlich drei Arten von Anleihen unterscheiden: die (klassische) *festverzinsliche Schuldverschreibung*, die Null-Kupon-Anleihe sowie die Anleihe mit variabler Verzinsung. In den meisten Fällen sind Anleihen mit einem festen jährlich zu zahlenden Nominalzins versehen.<sup>77</sup> Bei den sogenannten *Null-Kupon-Anleihen* oder *Zero-Bonds* hingegen werden überhaupt keine Zinsen gezahlt. Bei dieser Anleiheform ergibt sich der Zinsertrag für den Kreditgeber aufgrund der Differenz zwischen Ausgabekurs (unter 100) und Rückzahlungsbetrag (100).<sup>78</sup> Die Verzinsung von *variabel verzinslichen Anleihen* beziehungsweise *Floating Rate Notes* hingegen wird in regelmäßigen festgelegten Zeitabständen neu festgesetzt und richtet sich nach einem Referenzzinssatz.<sup>79</sup> Als Referenzzinssatz wird dabei, ebenso wie bei einem variabel verzinsten Kredit, häufig der EURIBOR, herangezogen. Eine typische Ausgestaltung kann lauten: EURIBOR-Zinssatz für dreimonatige USD-Einlagen + 0,125%-Punkte Aufschlag und vierteljährlicher Zinsanpassung.<sup>80</sup> Während früher Industrieobligationen häufig mit Grundschulden abgesichert wurden, verzichten Unternehmen mit hoher Kreditwürdigkeit heutzutage auf solche Sicherheitenleistungen und gewähren dem Anleihekäufer „nur“<sup>81</sup> Covenants.

73 Ebenso wie das Darlehen, wird auch die Anleihe in den §§ 793–808 BGB geregelt.

74 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2009, S. 161.

75 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2009, S. 166.

76 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 427; Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2009, S. 166.

77 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2009, S. 169.

78 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 306.

79 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 441.

80 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2009, S. 171.

81 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 429. Abweichend hierzu vertreten Eilers/Teufel die Auffassung, dass Anleihen grundsätzlich nicht besichert werden (vgl. Eilers, Stephan/Teufel, Tobias 2014, S. 38).

Hinsichtlich der Rückzahlung des geliehenen Geldes an den Anleihekäufer sind ähnliche Konstellationen denkbar wie beim Darlehen. Bei Industriebobligationen ist normalerweise die Tilgung in einem Gesamtbetrag am Ende der Laufzeit üblich.<sup>82</sup> Das ausgebende Unternehmen kann sich des Weiteren das Recht vorbehalten, eine Anleihe noch während der Laufzeit vorzeitig zu kündigen.<sup>83</sup> Auf diese Weise bewahrt sich der Emittent die Möglichkeit auf Zinsänderungen an den Kapitalmärkten flexibel zu reagieren und durch Ausgabe einer neuen (zinsgünstigeren) Anleihe eine noch laufende (höher verzinsten) Anleihe vorzeitig zurückzuzahlen.

Abschließend zeigt Abbildung 5 nochmals eine Gegenüberstellung von Vor- und Nachteilen von Anleihe- und Kreditfinanzierung aus Unternehmenssicht.

**Abbildung 5: Gegenüberstellung Anleihe- und Kreditfinanzierung aus Unternehmenssicht<sup>84</sup>**

Kriterien	Anleihe	Darlehen
<b>Kreditvolumen</b>	Relativ hoch (aufgrund hoher Emissionskosten)	Im Regelfall kleiner als bei Anleiheemissionen
<b>Einmalige und laufende Kosten</b>	Sehr hoch: einmalig ca. 4%, laufende Kosten ca. 0,2% p.a.	Keine bis geringe Kosten
<b>Organisatorischer Aufwand</b>	Hoch	Gering
<b>Zeitlicher Aufwand</b>	Hoch	Gering
<b>Anzahl Gläubiger</b>	Sehr viele, anonyme Gläubiger	Einer
<b>Einwirkungsmöglichkeiten Gläubiger</b>	Gering	Hoch, in Abhängigkeit von Verschuldung
<b>Publizität</b>	Hoch, wirkt disziplinierend	Gering
<b>Zinshöhe/Kupon</b>	Grundsätzlich gleich hoch, in Abhängigkeit von Bonitätsprüfung	

Der wesentliche Vorteil der Anleihe gegenüber dem Darlehen bei einem Kreditinstitut dürfte dabei die hohe Anzahl anonymer Gläubiger sein. Hier ist zu erwarten, dass diese auch bei einer Verschlechterung der Kreditwürdigkeit wohl kaum in der Lage sein dürften ihre Interessen zu bündeln und gegenüber dem Unternehmen durchzusetzen. Beim Bankdarlehen ist dies anders zu sehen: Verschlechtert sich die Bonität des Schuldners wird der Gläubiger mit hoher Wahrscheinlichkeit versuchen, Einfluss auf die Unternehmensleitung zu nehmen. Aufgrund seiner unter Umständen starken Position kann ihm dies auch gelingen.<sup>85</sup>

Der Käufer einer Anleihe geht wie jeder andere Gläubiger auch ein Bonitätsrisiko ein, da sich die Zahlungsfähigkeit des Kreditnehmers im Zeitablauf verschlechtern kann.

82 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 429; Bösch, Martin 2009, S. 222.

83 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Karlheinz 2009, S. 176.

84 Modifiziert entnommen aus Bösch, Martin 2009, S. 226.

85 Vgl. Bösch, Martin 2009, S. 226.

Im Unterschied zu einem Darlehensgläubiger besitzt der Anleihekäufer keinen Kreditvertrag. Somit hat er keine Möglichkeit sich vertraglich weiterführende Informationsrechte zu sichern. Dieses Informationsdefizit wollen die sogenannten *Rating-Agenturen* ausgleichen.<sup>86</sup> Sie sollen als unabhängige Institutionen Aussagen über die relativen Ausfallrisiken für Unternehmensanleihen tätigen und somit dem Anleihekäufer bei seiner Investitionsentscheidung helfen.<sup>87</sup>

Damit eine Anleiheplatzierung Aussicht auf Erfolg hat, muss der Emittent selbst ein oder zwei Rating-Agenturen mit einer Kreditwürdigkeitsprüfung beauftragen. Das Ergebnis der Rating-Einschätzung wird zu einer einzelnen Bewertungsgröße verdichtet und veröffentlicht. Im Regelfall erfolgt die Darstellung in Form sogenannter Rating-Noten, die als eine Kombination aus Buchstaben (z. B. AAA oder auch B), Buchstaben mit Zahlen (z. B. Aa1 oder auch B3) oder Buchstaben mit mathematischen Zeichen (z. B. AA+ oder auch CCC-) auftreten.<sup>88</sup> Grundsätzlich gilt dabei eine Rating-Note aus dem A- oder oberen B-Bereich noch als ausreichend kreditwürdig, während Rating-Noten aus dem unteren B-Bereich oder dem C- und D-Bereich als nicht mehr kreditwürdig und somit hoch spekulative Investments anzusehen sind.<sup>89</sup> Nachfolgende Abbildung 6 zeigt am Beispiel des Unternehmensratings der Schaeffler Gruppe die Darstellung von Rating-Noten im Rahmen der Unternehmenspublizität.

**Abbildung 6: Unternehmensrating am Beispiel der Schaeffler Gruppe<sup>90</sup>**

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>per 30.06.2014</b>
<b>Rating Moody's</b>	<b>B1</b>	<b>Ba3</b>	<b>Ba3</b>
<b>Rating Standard &amp; Poor's</b>	<b>B+</b>	<b>BB-</b>	<b>BB-</b>

Die obigen Ausführungen sollen aber nicht dazu verleiten, die Emission von Anleihen als Königsweg in der Unternehmensfinanzierung zu sehen. Vielmehr ist eine erfolgreiche Anleiheplatzierung an den Kapitalmärkten von vielen Einflussfaktoren abhängig und aufgrund der anfallenden Emissionskosten im Regelfall nur durch große Unternehmen oder Staaten umsetzbar. In Deutschland wurde aus diesen Gründen ein Anleihenmarkt speziell für mittelständische Unternehmen (auch als Mini-Bondmarkt bezeichnet) ins Leben gerufen. Die anfängliche Euphorie über den Markt für Mittel-

86 Die international wohl bekanntesten Rating-Agenturen sind Standard & Poor's, Moody's Investors Service sowie Fitch Ratings.

87 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 223.

88 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 199.

89 Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 224.

90 Vgl. Zwischenbericht Schaeffler AG zum 30. Juni 2014, S. 9; Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 53.

standsanleihen ist mittlerweile einer gewissen Ernüchterung gewichen, da viele Unternehmen, vor allem aus dem Bereich der erneuerbaren Energien, Insolvenz anmelden mussten. Des Weiteren sind aus Sicht der Kapitalmärkte mittelständische Unternehmen krisenanfälliger und die ausgegebenen Anleihen müssen von den emittierenden Gesellschaften im Regelfall hoch verzinst werden. Von Experten wird daher erwartet, dass es in den kommenden zwei Jahren noch mehrfach zu Ausfällen bei Mittelstandsanleihen kommen wird.<sup>91</sup> Dies zeigt, dass letztlich immer ein Abgleich zwischen wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit im Sinne von Kapitaldienstfähigkeit aus eigener Kraft und den zu zahlenden Kapitalkosten unabhängig vom gewählten Finanzierungsweg erfolgen muss.

Zusammenfassend kann somit festgestellt werden, dass eine negative Ratingeinschätzung die Kreditkonditionen verteuert, während Financial Covenants die unternehmerische Handlungsfreiheit zusätzlich zum zu leistenden Kapitaldienst einschränken.

## 2.4 Um- und Entschuldung

Das zentrale Thema dieser Ausarbeitung beschäftigt sich mit der Fragestellung, welche Optionen ein Unternehmen verfolgen kann, wenn es sich einer hohen Verschuldung gegenüber sieht. Dabei können grundsätzlich zwei Wege parallel verfolgt werden. Zum einen kann ein Unternehmen versuchen, die Verschuldung abzubauen, was auch als Entschuldung beziehungsweise Deleveraging bezeichnet wird. Unter dem Begriff „Deleveraging“ ist somit die Reduktion von Fremdkapital oder Substitution von Fremdkapital durch Eigenkapital zu verstehen, was letztlich zu einer Verringerung des Verschuldungsgrads eines Unternehmens führt. Deleveraging ist daher als entgegengesetzter Vorgang zur Ausnutzung des Leverage-Effekts zu verstehen.<sup>92</sup>

Zum anderen kann ein Unternehmen gleichzeitig mit der Entschuldung versuchen, seine Kapitaldienste zu verringern oder zumindest die Tilgungszeiträume des Fremdkapitals auszudehnen. In diesem Zusammenhang wird auch von Umschuldung, Refinanzierung oder Refinancing gesprochen. Allerdings ist der Begriff nicht eindeutig definiert. Während der englische Begriff des Refinancing als Synonym für Umschuldung verstanden wird, ist im deutschen der Begriff Refinanzierung häufig noch eng verbunden mit der Bankenrefinanzierung bei der Europäischen Zentralbank. Es lassen sich allerdings auch hier vermehrt Quellen feststellen, die den Begriff Refinanzierung im Sinne von Umschuldung im Unternehmensbereich verwenden.<sup>93</sup>

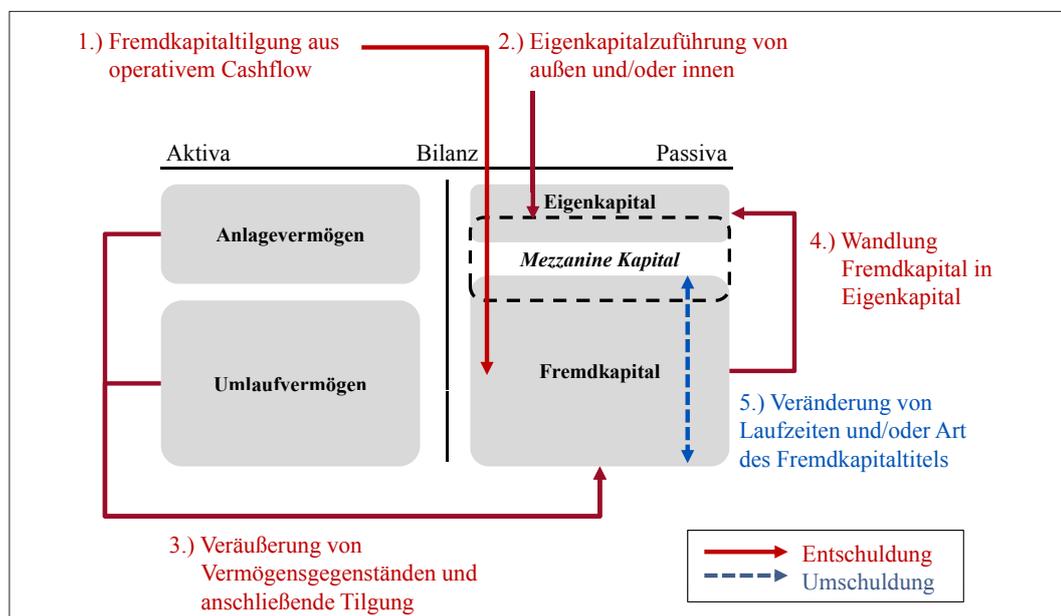
Nachfolgende Abbildung 7 zeigt anhand der klassischen Bilanzstruktur die Wirkungsmechanismen von Deleveraging- und Refinancing-Vorgängen.

91 Vgl. Böschen, Mark 2014, S. 116.

92 Deutsche Bundesbank 2014.

93 Die Schaeffler Gruppe nutzt für ihre eigenen Umschuldungsvorgänge den Begriff „Refinanzierung“ (vgl. beispielhaft Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 86 und S. 91). Ebenfalls wird der Begriff im Zusammenhang mit der Fälligkeit von Mittelstandsanleihen verwendet (vgl. Böschen, Mark 2014, S. 116).

Abbildung 7: Wirkungsweise von Ent- und Umschuldung im Überblick<sup>94</sup>



Beim *Deleveraging* stehen einem Unternehmen grundsätzlich vier Wege offen:

- (1) Die einfachste Art der Entschuldung eines Unternehmens ist die Rückzahlung von Fremdkapital aus dem operativen Cashflow<sup>95</sup>. Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass dies unter Umständen zum Nachteil der Investitionstätigkeit erfolgt. Vor allem Unternehmen, die sich in einer Krisensituation befinden, versuchen daher ihren Free Cashflow durch verringerte Investitionstätigkeit zu verbessern.
- (2) Neben einer Rückzahlung von Fremdkapital kann zum *Deleveraging* auch eine Erhöhung des Eigenkapitals durchgeführt werden. Dabei führen bisherige oder neue Anteilseigner dem Unternehmen Eigenkapital im Zuge der Außenfinanzierung zu oder das Eigenkapital wird aus einbehaltenen Gewinnen erhöht (sogenannte *Thesaurierung*).
- (3) Des Weiteren können Vermögensgegenstände auf der Aktivseite der Bilanz, wie beispielsweise nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, Beteiligungen an anderen Unternehmen oder auch ganze Unternehmensteile verkauft und die Veräußerungserlöse zur Schuldentilgung verwendet werden.
- (4) Schließlich können Fremdkapitalgeber ihre bisherigen Darlehensforderungen durch einen *debt-to-equity-swap* in stimmberechtigtes Eigenkapital umwandeln.

<sup>94</sup> stark modifiziert entnommen aus Sendel-Müller, Markus/Köck, Caroline 2014, S. 5.

<sup>95</sup> Vgl. zu den unterschiedlichen Cashflow-Arten Kapitel 3.2.

Bei der vierten Option im Rahmen des Deleveraging besteht die Besonderheit darin, dass der Kreditgeber, der den debt-to-equity-swap durchführt, seine Position vom Gläubiger zum Unternehmenseigner beziehungsweise Investor ändert und somit auch einen Anspruch auf die Geschäftsführung erhält.

- (5) Bei der *Refinanzierung* hingegen werden im Bereich des Fremdkapitals nur Strukturveränderungen vorgenommen. Dies kann beispielsweise geschehen, indem ein Unternehmen eine Anleihe mit langer Laufzeit ausgibt und mit dem Emissionserlös kurzfristige Verbindlichkeiten zurückzahlt. Allgemein gilt, dass ein geringerer Anteil an kurzfristig zurückzuzahlenden Verbindlichkeiten die finanzwirtschaftlichen Risiken eines Unternehmens verringert, da Rückzahlungen und Verbindlichkeiten-Prolongationen seltener durchgeführt werden müssen.<sup>96</sup> Der Vorteil liegt im Regelfall darin, dass die neuen Verbindlichkeiten eine längere Laufzeit als die bisherigen (Streckung des Rückzahlungszeitraums) und/oder eine niedrigere Verzinsung (Verringerung des zu leistenden Kapitaldienstes) aufweisen. Beides führt zu einer direkten Entlastung des Cashflows.

Ebenfalls zum Bereich der Umschuldung ist der debt-to-mezzanine-swap zu zählen. Durch diese Tauschoption werden Gläubigeransprüche in nachrangiges Kapital umgewandelt. Da es in der Bilanz keine eigene Position „Mezzanine Kapital“ gibt, stellt sich für jeden einzelnen Fall die Frage nach der bilanziellen Zuordnung. Im Regelfall sind mezzanine Kapitaltitel so ausgestaltet, dass sie zwar im Insolvenzfall erst nach der Befriedigung der Ansprüche der übrigen Gläubiger behandelt, weiterhin aber im Fremdkapital abgebildet werden. Denkbar sind jedoch auch Konstellationen, bei denen das mezzanine Kapital derart ausgestaltet ist, dass es die Kriterien eines Eigenkapitaltitels erfüllt und auch bilanziell als Bestandteil des Eigenkapitals aufgeführt wird.<sup>97</sup> Derartige Fälle könnten streng genommen auch zum Bereich der Entschuldung gezählt werden. Dieser Ansicht folgen die Autoren der vorliegenden Ausarbeitung allerdings nicht, da letztlich auch die mezzaninen Kapitaltitel als Bestandteil des Eigenkapitals zu einem späteren Zeitpunkt wieder an den Kapitalgeber zurückgezahlt werden und entgegen dem bilanziellen Eigenkapital dem Unternehmen nicht dauerhaft zur Verfügung stehen.

Durch die Wandlung seiner bisherigen Fremdkapitaltitel in nachrangiges Fremdkapital oder nicht stimmberechtigte Eigenkapitaltitel übernimmt der Fremdkapitalgeber eine höhere Risikoposition im Insolvenzfall. Das erhöhte Ausfallrisiko der überlassenen Gelder lässt sich der künftige Mezzanine-Kapitalgeber in der Regel durch eine höhere Verzinsung seines Kapitals vergüten.

<sup>96</sup> Vgl. EZB 2012, S. 113.

<sup>97</sup> Vgl. zur Bilanzierung von mezzaninem Kapital auch Waschbusch, Gerd/Sendel-Müller, Markus/Staub-Ney, Nadine/Knoll, Jessica 2014, S. 160–169.

## 3 Finanzwirtschaftliche Unternehmensanalyse

### 3.1 Grundlagen und Probleme der Bilanzanalyse

Unter dem Begriff „*Bilanzanalyse*“ werden Verfahren verstanden, mit deren Hilfe aus den Angaben des Jahresabschlusses und weiterer verfügbarer Quellen Informationen zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens gewonnen werden.<sup>98</sup> Dabei geht es nicht nur um die Betrachtung von vergangenen Entwicklungen, sondern vielmehr sollen aus der Analyse retrospektiver Daten Aussagen zur zukünftigen Entwicklung eines Unternehmens abgeleitet werden.<sup>99</sup> Der Begriff „Bilanzanalyse“ erscheint auf Basis dieser Definition im ersten Moment als ungeeignet, da er dazu verleitet, nur die Bilanz und nicht die weiteren Bestandteile des Jahresabschlusses (Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung, Anhang) sowie ergänzende Quellen (Lagebericht oder Zwischenberichte) in die Analyse mit einzubeziehen. Doch auch der synonym verwandte Begriff der „Jahresabschlussanalyse“ erfasst obige Definition nicht vollständig. Um alle für eine Analyse interessanten Informationen zu erfassen, müsste eher von der Analyse (sämtlicher) Finanzpublikationen eines Unternehmens gesprochen werden. Diese Umschreibung erscheint hingegen recht sperrig im Gebrauch und in der praktischen Anwendung haben sich die Begriffe „Bilanz-“ oder „Jahresabschlussanalyse“ zur Untersuchung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens sowie der Ableitung zukunftsgerichteter Aussagen auf Basis einer solchen Analyse durchgesetzt.<sup>100</sup> Im Rahmen dieser Ausarbeitung werden sie daher synonym verwendet.

Der Jahresabschluss eines Unternehmens stellt ein wichtiges Kommunikationsinstrument zwischen einem Unternehmen und seiner Umwelt dar. Im Rahmen der Erstellung des Jahresabschlusses versucht daher der Bilanzierende durch den Einsatz bilanzpolitischer Instrumente ein positives Bild des Unternehmens und seines Managements gegenüber der Unternehmensumwelt zu zeichnen. Der Bilanzanalyst als Gegenspieler des Bilanzpolitikers verfolgt das Ziel, bilanzpolitische Maßnahmen zu erkennen und auf sie aufmerksam zu machen. Bilanzpolitik und Bilanzanalyse können konsequenterweise als die beiden unterschiedlichen Seiten ein und derselben Medaille angesehen werden und stehen in einem Konkurrenzverhältnis zueinander.<sup>101</sup>

Die Bilanzanalyse wird klassisch in zwei Teilbereiche untergliedert:<sup>102</sup>

- Im Rahmen der *erfolgswirtschaftlichen Jahresabschlussanalyse* wird die Ertragslage des Unternehmens analysiert. Dabei werden die Quellen des unternehmerischen Erfolgs identifiziert sowie eine Aussage darüber getroffen, ob das Unternehmen auch zukünftig in der Lage sein wird, Gewinne zu erzielen.

98 Vgl. Coenenberg, Adolf G./Haller, Axel/Schultze, Wolfgang 2014, S. 1017; Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 595.

99 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 2 f.

100 Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012, S. 6.

101 Vgl. Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion 2012, S. 15 f.

102 Vgl. Coenenberg, Adolf G./Haller, Axel/Schultze, Wolfgang 2014, S. 1019.

- Demgegenüber untersucht die *finanzwirtschaftliche Analyse* die finanzielle Stabilität eines Unternehmens und geht der Frage nach, ob das Unternehmen auch zukünftig in der Lage sein wird, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.

Um den beiden obigen Zielsetzungen nachzukommen, bedient sich die Jahresabschlussanalyse traditionell einer Vielzahl von Kennzahlen.<sup>103</sup> Durch die Ermittlung von Kennzahlen werden die teilweise hochkomplexen Informationen des Jahresabschlusses verdichtet, um zu zielgerichteten Aussagen zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu gelangen.<sup>104</sup> Da die Kennzahlen isoliert betrachtet nur wenig Aussagekraft besitzen, werden sie im Rahmen der Analyse im Zeitablauf, mit anderen Unternehmen oder mit vorgegebenen Sollwerten verglichen, um hieraus eine Einschätzung hinsichtlich ihrer weiteren Entwicklung abzuleiten.<sup>105</sup>

Je nachdem welche Kennzahlen Verwendung finden, können *absolute Zahlen* (z. B. Summen oder Durchschnittswerte) und *relative Zahlen* voneinander unterschieden werden. Da sich absolute Kennzahlen bei ihrer isolierten Betrachtung nur wenig als Vergleichsmaßstab eignen, wird bei der Jahresabschlussanalyse häufig auf Verhältniszahlen zurückgegriffen, bei denen zwei absolute Zahlen zueinander in Bezug gesetzt werden und auf diese Weise eine neue Kennzahl entsteht.<sup>106</sup> Die Verhältniszahlen können wiederum in Gliederungszahlen, Beziehungszahlen sowie Indexzahlen unterschieden werden. Gliederungszahlen setzen eine Teilmenge ins Verhältnis zur Gesamtmenge (z. B. Eigenkapital im Verhältnis zum Gesamtkapital) und zeigen somit das relative Gewicht zum Ganzen.<sup>107</sup> Im Rahmen der Ermittlung von Beziehungszahlen werden absolute Zahlen, die in einem sach-logischen Zusammenhang stehen, zueinander in Bezug gesetzt (z. B. kann der Gewinn als verursachte Größe ins Verhältnis zum Eigenkapital als verursachende Größe gesetzt werden).<sup>108</sup> Schließlich können noch Indexzahlen ermittelt werden, indem der Werte eines Basiszeitpunktes gleich 100 % gesetzt wird und die zeitlich nachfolgenden Werte zu diesem Basiszeitpunkt ins Verhältnis gesetzt werden.<sup>109</sup> Mit Hilfe eines solchen Index können Veränderungen im Zeitablauf beziehungsweise Entwicklungstrends dargestellt werden.<sup>110</sup> Auch eignet sich ein Index zum Vergleich der Entwicklung von Kennzahlen mit deutlich unterschiedlicher Größenordnung, wie beispielsweise Umsatz und Ergebnis in Geldeinheiten. Nachfolgende Abbildung 8 zeigt nochmals die im Rahmen einer Bilanzanalyse angewandten Arten von Kennzahlen im Überblick.

103 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 349.

104 Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012 S. 13.

105 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 352.

106 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 349 f.

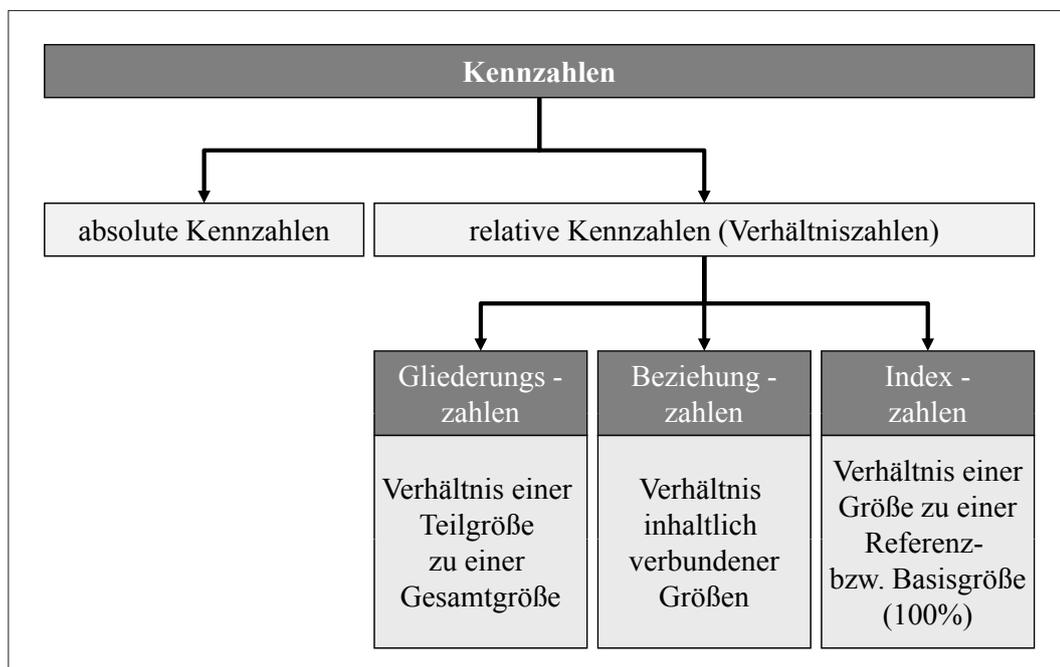
107 Vgl. Brösel, Gerrit 2012, S. 80.

108 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 350.

109 Vgl. Coenberg, Adolf G./Haller, Axel/Schultze, Wolfgang 2014, S. 1025.

110 Vgl. Coenberg, Adolf G./Haller, Axel/Schultze, Wolfgang 2014, S. 1025; Brösel, Gerrit 2012, S. 80.

Abbildung 8: Kennzahlenarten der Bilanzanalyse<sup>111</sup>



Anzumerken sei an dieser Stelle noch, dass es hinsichtlich der Vorgehensweise und der angewandten Kennzahlen im Rahmen der Bilanzanalyse unerheblich ist, welcher Rechnungslegungsstandard (HGB, IFRS oder US-GAAP) angewandt wird.<sup>112</sup>

Wie bereits zuvor erwähnt, werden die ermittelten Kennzahlen nicht isoliert betrachtet, sondern es wird versucht ihre Aussagekraft im Rahmen von Vergleichen zu erhöhen. Bei den typischen drei Vergleichsmöglichkeiten (Zeitvergleich, Soll-Ist-Vergleich und Unternehmensvergleich) ergeben sich allerdings auch Probleme, die in der jeweiligen Vorgehensweise begründet sind.

Grundsätzlich gilt an dieser Stelle anzumerken, dass die Informationen des Jahresabschlusses stets vergangenheitsorientiert sind und oftmals erst geraume Zeit nach Abschluss eines Geschäftsjahres dem Analysten vorliegen.<sup>113</sup>

Beim *Zeitvergleich* werden die in der aktuellen Periode ermittelten Werte denjenigen der Vorperioden gegenübergestellt. Mittels dieses Vergleichs versucht der Bilanzanalyst die Entwicklungen in einem Unternehmen über einen längeren Zeitraum hinweg einzuschätzen und hierauf aufbauend die zukünftige Unternehmensentwicklung einzuschätzen.<sup>114</sup> Da sich bilanzpolitische Maßnahmen im Zeitablauf häufig wieder ausgleichen, versucht der Analyst mittels Zeitvergleich auch die Bilanzpolitik eines Unternehmens

111 Modifiziert entnommen aus Brösel 2012, S. 79.

112 Vgl. Brösel, Gerrit 2012, S. 76.

113 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 381; Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 9; Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012 S. 74.

114 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 352.

zu beleuchten. Dennoch birgt der Vergleich von Kennzahlenentwicklungen über mehrere Perioden hinweg die Gefahr, dass Veränderungen der ermittelten Kennzahlen aus Gründen geschehen, die der Analyst nicht erkennt. So können sich im Zeitablauf Technologien weiterentwickeln, der Geschmack der Kunden sich ändern oder die angewandten Rechnungslegungsnormen werden vom jeweiligen Standardsetter abgeändert.<sup>115</sup> All diese Einflussfaktoren können dazu beitragen, dass das Ergebnis des Zeitvergleichs vom Analysten falsch interpretiert wird und er somit auch zu einer falschen Einschätzung hinsichtlich der zukünftigen Unternehmensentwicklung kommt. An dieser Stelle wird deutlich, dass die Qualität der im Jahresabschluss angegebenen Informationen (z. B. im Anhang und im Lagebericht) die Aussagekraft einer Bilanzanalyse maßgeblich beeinflussen.

Im Rahmen des *Soll-Ist-Vergleichs* beziehungsweise *Normenvergleichs* werden den ermittelten Kennzahlen Sollwerte gegenübergestellt. Hierbei kommen häufig Branchendurchschnitte oder traditionelle Normen zum Einsatz,<sup>116</sup> jedoch ist die Ableitung von Soll-Werten aus dem Schrifttum oder aus Branchenanalysen problematisch. So besitzen die traditionellen Vorgabewerte oftmals keine empirische Bestätigung,<sup>117</sup> sondern entsprechen eher „wissenschaftlich nicht begründbaren Erfahrungsrelationen“<sup>118</sup>. Ebenfalls ist der Einsatz von Branchendurchschnitten problematisch, weil hierbei Sondereffekte oder einige wenige große Unternehmen den Durchschnitt verzerren können.

Beim *Unternehmensvergleich* werden Daten einzelner Unternehmen oder auch Durchschnittswerte mehrerer Unternehmen aus der gleichen oder auch aus unterschiedlichen Branchen mit den Kennzahlen des zu analysierenden Unternehmens verglichen.<sup>119</sup> Werden Unternehmensvergleiche durchgeführt, stellt sich schnell die Frage, ob es für das zu analysierende Unternehmen überhaupt einen vergleichbaren Wettbewerber gibt. Hier spielen die Unternehmensgröße, die Rechtsform, der Diversifikationsgrad etc. eine wichtige einschränkende Rolle.<sup>120</sup> Doch auch wenn es gelingt ein Vergleichsunternehmen zu identifizieren, kann es sich als schwierig erweisen von diesem Unternehmen die benötigten Informationen zu erhalten, weil es beispielsweise aufgrund seiner Rechtsform oder seiner Größe nicht dazu verpflichtet ist, einen adäquaten Jahresabschluss zu publizieren.<sup>121</sup>

Zusätzlich zu den Problemen im Rahmen des Vergleichs treten weitere Schwierigkeiten auf, mit denen sich der Analyst konfrontiert sieht. So entstehen im Rahmen der Informationsaufbereitung, der Nutzung von Kennzahlen aber auch der Analyse des Anhangs vielfältige Problemfelder, denen er sich gegenüber sieht.

115 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 21.

116 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 352.

117 Im Rahmen der finanzwirtschaftlichen Analyse wird beispielsweise eine Schuldentilgungsdauer von 3,5 Jahren als angemessen angesehen, obwohl dieser Wert theoretisch nicht begründbar ist (vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 97).

118 Vgl. Brösel, Gerrit 2012, S. 47.

119 Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012, S. 71.

120 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 22.

121 Diese Einschränkung betrifft beispielsweise auch das noch zu behandelnde Fallbeispiel der Schaeffler Gruppe (vgl. Kapitel 4). Erst seit 2010 werden Geschäftsberichte auf der Unternehmenshomepage zur Verfügung gestellt. Eine Zeitreihe auch für die Jahre vor 2010 zu erstellen, wird hierdurch erschwert.

So stellt die *Aufbereitung der Informationen* des zu analysierenden Unternehmens ein weiteres Problem dar. Hier stößt der Analyst stets dann an seine Grenzen, wenn sich im Laufe der Zeit Unterschiede in der Darstellung im Jahresabschluss oder anderer Finanzpublikationen ergeben. Anzumerken ist hierbei beispielsweise, dass die Rechnungslegung nach IFRS keine umfassenden und allgemein verbindlichen Gliederungsvorschriften für die Bilanz oder Gewinn- und Verlustrechnung enthält.<sup>122</sup> Die stärkste Auswirkung hinsichtlich der Aufbereitung von Informationen hat jedoch ein Wechsel von einer Rechnungslegungsnorm (z. B. vom HGB) hin zu einer anderen (z. B. zu den IFRS), weil aufgrund der unterschiedlichen Sichtweisen der Rechnungslegungsnormen die jeweiligen Jahresabschlüsse nicht miteinander vergleichbar sind.<sup>123</sup> Doch auch bereits eine Änderung in der Anwendung von Bilanzierungswahlrechten kann dazu führen, dass sich die Aussage des Jahresabschlusses ändert. Schließlich kann es auch vorkommen, dass ein Unternehmen im Zeitablauf die Inhalte des Jahresabschlusses ändert. Dieses Problem taucht häufig dann auf, wenn über die jeweils vorgeschriebenen Mindestanforderungen weitere freiwillige Unternehmensinformationen im Jahresabschluss aufgeführt werden. Werden die in früheren Perioden im Jahresabschluss aufgeführten Daten nicht mehr abgebildet, können unter Umständen keine sinnvollen Zeitreihen mehr dargestellt werden. Ebenso kann es vorkommen, dass die einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung oder der Bilanz in verschiedenen Perioden unterschiedlich tief untergliedert werden.<sup>124</sup> Dies kann sich stark einschränkend auf die Lesbarkeit eines Jahresabschlusses auswirken.

Auch kann die *Nutzung von Kennzahlen* zu Problemen bei der Analyse führen. Kennzahlen verdichten eine Vielzahl oftmals komplexer Sachverhalte auf eine einzige Größe.<sup>125</sup> Damit einher geht automatisch ein unvermeidbarer Informationsverlust. Bei der Interpretation von Kennzahlenwerten ist dieses Problem zu berücksichtigen, indem bei auffälligen Veränderungen weiterführende Detailanalysen zu erstellen sind. Doch bereits im Vorfeld der Interpretation von Kennzahlenwerten können Probleme durch die Verwendung von *vermeintlich allgemein anerkannten Kennzahlen* auftreten. Damit Kennzahlenwerte als Vergleichsmaßstab dienen können, muss sich der Analyst für eine einheitliche und konsistente Herleitungsmethodik entscheiden.<sup>126</sup> Gerade dies ist jedoch mit dem vorliegenden Datenmaterial nicht immer gesichert. Als Paradebeispiel kann hier auf die Flut von möglichen „Earnings-before“-Kennzahlen hingewiesen werden. Hierbei handelt es sich um Ergebnisgrößen, bei denen verschiedene Aufwandspositionen wieder hinzuaddiert werden. Sehr bekannt und in der Berichterstattung der Unternehmen weit verbreitet ist das so genannte EBIT.<sup>127</sup> Problematisch bei dieser

122 Vgl. Brösel, Gerrit 2012, S. 36.

123 Vgl. Brösel, Gerrit 2012, S. 37.

124 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 21.

125 Vgl. Brösel, Gerrit 2012, S. 38.

126 Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012 S. 79.

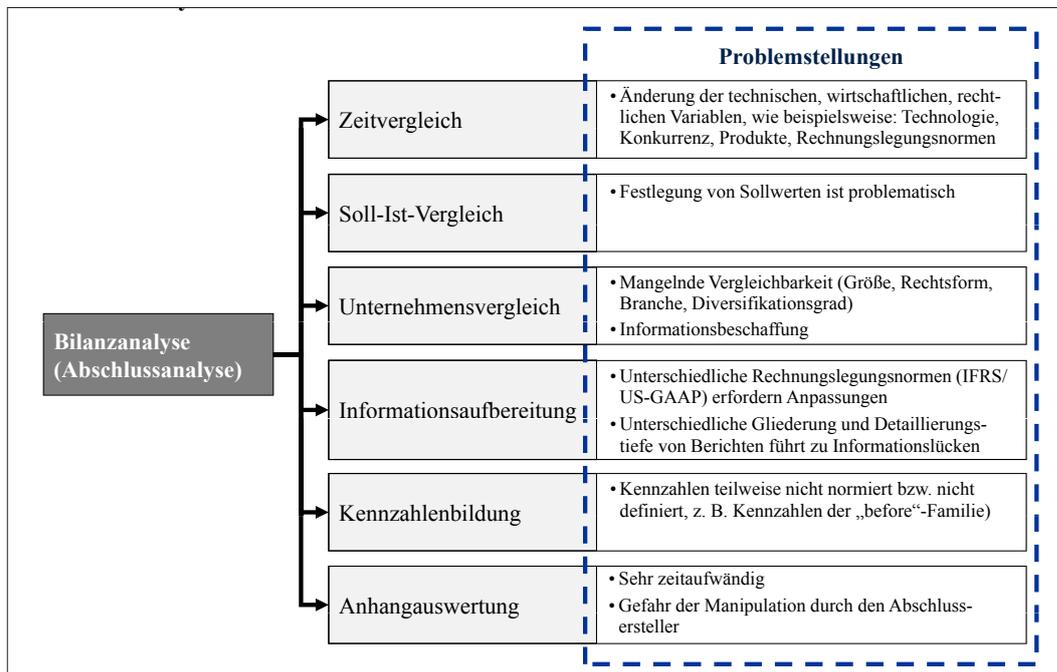
127 EBIT bedeutet Earnings before Interests and Taxes, also ein Ergebnis vor steuerlichen Einflüssen und Zinszahlungen. Mit dieser Definition soll ein Zwischenergebnis abgebildet werden, das in etwa dem Betriebsergebnis im Sinne des Ergebnis des operativen Tagesgeschäfts entspricht (vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 57).

Kennzahl ist jedoch, dass sie sowohl in der Unternehmenspublizität als auch der Literatur völlig unterschiedlich definiert ist.<sup>128</sup> Wird im Rahmen der Finanzpublikationen eines Unternehmens zwar immer wieder auf das EBIT verwiesen, die Berechnungslogik der Kennzahl aber nicht eindeutig beschrieben, kann sie vom Analysten auch nicht richtig interpretiert werden.

In den letzten Jahren hat sich vor allem in den IFRS eine sehr hohe Änderungsdynamik gezeigt. Dies hat auch dazu geführt, dass deutlich mehr Informationen im *Anhang* des Jahresabschlusses abgebildet werden. Zukünftig wird daher verstärkt auch die Analyse der Anhangangaben in die Jahresabschlussanalyse integriert werden müssen.<sup>129</sup> Allerdings ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass sich die Informationsversorgung des Bilanzlesers trotz einer erhöhten Publizitätspflicht im Anhang nicht automatisch erhöht hat. Tatsächlich kann es durchaus passieren, dass aufgrund der Fülle an Informationen der Anhang an Übersichtlichkeit und Lesbarkeit verliert. Dieser Umstand führt beim Analysten zu einem erhöhten Zeitbedarf bei der Analyse der Anhangangaben.

Abbildung 9 zeigt nochmals die möglichen Gestaltungsparameter im Rahmen der Jahresabschlussanalyse aber auch die hieraus resultierenden Probleme im Überblick.

**Abbildung 9: Gestaltungsparameter und Probleme der Bilanzanalyse**



Abschließend bleibt festzuhalten, dass die Jahresabschlussanalyse trotz ihrer soeben beschriebenen Probleme ein unverzichtbares Element im Rahmen der Beurteilung eines Unternehmens darstellt. Es geht bei einer Bilanzanalyse nicht um sichere und

128 Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012 S. 79.

129 Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012 S. 5.

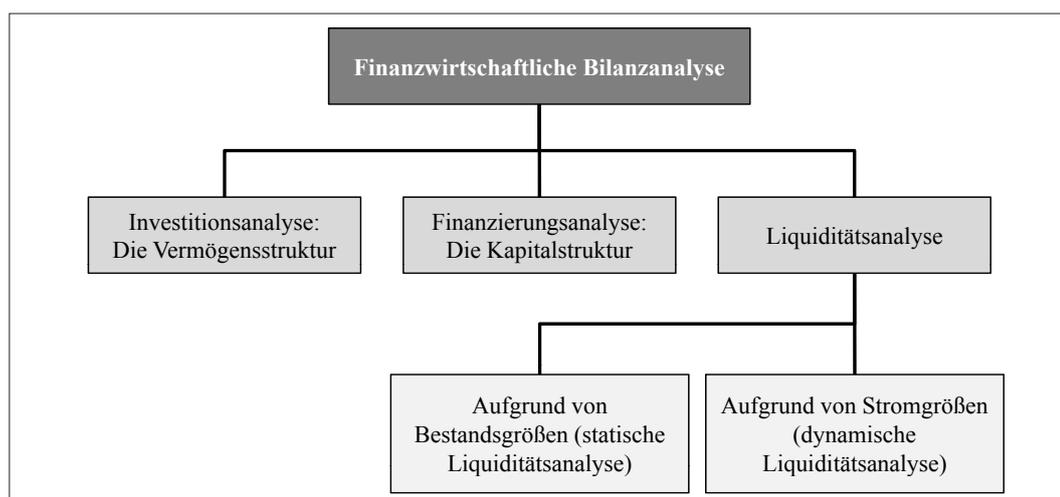
endgültige Aussagen über das betrachtete Unternehmen. Vielmehr sollen Entwicklungstendenzen und Auffälligkeiten aufgezeigt werden, die den Adressaten einer Bilanzanalyse in die Lage versetzen, von dieser Basis ausgehend zielgerichtete Fragen an die Unternehmensleitung zu formulieren.<sup>130</sup>

### 3.2 Finanzwirtschaftliche Jahresabschlussanalyse

Die weiteren Ausführungen beziehen sich lediglich auf die finanzwirtschaftliche Jahresabschlussanalyse. Dennoch finden sich auch in diesem Teil der Arbeit sowie bei der späteren Kennzahlenberechnung zur Fallstudie der Schaeffler Gruppe vereinzelte Kennzahlen aus der erfolgswirtschaftlichen Jahresabschlussanalyse. Diese sollen die finanzwirtschaftliche Analyse flankierend begleiten und die Aussagen zur finanziellen Stabilität sowie der Ausstattung mit Liquidität untermauern.

Im Rahmen der *finanzwirtschaftlichen Jahresabschlussanalyse* geht es vorwiegend um die Frage, wie stark der Unternehmensfortbestand durch die gewählte Finanzierungsstruktur gefährdet ist und ob ein Unternehmen genügend Liquidität im operativen Geschäft einnimmt, um die Kapitaldienstfähigkeit sowie eine erforderliche Investitionstätigkeit aufrechtzuerhalten. Hierzu werden vor allem die Liquiditätslage, das Investitionsverhalten sowie die Kapitalstruktur analysiert.<sup>131</sup> Der Schwerpunkt der vorliegenden Ausarbeitung liegt dabei auf der Finanzierungsanalyse, die sich mit der Kapitalstruktur, insbesondere mit den Quellen, der Zusammensetzung und Art sowie der Fristigkeit des Kapitals beschäftigt. Zielsetzung ist es, aus diesen Analyseschritten eine Aussage zu Finanzierungsrisiken eines Unternehmens abzuleiten.<sup>132</sup>

**Abbildung 10: Erkenntnisziele der finanzwirtschaftlichen Bilanzanalyse<sup>133</sup>**



130 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 10.

131 Vgl. Coenberg, Adolf G. 2001, S. 314.

132 Vgl. Coenberg, Adolf G. 2001, S. 314.

133 Leicht modifiziert entnommen aus Coenberg, Adolf G. 2001, S. 314.

Die primären Untersuchungsobjekte im Rahmen der finanzwirtschaftlichen Bilanzanalyse stellen die Passivseite der Bilanz sowie die Kapitalflussrechnung dar. Aus diesem Grund sollen diese beiden Rechenwerke des Jahresabschlusses nachfolgend genauer betrachtet werden, bevor eine Auswahl konkreter jahresabschlussanalytischer Kennzahlen erfolgt.

Die Bilanz ist eine kurz gefasste Gegenüberstellung von Vermögen (Aktiva) und Kapital (Passiva).<sup>134</sup> Für Unternehmen, die ihren Jahresabschluss nach deutschen Rechnungslegungsnormen erstellen, wird in § 266 HGB eine Gliederungsvorschrift für die Bilanz formuliert. Dieses Schema gilt allerdings nur für Kapitalgesellschaften, bestimmte Personenhandelsgesellschaften sowie Unternehmen, die dem Publizitätsgesetz unterliegen.<sup>135</sup> Im Rahmen der internationalen Rechnungslegungsnormen existiert eine solch detaillierte Vorgabe nicht.<sup>136</sup> Bei der Analyse der Passivseite der Bilanz steht somit die *Struktur des Kapitals* im Zentrum des Interesses. Die Analyse der Kapitalstruktur ist vor allem dann von Bedeutung, wenn bei dem zu untersuchenden Unternehmen künftig mit einem erhöhten Kapitalbedarf zu rechnen ist.<sup>137</sup> Dieser kann sich beispielsweise dann ergeben, wenn auf der Passivseite eines Unternehmens ein hoher Bestand an Finanzverbindlichkeiten zu finden ist und dem Analysten bekannt ist, zu welchem Zeitpunkt diese Verbindlichkeiten zurückzuzahlen sind. In nachfolgender Abbildung 11 wird zur Verdeutlichung dieser Ausführungen die Bilanz der Schaeffler Gruppe per 31.12.2013 dargestellt.

**Abbildung 11: Aufbau der Bilanz (Passiva) am Beispiel der Schaeffler Gruppe<sup>138</sup>**

Aktiva	Bilanz zum 31.12.2013		Passiva	
Sachanlagevermögen	4.432	33%	Eigenkapital	2.491 19%
Continental Beteiligung	5.081	38%	Gesellschafterdarlehen	443 3%
Umlaufvermögen	3.914	29%	Finanzschulden	5.747 43%
<b><u>Bilanzsumme</u></b>	<b><u>13.427</u></b>	<b><u>100%</u></b>	Pensionsrückstellungen	1.516 11%
			Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	1.014 8%
			Sonstige Verbindlichkeiten	2.216 16%
			<b><u>Bilanzsumme</u></b>	<b><u>13.427 100%</u></b>

134 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 4; Brösel, Gerrit 2012, S. 53.

135 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 119.

136 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 499.

137 Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012 S. 137.

138 Modifiziert entnommen aus Schaeffler Gruppe 2014a, S. 42.

Deutlich wird in Abbildung 11, dass auf der Passivseite vor allem die Finanzschulden einen sehr hohen Betrag ausmachen. In weiteren Analyseschritten wäre hier zu klären, zu welchem Zeitpunkt beziehungsweise zu welchen Zeitpunkten diese Finanzschulden fällig sind. Des Weiteren ist zu Abbildung 11 anzumerken, dass auch die Aktivseite einen interessanten Sachverhalt aufzeigt. Explizit ausgewiesen wird an dieser Stelle der Buchwert der Beteiligung an der Continental AG mit 5.081 Mio. €. Des Weiteren wird allerdings auch darauf hingewiesen, dass zum 31.12.2013 der Marktwert der Beteiligung bei 10.901 Mio. € lag.<sup>139</sup> Ein sofortiger Verkauf der Aktien der Continental AG im Eigentum der Schaeffler Gruppe hätte zum damaligen Zeitpunkt genügend Liquidität generiert, um die gesamte Unternehmensgruppe zu entschulden.<sup>140</sup> Somit sind auf der Aktivseite der Bilanz auch künftig erhebliche stille Reserven im Anlagevermögen zu vermuten.

Allerdings beantwortet die Kapitalstrukturanalyse nicht, ob das Unternehmen in Zukunft auch tatsächlich in der Lage sein wird, umfangreiche Auszahlungen zu tätigen. Für eine solche Aussage ist die Bilanz ein zu statisches Rechenwerk. Weiterführende Informationen zur Fähigkeit eines Unternehmens, liquide Mittel für Auszahlungen zu generieren, sind nur auf Basis einer tiefergehenden Analyse der Kapitalflussrechnung möglich.

Die *Kapitalflussrechnung* stellt einen Bestandteil des Jahresabschlusses dar, in dem nur zahlungswirksame Vorgänge eines Geschäftsjahres erfasst werden. Somit kann sie zur Beurteilung der finanziellen Lage eines Unternehmens herangezogen werden.<sup>141</sup> Allerdings ist festzuhalten, dass (wie häufig in der Rechnungslegung) auch der Begriff „Kapitalflussrechnung“ in der Literatur sowie der Unternehmenspraxis unterschiedlich definiert und verwendet wird.<sup>142</sup> In Deutschland wurde die Kapitalflussrechnung erst in 1998 im Zuge der Einführung des KontraG zum Pflichtbestandteil<sup>143</sup> des Konzernabschlusses.<sup>144</sup> Im Regelfall<sup>145</sup> wird die Kapitalflussrechnung in drei Bereiche aufgeteilt:<sup>146</sup>

- Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit (*operativer Cashflow*) stellt den aus laufender Geschäftstätigkeit generierten Zahlungsmittelüberschuss dar. Im Rahmen einer als gesund zu bezeichnenden Unternehmenstätigkeit werden positive operative Cashflows generiert.
- Der Cashflow aus der Investitionstätigkeit (*Investitions-Cashflow*) zeigt den Mittelabfluss für Investitionen abzüglich der aus Desinvestitionen erzielten Mittelzuflüsse.

139 Vgl. Schaeffler Gruppe 2014a, S. 42.

140 Vgl. zum Schuldenstand per 30.06.2014 Kapitel 4.4.

141 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 128; Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012 S. 175.

142 Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter 2012 S. 177.

143 § 297 Abs. 1 HGB.

144 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 434; Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 312. Im Einzelabschluss ist die Kapitalflussrechnung nur dann ein Pflichtbestandteil, wenn es sich um ein kapitalmarkt-orientiertes Unternehmen handelt, das keinen Konzernabschluss erstellen muss (§ 261 Abs. 1 Satz 2 HGB).

145 Neben dem HGB sind auch nach IFRS und US-GAAP Kapitalflussrechnungen Pflichtbestandteile in der Rechnungslegung.

146 Vgl. Coenenberg, Adolf G./Haller, Axel/Schultze, Wolfgang 2014, S. 1087; Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 314.

se. Da im Regelfall die Investitionstätigkeit die Desinvestitionen übersteigt, ist der Investitions-Cashflow meistens negativ.

Der *Free Cashflow* stellt lediglich einen Zwischensaldo von operativem und Investitions-Cashflow dar und gibt an, wie viel Liquidität einem Unternehmen nach Durchführung von Investitionsvorhaben noch zur Befriedigung der Ansprüche von Fremd- und Eigenkapitalgebern zur Verfügung steht.

- Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit (*Finanzierungs-Cashflow*) repräsentiert den Mittelzu- und –abfluss aus der Aussenfinanzierung mit Eigen- und Fremdkapital. Je nachdem welche Finanzierungstätigkeit in einer Periode überwiegt (Kapitalaufnahme oder –rückzahlung) verändert sich sein Vorzeichen.

Die Summe aller drei Teil-Cashflows zeigt den gesamten Mittelzuwachs beziehungsweise die gesamte Mittelverringerung des Unternehmens in einer Berichtsperiode an und schlägt sich als Veränderung im sogenannten *Finanzmittelfonds* nieder. Zur Verdeutlichung dieses Aufbaus, zeigt Abbildung 12 verkürzt die Kapitalflussrechnung der Schaeffler Gruppe.

**Abbildung 12: Schematischer Aufbau der Kapitalflussrechnung am Beispiel der Schaeffler Gruppe<sup>147</sup>**

in Mio.€	2013
Laufende Geschäftstätigkeit	
EBIT	982
Gezahlte Zinsen	-624
Abschreibungen	652
Veränderungen der Vorräte	-101
...	
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	1.183
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-554
Free Cashflow	629
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-738
Bestand an Zahlungsmitteln am Periodenbeginn (01.01.2013)	433
Bestand an Zahlungsmitteln am Periodenende (31.12.2013)	300

Deutlich wird in Abbildung 12 auch die Vorgehensweise zur Herleitung des Cashflows aus der laufenden Geschäftstätigkeit. In der Unternehmenspraxis wird dieser grundsätzlich indirekt, das heißt aus dem Jahresergebnis der Gewinn- und Verlustrechnung (in diesem Fall aus dem EBIT) abgeleitet.<sup>148</sup> Hierzu wird das Jahresergebnis um nicht zahlungswirk-

<sup>147</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Schaeffler AG 2013, S. 133.

<sup>148</sup> Vgl. Brösel, Gerrit 2012, S. 55.

same Aufwandpositionen (z. B. Abschreibungen) erhöht und um nicht zahlungswirksame Erträge (z. B. Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen) wieder verringert.

Zu Abbildung 12 ist zum einen zu ergänzen, dass sich bei Addition der einzelnen Cash-flows mit dem Bestand an Zahlungsmitteln am Periodenanfang eine Differenz zum dargestellten Bestand an Zahlungsmitteln am Periodenende in Höhe von 24 Mio. € ergibt. Diese Differenz resultiert aus Wechselkursschwankungen.<sup>149</sup> Zum anderen ist der Hinweis angebracht, dass die gezahlten Zinsen einen Bestandteil des operativen Cashflows ausmachen, während die Tilgungszahlungen im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit abgebildet werden. Diese Aufteilung der Kapitaldienste in unterschiedlichen Teilen der Kapitalflussrechnung ist zwar durchaus legitim, verwirrt den externen Analysten allerdings im ersten Moment. Im Rahmen der Analyse der Kapitalflussrechnung der Schaeffler AG<sup>150</sup>, wurden daher auch die gezahlten Zinsen aus dem operativen Cashflow eliminiert und mit den geleisteten Tilgungen zur Kennzahl „Kapitaldienst“ zusammengefasst.

### 3.3 Auswahl relevanter Kennzahlen und deren Interpretation

#### 3.3.1 Überblick über das Kennzahlensample

Nachfolgend werden aus Sicht der Autoren 13 wesentliche Kennzahlen zur finanzwirtschaftlichen Analyse mit ihrer Berechnungslogik und ihrem Aussagegehalt dargestellt. Diese werden nochmals zu vier Analysebereiche zusammengefasst, wie Abbildung 13 im Überblick zeigt.

**Abbildung 13: Übersicht über das Kennzahlensample**

Analysebereich	Kennzahlen
Rentabilitätsanalyse	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Umsatzrendite</li> <li>• Cashflow-Umsatzrate</li> <li>• Gesamtkapitalrendite</li> <li>• Eigenkapitalrendite</li> <li>• Leverage-Index</li> </ul>
Investitionsanalyse	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Innenfinanzierungskraft</li> <li>• Wachstumsquote</li> <li>• Capital Expenditure</li> </ul>
Verschuldungsanalyse	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eigenkapitalquote</li> <li>• Netto-Verschuldungsgrad</li> <li>• Dynamischer Verschuldungsgrad</li> </ul>
Kapitaldienstfähigkeit und Finanzierungskraft	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cash Conversion Rate</li> <li>• Schuldendienstfähigkeit</li> </ul>

149 Vgl. Geschäftsbericht der Schaeffler AG 2013, S. 133.

150 Vgl. Kapitel 4.9.

Im Anschluss werden sämtliche Kennzahlen im Rahmen der Fallstudie zur Schaeffler Gruppe ermittelt, ihre Werte interpretiert und zu einer Gesamtaussage zusammengefasst.

### 3.3.2 Rentabilitäten

Streng genommen zählen die Kennzahlen zur Ermittlung der Rentabilität beziehungsweise Rendite zur erfolgswirtschaftlichen Bilanzanalyse. Allerdings würde eine isolierte Betrachtung von Kennzahlen zur finanzwirtschaftlichen Jahresabschlussanalyse nur eingeschränkte Aussagen ermöglichen und unter Umständen sogar zu Fehlinterpretationen führen. Um zu einer Gesamteinschätzung der finanziellen Situation eines Unternehmens zu gelangen, ist somit die Anreicherung der finanzwirtschaftlichen Analyse um weitere Kennzahlen des erfolgswirtschaftlichen Bereichs zu empfehlen.

**Abbildung 14: Berechnung der Umsatzrendite**

$$1 \quad \text{Umsatzrendite/} \\ \text{Return on Sales} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Umsatzerlöse}} \cdot 100$$

Die *Umsatzrendite* (Return on Sales) ermöglicht Aussagen über die Fähigkeit eines Unternehmens aus dem Umsatz auch Gewinne zu erzielen und ist somit ein Maßstab für seine Ertragskraft.<sup>151</sup> Ihre hohe Bedeutung im Rahmen der Jahresabschlussanalyse erlangt die Kennzahl, weil sich in ihr sowohl Veränderungen am Markt (Preise, Mengen) als auch in der Kostenstruktur eines Unternehmens widerspiegeln.<sup>152</sup> Im Zähler kann grundsätzlich jede denkbare Gewinngröße verwendet werden. Im Rahmen dieser Ausarbeitung wird das EBIT im Sinne eines Ergebnisses aus der betrieblichen Tätigkeit verwendet. Durch die Korrektur der Zählergröße um die Zinsaufwendungen kann diese Version der Umsatzrendite für Vergleiche mit anderen Unternehmen unabhängig von der jeweiligen Kapitalstruktur herangezogen werden.<sup>153</sup> Das EBIT wird in der Unternehmenspraxis trotz der Probleme hinsichtlich uneinheitlicher Definitionen oftmals zum Vergleich der Ertragskraft unterschiedlicher Unternehmen herangezogen.

**Abbildung 15: Berechnung der Cashflow-Umsatzrate**

$$2 \quad \text{Cashflow-} \\ \text{Umsatzrate} = \frac{\text{Operativer Cashflow}}{\text{Umsatzerlöse}} \cdot 100$$

Bei der in Abbildung 15 gezeigten *Cashflow-Umsatzrate* handelt es sich um eine fi-

<sup>151</sup> Vgl. Wiehle, Ulrich u. a. 2011, S. 61.

<sup>152</sup> Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 64.

<sup>153</sup> Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 373; Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion 2012, S. 107.

nanztechnische Erweiterung der Umsatzrendite. Mit dieser Kennzahl kann ermittelt werden, in welchem Maß ein Unternehmen in der betrachteten Periode in der Lage war, operative Cashflows zu generieren, die beispielsweise für Investitionsvorhaben oder zur Schuldentilgung eingesetzt werden konnten.<sup>154</sup> Durch die Verwendung des operativen Cashflows im Zähler ist die Kennzahl weniger stark durch bilanzpolitische Maßnahmen beeinflussbar als die Umsatzrendite.<sup>155</sup> Somit ist die Cashflow-Umsatzrate ein erster Indikator für die Finanzierungskraft eines Unternehmens.

#### Abbildung 16: Berechnung der Gesamtkapitalrendite

3	$\text{Gesamtkapitalrendite} = \frac{\text{EBT} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{Eigenkapital} + \text{Fremdkapital}} \cdot 100$
---	--

Die *Gesamtkapitalrendite* zählt zu den so genannten Kapitalrentabilitäten. Während bei den beiden zuerst behandelten Kennzahlen die Größen aus der Gewinn- und Verlustrechnung beziehungsweise Kapitalflussrechnung stammen,<sup>156</sup> werden bei den Konzepten zur Kapitalrentabilität im Zähler eine Gewinngröße und im Nenner eine Kapitalgröße aus der Bilanz verwendet. Die Kennzahlen zur Kapitalrentabilität messen hierdurch die Effizienz des Kapitaleinsatzes und sollen in der Unternehmenspraxis grundsätzlich maximiert werden.<sup>157</sup> Die an dieser Stelle zunächst behandelte Kennzahl „Gesamtkapitalrendite“ gibt die Höhe der Verzinsung des insgesamt im Unternehmen eingesetzten Kapitals an.<sup>158</sup> Durch die Korrektur der Zählergröße um die Fremdkapitalzinsen können wiederum Unternehmen unabhängig von der jeweiligen Kapitalstruktur miteinander verglichen werden. Vor allem für den externen Bilanzanalysten ist die Gesamtkapitalrendite eine wichtige Kennzahl, da er sich stärker dafür interessiert, wie hoch sich das gesamte im Unternehmen eingesetzte Kapital verzinst hat, als lediglich Teile des Gesamtkapitals, wie beispielsweise die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals.<sup>159</sup> Im Rahmen dieser Ausarbeitung wird zur Ermittlung der Gesamtkapitalrendite das EBT (Earnings before Taxes = Ergebnis vor Steuern) als Zählergröße herangezogen. Die Bereinigung der Gewinngröße um gezahlte Steuern ist z. B. immer dann sinnvoll, wenn in einem Betriebsvergleich sowohl Kapital- als auch Personengesellschaften miteinander verglichen werden sollen.<sup>160</sup>

154 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 97; Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion 2012, S. 101.

155 Vgl. Wiehle, Ulrich u. a. 2011, S. 71.

156 Auch der im Rahmen der Ermittlung der Cashflow-Umsatzrate als Zählergröße verwendete operative Cashflow wird im Rahmen der Kapitalflussrechnung aus der Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet.

157 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 65.

158 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 373.

159 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 63.

160 Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 618.

Abbildung 17: Berechnung der Eigenkapitalrendite

$$4 \quad \text{Eigenkapitalrendite} = \frac{\text{EBT}}{\text{Eigenkapital}} \cdot 100$$

Bei der *Eigenkapitalrentabilität* wiederum handelt es sich um eine Größe, die nur die Verzinsung des im Unternehmen eingesetzten Eigenkapitals misst. Diese Kennzahl spielt im Rahmen des Shareholder Value-Paradigmas eine wichtige Rolle.<sup>161</sup> Sie zeigt dem Aktionär die Verzinsung des von ihm im Unternehmen eingesetzten Kapitals. Der Investor vergleicht die für ihn mögliche Verzinsung seines im Unternehmen investierten Kapitals mit den Rentabilitäten alternativer Investments am Markt.<sup>162</sup> Die Zielsetzung kann hierbei bei einer Rendite in der Größenordnung von 5–10 % liegen, um für den Investor eine Verzinsung über dem Niveau des Kapitalmarktes zuzüglich einer branchenabhängigen Risikoprämie zu erwirtschaften.<sup>163</sup> Die Eigenkapitalrendite ist somit für den Unternehmenseigner ein Maßstab zur Messung, wie erfolgreich das Management mit den ihm überlassenen Geldern gearbeitet hat. Für das Management wiederum resultiert hieraus, dass es versucht mit allen ihm zur Verfügung stehenden Instrumenten die Eigenkapitalrentabilität zu steigern. Ein Instrument in diesem Zusammenhang ist der bereits erwähnte Leverage-Effekt.<sup>164</sup> Der externe Analyst sollte daher die Eigenkapitalrentabilität immer im Zusammenspiel mit der Entwicklung der Gesamtkapitalrentabilität betrachten. Sollte sich dabei zeigen, dass sich die Eigenkapitalrentabilität bei konstant bleibender Gesamtkapitalrentabilität erhöht hat, ist dies ein Anzeichen dafür, dass die Eigenkapitalrendite lediglich durch eine Erhöhung der Unternehmensverschuldung gesteigert wurde und nicht durch gewinnbringende Investitionsprojekte.

Abbildung 18: Berechnung des Leverage-Index

$$5 \quad \text{Leverage-Index} = \frac{\text{Eigenkapitalrendite}}{\text{Gesamtkapitalrendite}}$$

Zur Feststellung, ob sich Veränderungen der Eigenkapitalrendite im Zeitablauf auf finanzwirtschaftliche Faktoren zurückführen lassen, kann zusätzlich noch der *Leve-*

161 Vgl. Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion 2012, S. 107.

162 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 62.

163 Vgl. Wiehle, Ulrich u. a. 2011, S. 66. Hierzu ist anzumerken, dass in der Unternehmenspraxis durchaus auch höhere Verzinsungsforderungen an Unternehmen formuliert werden. Vor allem bei einem Engagement von Private Equity-Investoren sind Renditeforderungen von bis zu 25 % zu finden. Derart hohe Renditeforderungen spiegeln hierbei das vom Investor eingegangene Investitionsrisiko wider.

164 Vgl. Kapitel 2.2.

*rage-Index* berechnet werden.<sup>165</sup> Hierbei wird die Gesamtkapitalrendite ins Verhältnis zur Eigenkapitalrendite gesetzt. Ergibt sich ein Leverage-Index größer 1, ist dies ein Indikator für das Vorliegen einer Leverage-Chance. In diesen Fällen können Unternehmen durch eine Erhöhung der Verschuldung die Eigenkapitalrendite verbessern.<sup>166</sup>

Mithilfe der an dieser Stelle vorgestellten Kennzahlen kann zum einen ein erster Eindruck von der Ertragsstärke eines Unternehmens gewonnen werden. Zum anderen kann untersucht werden, ob Steigerungen der Kapitalrentabilität aus dem operativen Geschäft erreicht wurden oder ob die Kapitalstruktur verändert wurde. Die Kennzahlen sind isoliert betrachtet aber noch nicht geeignet, um ein umfassendes Bild der finanzwirtschaftlichen Unternehmenssituation zu zeichnen. Ihnen zur Seite gestellt werden in einem nächsten Schritt Kennzahlen zur Messung des Investitionsverhaltens. In weiteren Schritten folgen Kennzahlen zur Einschätzung der Verschuldungshöhe und der Schuldendienstfähigkeit.

### 3.3.3 Kennzahlen zum Investitionsverhalten

Im Rahmen der finanzwirtschaftlichen Analyse ist auch das Investitionsverhalten eines Unternehmens von Interesse. Hierbei kann untersucht werden, ob die Aufrechterhaltung der Kapitaldienstfähigkeit eines Unternehmens nur dann gewährleistet ist, wenn die Investitionstätigkeit deutlich reduziert wird. Jedoch kann ein Unternehmen nur dann in künftigen Perioden Wachstum und Cashflows zur Schuldenreduzierung generieren, wenn in vorhergehenden Perioden entsprechend in die Zukunftsfähigkeit investiert wurde.<sup>167</sup> Somit stehen die heutigen Investitionen in direktem Zusammenhang mit der zukünftigen Fähigkeit Schulden zurückzuzahlen.

**Abbildung 19: Berechnung der Innenfinanzierungskraft**

<div style="border: 1px solid black; border-radius: 50%; width: 40px; height: 40px; display: flex; align-items: center; justify-content: center; margin: 0 auto;"> <span style="font-size: 24px; font-weight: bold;">6</span> </div>	$\text{Innenfinanzierungskraft/Investitionsgrad} = \frac{\text{Investitions-Cashflow}}{\text{operativer Cashflow}} \cdot 100$
--	---

Eine erste Einschätzung zum Investitionsverhalten bietet die Kennzahl *Innenfinanzierungskraft*.<sup>168</sup> Zu ihrer Berechnung werden dabei die Größen operativer Cashflow und Investitions-Cashflow aus der Kapitalflussrechnung miteinander ins Verhältnis gesetzt. Hierdurch ist eine Aussage möglich, ob ein Unternehmen in der Lage war, seine Investitionen aus den selbst erwirtschafteten Mitteln zu finanzieren.<sup>169</sup> Die Innenfinanzierungskraft zeigt gleichzeitig den prozentualen Anteil des Free Cashflows am ope-

<sup>165</sup> Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas 2012, S. 618.

<sup>166</sup> Vgl. Coenenberg, Adolf G./Haller, Axel/Schultze, Wolfgang 2014, S. 1077.

<sup>167</sup> Vgl. Bösch, Martin 2009, S. 410.

<sup>168</sup> Vgl. Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 316.

<sup>169</sup> Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 97.

rativen Cashflow. Ein Wert von z. B. 60 % sagt aus, dass der operative Cashflow die angefallenen Investitionsausgaben um 40 % überschritten hat. Das Unternehmen war somit in der Lage seine Investitionen aus eigener Kraft zu finanzieren und ihm standen darüber hinaus noch liquide Mittel zur Schuldentilgung, Dividendenausschüttung oder für Aktienrückkäufe<sup>170</sup> zur Verfügung.<sup>171</sup> Allerdings kann die Innenfinanzierungskraft aus einer bewussten Verringerung der durchgeführten Investitionen resultieren.<sup>172</sup> In diesem Falle würde sich die Innenfinanzierungskraft zu Lasten zukünftiger Wachstumsmöglichkeiten verbessern. Ergänzend ist daher auch die *Wachstumsquote* zu ermitteln. Diese Kennzahl misst anhand des Verhältnisses der getätigten Investitionen zu den Abschreibungen, ob über den notwendigen Reinvestitionsbedarf zur Substanzerhaltung auch Erweiterungsinvestitionen getätigt wurden. Liegt die Wachstumsquote über 100 %, signalisiert dies somit eine auf Wachstum ausgerichtete Investitionspolitik.<sup>173</sup>

**Abbildung 20: Berechnung der Wachstumsquote**

7

$$\text{Wachstumsquote} = \frac{\text{Investitionen in Sachanlagen}}{\text{planmäßige Abschreibungen auf Sachanlagen}} \cdot 100$$

Bei der Ermittlung der Wachstumsquote ist zu berücksichtigen, dass in der Zählergröße nicht der gesamte Investitions-Cashflow enthalten ist, sondern häufig nur die Investitionsausgaben für immaterielle Vermögensgegenstände, Sachanlagen und Finanzanlagen.<sup>174</sup> Im Rahmen der sich anschließenden Fallstudie wird die Kennzahl dergestalt weiter vereinfacht, dass im Zähler nur die Investitionen in das Sachanlagevermögen herangezogen werden. Die Kennzahl Wachstumsquote ist in ihrer Anwendung nicht unproblematisch zu sehen. So wird ein direkter Zusammenhang zwischen Abnutzung und Abschreibungen unterstellt. Allerdings sind die im Rechnungswesen erfassten Abschreibungsbeträge im Regelfall nicht deckungsgleich mit der tatsächlichen Abnutzung der korrespondierenden Vermögensgegenstände.<sup>175</sup> Vielmehr sind sämtliche Abschreibungsverfahren als von Menschen erdachte Abnutzungssimulationen zu verstehen, die benötigt werden, um den Werteverlust von Vermögensgegenständen im Zeitablauf und durch Gebrauch im Jahresabschluss zu erfassen. Neben der gewählten Abschreibungsmethode, beeinflusst auch die angenommene Nutzungsdauer eines Vermögensgegen-

170 Bei Aktienrückkäufen kauft ein börsennotiertes Unternehmen am Markt eigene Anteile wieder zurück. Werden anschließend die gekauften Anteile eingezogen, verringert sich automatisch die Eigenkapitalquote. Dies kann bewusst zur Nutzung des Leverage-Effekts geschehen, um durch einen Aktienrückkauf die Eigenkapitalrendite zu steigern (vgl. Sendel-Müller, Markus/Weckes, Marion 2013, S. 5; Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 373).

171 Vgl. Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 316.

172 Vgl. Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 317.

173 Vgl. Coenenberg, Adolf G./Haller, Axel/Schultze, Wolfgang 2014, S. 1069; Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 316.

174 Vgl. Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 316.

175 Vgl. Brösel, Gerrit 2012, S. 254.

standes die Höhe des jährlichen Abschreibungsbetrags.<sup>176</sup> Vor diesem Hintergrund sind sämtliche Kennzahlen mit Bezug auf Abschreibungen grundsätzlich mit Vorsicht zu genießen, da der abgebildete Abschreibungsbetrag nicht den tatsächlichen Werteverlust widerspiegeln muss.<sup>177</sup> Um hier einen gewissen Ausgleich zu schaffen und Auffälligkeiten besser identifizieren zu können, sollte versucht werden im Rahmen der Jahresabschlussanalyse Abschreibungen stets im Zeitablauf zu betrachten und nicht lediglich auf ein einzelnes Geschäftsjahr abzustellen.<sup>178</sup>

**Abbildung 21: Berechnung des Capital Expenditure Ratio**

$$\text{Capital Expenditure Ratio} = \frac{\text{Investitionsausgaben}}{\text{Umsatzerlöse}} \cdot 100$$

Die Ermittlung des *Capital Expenditure Ratios* eignet sich gut zur Einschätzung des Investitionsverhaltens eines Unternehmens im Vergleich zu anderen Unternehmen derselben Branche. Hierzu wird das Verhältnis der Umsatzerlöse zu den Investitionsausgaben ermittelt. Oftmals setzen sich Unternehmen Mindest- oder Maximalgrenzen bei dieser Kennzahl (z. B. „jedes Jahr sollen 8–10 % des Umsatzes investiert werden“), um ihr eigenes Investitionsverhalten zu steuern. Eine sinkende Capital Expenditure Ratio im Zeitablauf kann daher ein Indikator für eine rückläufige Investitionspolitik aufgrund steigender Kapitaldienste darstellen.

In den ersten beiden Analyseschritten wurden Kennzahlen dargestellt, die zum einen eine Aussage zur Ertragskraft und zum anderen zum Investitionsverhalten eines Unternehmens ermöglichen. In den weiteren beiden Analyseschritten geht es hierauf aufbauend um die Fragestellung, ob ein Unternehmen eine (relativ) hohe Verschuldung aufweist und ob es in der Lage ist, aus eigener Kraft diese wieder zurückzuführen, ohne an Zukunftsfähigkeit einzubüßen.

### 3.3.4 Kennzahlen zur Verschuldung

Im Rahmen der folgenden Kennzahlen geht es primär um die Frage ob ein Unternehmen eine für seine Verhältnisse ungünstig hohe Verschuldung aufweist.

**Abbildung 22: Berechnung der Eigenkapitalquote**

$$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Eigenkapital} + \text{Fremdkapital}} \cdot 100$$

<sup>176</sup> Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 316.

<sup>177</sup> Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 109.

<sup>178</sup> Vgl. Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion 2012, S. 141.

Die erste Kennzahl hinsichtlich einer solchen Einschätzung stellt die *Eigenkapitalquote* dar, indem das Eigenkapital durch das gesamte im Unternehmen eingesetzte Kapital dividiert wird. Eine hohe Eigenkapitalquote sichert der Unternehmensleitung ein hohes Maß an Dispositionsfreiheit. Des Weiteren stellt die Eigenkapitalquote eine wichtige Größe bei der Beschaffung neuer Kreditmittel dar. Umgekehrt bedeutet ein hoher Wert allerdings ebenfalls, dass der Leverage-Effekt nicht optimal genutzt wird.<sup>179</sup> Diese Betrachtung zeigt, dass sich schnell die Frage nach einer Mindest-Eigenkapitalquote oder einem optimalen Wert ergibt. Über die optimale Höhe einer Eigenkapitalquote können allerdings keine verlässlichen Angaben gemacht werden, da die Quote stark von der jeweiligen Branche und den individuellen Zielsetzungen des einzelnen Unternehmens abhängt.<sup>180</sup> Allerdings können vielfach in der Literatur Soll-Werte für eine angemessene Eigenkapitalquote gefunden werden. Diese bewegen sich im Regelfall in einer Bandbreite von 25–35 %.<sup>181</sup> Im ersten Moment erscheint eine Quote in dieser Bandbreite vielleicht als übermäßig hoch. Dieser Eindruck relativiert sich, wenn bedacht wird, dass das Eigenkapital dem Schutz der Gläubiger dienen und entstehende Verluste kompensieren soll. Somit kann der Grundsatz formuliert werden, dass mit steigenden operativen Risiken auch die Eigenkapitalquote eines Unternehmens höher sein sollte. Aus Sicht der Autoren erscheint aus diesem Grund bei international tätigen Konzernen, die sich unter Umständen mit mehreren regionalen Krisenherden gleichzeitig konfrontiert sehen, eine Eigenkapitalquote in der Größenordnung von 30–40 % als zufriedenstellend.

**Abbildung 23: Berechnung des Nettoverschuldungsgrad**

<div style="border: 1px solid black; border-radius: 50%; width: 40px; height: 40px; display: flex; align-items: center; justify-content: center; margin: 0 auto;">10</div>	$\frac{\text{Nettoverschuldungsgrad/}}{\text{Leverage Ratio}} = \frac{\text{Nettoverschuldung}}{\text{EBITDA}}$
--	---

Eine weitere Kennzahl zur Analyse der Verschuldung stellt der *Nettoverschuldungsgrad* beziehungsweise *Leverage Ratio* als Verhältnis von EBITDA (Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation = Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) zur Nettoverschuldung dar. Diese Kennzahl spielt vor allem als Financial Covenant eine wichtige Rolle in der Unternehmenspraxis.<sup>182</sup> Die Zählergröße „EBITDA“ besitzt eine ähnliche Aussagekraft wie der operative Cashflow, allerdings ist sie wesentlich simpler und damit ungenauer in der Ermittlung.<sup>183</sup> Durch die Division der Nettoverschuldung mit dem EBITDA erhält der Analyst eine grobe Einschätzung, wie viele Jahre das betrachtete Unternehmen theoretisch benötigt, um aus eigener Kraft seine Schulden abzubauen.

179 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 83 sowie Kapitel 2.2.

180 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 357.

181 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 83.

182 Vgl. Kapitel 2.3.2.

183 Vgl. Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 318; Deutsche Bundesbank 2007, S. 20.

Auch im noch zu behandelnden Praxisbeispiel der Schaeffler Gruppe spielt diese Kennzahl eine Rolle und wird im Geschäftsbericht als eine wesentliche finanzielle Steuerungsgröße kommuniziert.<sup>184</sup> Dabei wird die Nennergröße „Nettoverschuldung“ als „Netto-Finanzschulden“ bezeichnet und wie folgt ermittelt:

**Abbildung 24: Ermittlung der Netto-Finanzschulden**<sup>185</sup>

Kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten
+ Langfristige finanzielle Verbindlichkeiten
./. Gesellschafterdarlehen
./. Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente
<b>= Netto-Finanzschulden ohne Gesellschafterdarlehen</b>

Somit berücksichtigt der von der Schaeffler Gruppe kommunizierte Nettoverschuldungsgrad weder Risiken aus der Bildung (kurzfristiger) Rückstellungen noch Gesellschafterdarlehen. Die Zählergröße EBITDA wird direkt aus der Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet und unterliegt damit bilanzpolitischen Verzerrungen. Dieses Thema wird nochmals bei der konkreten Ermittlung der Kennzahl im Rahmen der Fallstudie zur Schaeffler Gruppe aufgegriffen, da hier neben einem direkt aus dem Jahresabschluss abgeleiteten Nettoverschuldungsgrad auch noch ein um „Sondereffekte“ bereinigter Wert kommuniziert wird.<sup>186</sup>

**Abbildung 25: Berechnung des dynamischen Verschuldungsgrad**

<div style="border: 1px solid black; border-radius: 50%; width: 30px; height: 30px; display: flex; align-items: center; justify-content: center; margin: 0 auto;">11</div>	<div style="background-color: #f0f0f0; padding: 10px; display: inline-block;">                 dynamischer Verschuldungsgrad             </div> = <div style="background-color: #f0f0f0; padding: 10px; display: inline-block; margin-left: 20px;"> <math display="block">\frac{\text{Nettoverschuldung}}{\text{operativer Cashflow}}</math> </div>
--	---

Trotz der hohen praktischen Relevanz der Kennzahl „Nettoverschuldungsgrad“ ist ihre Aussagekraft nur als eingeschränkt anzusehen. Eine wesentlich bessere Einschätzung zur Verschuldungssituation liefert aus Sicht der Autoren der *dynamische Verschuldungsgrad* (auch als Debt repayment Period bezeichnet). Von seiner Aussagedimension her ist er identisch zum bereits behandelten Nettoverschuldungsgrad, aufgrund seiner Berechnungslogik allerdings aussagekräftiger. Der dynamische Verschuldungsgrad ermittelt sich aus dem Verhältnis von operativem Cashflow zur Nettoverschuldung. Für Unternehmen, die bereits seit längerer Zeit am Markt agieren und die Phase des Start up hinter sich gelassen haben, kann diese Kennzahl auch als Insolvenzindikator herangezogen werden.<sup>187</sup>

<sup>184</sup> Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 77.

<sup>185</sup> In Anlehnung an Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 210.

<sup>186</sup> Vgl. Kapitel 4.8 sowie Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. U2 und S. 99.

<sup>187</sup> Vgl. Coenenberg, Adolf G. 2001, S. 318.

Bei der Ermittlung der Zählergröße „Nettoverschuldung“ wird hierbei einer anderen Definition gefolgt als beim Nettoverschuldungsgrad der Schaeffler Gruppe, wie Abbildung 26 zeigt:

**Abbildung 26: Ermittlung der Nettoverschuldung<sup>188</sup>**

	Fremdkapital
./.	Pensionsrückstellungen
./.	Wertpapiere des Umlaufvermögens
./.	Liquide Mittel
=	<b>Nettoverschuldung</b>

Die in Abbildung 26 gezeigte Herleitung der Nettoverschuldung hat den Vorteil, dass zum einen sämtliche liquiden Mittel in Form von Bargeld und kurzfristig veräußerbaren Wertpapieren vom Fremdkapital abgezogen werden. Zum anderen wird davon ausgegangen, dass sämtliche Fremdkapitaltitel (auch kurzfristige Rückstellungen) auch tatsächlich gezahlt werden müssen, während die Pensionsrückstellungen als sehr langfristige Fremdkapitalposition angesehen werden.<sup>189</sup> Somit enthält die in Abbildung 26 gezeigte Berechnungslogik im besten Fall bereits gewisse Risikopuffer, sollte sich herausstellen, dass nicht alle kurzfristigen Rückstellungen auch tatsächlich zahlungswirksam werden.

Auch für den dynamischen Verschuldungsgrad lassen sich in der Literatur diverse Vorgabewerte finden. So wird bei Industriebetrieben ein Wert unter 4,0 als sehr gut interpretiert, während ein Wert über 10,0 als sehr kritisch im Sinne einer Insolvenzgefährdung angesehen wird.<sup>190</sup>

### 3.3.5 Kennzahlen zur Kapitaleistungsfähigkeit und Finanzierungskraft

Im Zentrum der Analyse von Kapitaleistungsfähigkeit und Finanzierungskraft steht die Frage, ob die zuvor ermittelte Ertragsstärke bei weiterhin auf Wachstum ausgerichteter Investitionspolitik und einer gegebenen Verschuldungshöhe ausreichend ist, auch künftig die notwendigen Kapitaleistungsfähigkeit zu leisten.

<sup>188</sup> In Anlehnung an Coenenberg, Adolf G./Haller, Axel/Schultze, Wolfgang 2014, S. 1084. Die Abgrenzung der Nettoverschuldung kann durchaus unterschiedlich ausfallen. So können beispielsweise im Rahmen der verzinslichen Fremdkapitalanteile auch lediglich die langfristigen Verbindlichkeiten zur Berechnung der Nettoverschuldung herangezogen werden (vgl. Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion 2012, S. 103).

<sup>189</sup> Pensionsrückstellungen werden aufgrund ihrer langen Laufzeit auch manchmal als „quasi“ Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel angesehen. Dennoch ist zu bedenken, dass sie bilanziell zum Fremdkapital gehören und irgendwann in der Zukunft auch zu einer Auszahlung führen (vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 86).

<sup>190</sup> Vgl. Wiehle, Ulrich u. a. 2011, S. 91; Bösch, Martin 2009, S. 418.

**Abbildung 27: Berechnung der Cash Conversion Rate**

$$12 \quad \text{Cash Conversion Rate} = \frac{\text{Free Cashflow}}{\text{EBIT}} \cdot 100$$

Die Kennzahl *Cash Conversion Rate* dient in diesem Zusammenhang als Maßstab für die Finanzmittelfreisetzung aus den operativen Geschäftsbereichen. Der im Zähler verwendete Free Cashflow beinhaltet keine Zahlungen an Fremd- und Eigenkapitalgeber, ist allerdings bereits um Investitionszahlungen bereinigt. Somit zeigt die Cash Conversion Rate an, in welchem Maße ein Unternehmen in der Lage ist aus dem operativen Gewinn Finanzmittel zu erwirtschaften, die zur Ausschüttung an die Eigen- und Fremdkapitalgeber zur Verfügung stehen. Je höher der Wert liegt umso stärker erscheint die Finanzkraft eines Unternehmens. In der Unternehmenspraxis werden hierbei Sollwerte für diese Kennzahl zwischen 90 % und 110 % kommuniziert.<sup>191</sup> Da bereits im Vorfeld das Investitionsverhalten untersucht wurde, kann somit auch eingeschätzt werden, ob die Cash Conversion Rate durch eine Reduzierung der Investitionsauszahlungen verbessert wurde.

**Abbildung 28: Berechnung der Schuldendienstfähigkeit**

$$13 \quad \text{Schuldendienstfähigkeit} = \frac{\text{gezahlte Zinsen} + \text{Tilgungen}}{\text{operativer Cashflow}} \cdot 100$$

Zur weiteren Untersuchung, ob ein Unternehmen auch künftig in der Lage sein wird, die ermittelte Verschuldung zu bedienen, kann die *Schuldendienstfähigkeit* berechnet werden.<sup>192</sup> Hierzu wird der operative Cashflow zu den geleisteten Kapitaldiensten ins Verhältnis gesetzt. Diese Kennzahl kann auch umgekehrt berechnet werden. Dann wird sie als „Debt Service Coverage Ratio“ bezeichnet und findet sich als Financial Covenant in vielen Kreditvereinbarungen wieder.<sup>193</sup> Die Schuldendienstfähigkeit zeigt an, ob ein Unternehmen in der Lage ist, seine fälligen Kapitaldienste aus eigener Kraft zu finanzieren oder ob fällige Tilgungen unter Umständen durch erneute Kreditaufnahmen refinanziert werden müssen. Ein Wert von 25 % besagt, dass der operative Cashflow viermal höher als die geleisteten Kapitaldienste ausfiel. Da ausgehend vom operativen Cashflow auch noch Investitionszahlungen zu tätigen sind, sollte diese Kennzahl einen möglichst niedrigen Wert aufweisen.

Insgesamt wurden in den vorhergehenden Ausarbeitungen 13 Kennzahlen zur finanzwirtschaftlichen Analyse aus der Vielzahl möglicher bilanzanalytischer Kennzahlen

191 Vgl. Geschäftsbericht Bertelsmann 2013, S. 66; Geschäftsbericht Siemens 2010, S. 59.

192 Vgl. EZB 2012, S. 112.

193 Vgl. Krolak, Thomas/Morzfeld, Kurt/Remmen, Jan-Dominik 2009, S. 1420.

herausgefiltert und in vier Analysebereichen zusammengefasst. Im nachfolgenden Kapitel 4 erfolgt auf dieser Basis eine finanzwirtschaftliche Analyse der Schaeffler Gruppe für die Jahre 2010–2013. Bevor jedoch die konkreten Ausprägungen der Kennzahlen ermittelt werden, erfolgt eine kurze Einführung zur konjunkturellen Situation in der Automobilzulieferindustrie sowie eine Beschreibung der Jahre vor 2010 für die Schaeffler Gruppe, welche die Entwicklung hin zur heutigen Verschuldungssituation zeigen. Dem Leser wird somit das notwendige Hintergrundwissen zur weiteren Interpretation der ermittelten Kennzahlen anhand gegeben.

## 4 Fallstudie Schaeffler AG<sup>194</sup>

### 4.1 Vorbemerkungen

Um die bisherigen theoretischen Ausführungen anschaulicher zu gestalten, macht eine Untermauerung anhand praktischer Beispiele Sinn. Als Praxisfall wird hierbei die Beteiligung der Schaeffler AG an der Continental AG herangezogen, da sich diese Fallkonstellation aufgrund ihrer spezifischen Rahmenbedingungen als besonders interessant erweist. Beispielsweise wird häufig von Seiten der Wirtschaftspresse von einem „Übernahmeversuch“<sup>195</sup> der Continental AG durch die wesentlich kleinere Schaeffler AG gesprochen. Aus den öffentlich zugänglichen Quellen zur Konstruktion des damaligen Kaufs von Continental-Aktien durch die Schaeffler AG kann jedoch lediglich die Absicht einer strategischen Beteiligung an der Continental AG abgeleitet werden. Hierdurch hätte die Schaeffler AG eine beherrschende Rolle als strategischer Investor bei Continental übernommen. Die originären Motive für diesen Schritt bleiben jedoch bis heute im Dunkeln.<sup>196</sup> Vielmehr erscheint es rückblickend, dass Schaeffler aufgrund eines „Designfehlers“ unfreiwillig in die Rolle des Übernehmenden geraten ist.<sup>197</sup>

In den nachfolgenden Ausarbeitungen werden die Begriffe *Schaeffler Konzern* und *Schaeffler Gruppe* synonym verwendet. Sie bezeichnen den Konsolidierungskreis der Schaeffler AG und ihrer Beteiligungen. Diese Reporting-Ebene ist abzugrenzen von der darüber liegenden Holding-Struktur. Die Holding-Gesellschaften inklusive der operativen Gesellschaften werden auch als *IHO Gruppe* bezeichnet. Zusätzlich zur Schaeffler Gruppe enthält diese Struktur unter anderem die Muttergesellschaft der Schaeffler AG, die INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG (IHO) sowie die Schaeffler Holding Finance B. V., die auch zur Emission von Anleihen auf Holding-Ebene dient.<sup>198</sup> Im Fokus der weiteren Betrachtungen liegt vor allem die Schaeffler Gruppe, während die Angaben zu den Holding-Gesellschaften beziehungsweise zur IHO Gruppe einen informativischen Charakter haben. Dies aus folgenden Gründen:

- Das operative Geschäft findet nur auf Ebene der Schaeffler Gruppe statt. Die Holding-Gesellschaften tragen jedoch einen Teil der Finanzierung und halten einen Teil der Beteiligung an der Continental AG. Des Weiteren generieren die Holding-Ge-

194 Anzumerken ist an dieser Stelle, dass im weiteren Verlauf grundsätzlich von der Schaeffler AG gesprochen wird. Die Schaeffler AG existiert in ihrer heutigen Form allerdings erst seit 13.10.2011.

195 Vgl. hierzu beispielsweise Freitag, Michael/Maier, Angela 2014, S. 38; Freitag, Michael 2013, S. 50; Hawranek, Dietmar/Tietz, Janko 2009, S. 66.

196 Oftmals wird das Argument angeführt, dass mit Hilfe einer strategischen Beteiligung der Schaeffler AG an der Continental AG eine stärkere Verzahnung zwischen Elektronik und Mechanik im Automobilzulieferbereich möglich wäre. Handfeste Belege für diese Argumentation finden sich jedoch kaum.

197 Ursprünglich sollten wohl lediglich 60 % der Conti-Anteile übernommen werden (vgl. Hawranek, Dietmar/Tietz, Janko 2009, S. 66). Es lassen sich jedoch auch Quellen finden, die nur von einer 40 %-Beteiligung als Zielsetzung sprechen (vgl. Freitag, Michael/Maier, Angela 2014, S. 41).

198 Vgl. hierzu im Detail Kapitel 4.3.

sellschaften keinen nennenswerten eigenen operativen Cashflow. Sie können allerdings Einzahlungen aus Dividendenausschüttungen der Continental AG verbuchen.

- Auf der Ebene der Holding-Gesellschaften existiert im Gegensatz zur Ebene der Schaeffler Gruppe kein mitbestimmter Aufsichtsrat. Die oberste Konzern-Holding hat lediglich zwei Gesellschafter<sup>199</sup> und drei Geschäftsführer,<sup>200</sup> weitere Exekutiv- oder Überwachungsorgane bestehen nicht.
- Auf Ebene der IHO Gruppe stehen lediglich veröffentlichte Konzernabschlüsse bis 2012 aus dem elektronischen Bundesanzeiger sowie vereinzelte Informationen auf der Homepage der Schaeffler Gruppe zur Verfügung. Daher ist die Datenlage für die IHO Gruppe nicht aktuell<sup>201</sup> und von geringerer Transparenz als für die Schaeffler Gruppe und somit für eine tiefergehende Analyse als eher ungeeignet anzusehen.

Vor diesem Hintergrund sind Informationen über die IHO Gruppe immer dann von Bedeutung, wenn es um Refinanzierungs- oder Entschuldungsvorgänge geht. Allerdings ist anzumerken, dass die genutzten Techniken sowie die Vorgehensweise zur Um- und Entschuldung auf Ebene der Schaeffler Gruppe sowie auf der Ebene der Holding-Gesellschaften identisch sind.

Aufgrund der umfangreichen Aktivitäten der IHO Gruppe am Kapitalmarkt<sup>202</sup> wurden im Rahmen der Fallstudie verfügbare Unternehmensinformationen bis zum 31.10.2014 berücksichtigt. Bis zur Publikation der Studie können sich somit die Gesamtsituation des Unternehmens sowie der Datenstand der veröffentlichten Berichte und Präsentation weiterentwickelt haben.

Die Autoren weisen darauf hin, dass in den publizierten Pressemitteilungen und IR News des Schaeffler Konzerns nicht in allen Fällen eine trennscharfe Bezeichnung der jeweils betroffenen Reporting-Einheit erfolgt.<sup>203</sup> Dies kann bei der Analyse von öffentlich zugänglichem Datenmaterial leicht zu Fehlinterpretationen führen, zumal die Veröffentlichung von Informationen zur Holding-Ebene nicht in einer klar erkennbaren Reporting-Struktur erfolgt, sondern vielmehr als punktuell zu bezeichnen ist.

---

199 Hierbei handelt es sich um Maria-Elisabeth Schaeffler und Georg F. W. Schaeffler.

200 Hierbei handelt es sich um Maria-Elisabeth Schaeffler, Georg F. W. Schaeffler sowie Klaus Rosenfeld.

201 So war beispielsweise der Konzernjahresabschluss der IHO Gruppe per 31.12.2013 bis zum Stand dieser Ausarbeitung (31.10.2014) noch nicht im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht.

202 Auf Ebene der Holding-Gesellschaften wurden zuletzt am 21.10.2014 drei weitere Anleihen emittiert sowie ein neuer Kreditvertrag mit sechs internationalen Großbanken über 700 Mio. € abgeschlossen. Diese Transaktionen sind Teil einer umfangreichen Refinanzierung auf Holding-Ebene (vgl. Pressemitteilung Schaeffler AG vom 21.10.2014). Die genannten Neuemissionen waren zum Stichtag der Untersuchung (31.10.2014) allerdings noch nicht auf der Homepage des Unternehmens aufgeführt.

203 In einer Pressemitteilung der Schaeffler AG vom 17.07.2013 wird vom Finanzierungskonzept des Unternehmens berichtet, in welchem die Verbindlichkeiten der „Gruppe“ zwischen den Holding Gesellschaften und operativen Gesellschaften (Schaeffler Gruppe) aufgeteilt wurden.

## 4.2 Aktuelle Situation in der Automobilzulieferindustrie und Ausblick<sup>204</sup>

Im Rahmen einer Unternehmensanalyse sollte stets auch das Umfeld des Untersuchungsobjekts, also die Branche betrachtet werden. Nur vor dem Hintergrund umfangreicher Branchenkenntnisse ist es möglich, die ermittelten Daten aus der Analyse eines einzelnen Unternehmens zu bewerten. So kann beispielsweise der Wert der ermittelten Eigenkapitalquote nur dann sinnvoll interpretiert werden, wenn bekannt ist, auf welchem Niveau der Durchschnitt der gesamten Branche liegt. Allerdings ist es durchaus als schwierig anzusehen, die wesentlichen Unternehmen einer Branche eindeutig zu identifizieren. Viele international tätige Konzerne sind nicht nur in einer Branche aktiv, sondern lassen sich gleich mehreren zuordnen. Hier ist die Einschätzung und Erfahrung des Analysten gefragt, der bei einem Unternehmensvergleich selbständig entscheidet, zu welcher/welchen Branchen er ein Unternehmen zählt. Dies wird beispielsweise anhand der auch in dieser Studie als Vergleichsmaßstab herangezogenen Continental AG deutlich. Bei einer Betrachtung der Umsatzrendite des Unternehmens im Zeitablauf ergibt sich für die Jahre 2010–2013 ein Durchschnitt von 8,8 %. Wird jedoch das Reifengeschäft der Continental AG aus der Betrachtung eliminiert, dann sinkt die Durchschnittsrendite für diesen Zeitraum auf nur noch 6,0 %.<sup>205</sup> Da jedoch die Segmentberichterstattung der einzelnen Sparten eines Unternehmens nicht alle für eine umfangreiche Unternehmensanalyse benötigten Daten abbildet, behilft sich der externe Bilanzanalyst im Regelfall damit, einen Konzern in seiner Gesamtheit abzubilden und einer einzigen Branche zuzuordnen.

Auch bei der im Rahmen dieser Arbeit durchgeführten finanzwirtschaftlichen Analyse der Schaeffler Gruppe ergibt sich grundsätzlich die Frage nach der Branchenzugehörigkeit. So hat der Konzern in 2013 im Bereich des Industriegeschäfts ca. 27 % seines Umsatzes erwirtschaftet, während auf den Bereich der Automobilzulieferindustrie rund 73 % des Konzernumsatzes entfallen.<sup>206</sup> Aufgrund dieser Umsatzgewichtung sowie der Tatsache, dass keine durchgängige Darstellung und Aufteilung der relevanten Kennzahlen in Industrie- und Zuliefergeschäft möglich ist, wird die Schaeffler Gruppe der Branche „Automobilzulieferindustrie“ zugeordnet. Gleichzeitig muss dem Analysten jedoch klar sein, dass ca. ein Drittel des Umsatzes auch in einer zweiten Branche generiert wird. Vor dieser Zuordnungsproblematik steht der externe Bilanzanalyst bei nahezu allen Unternehmensanalysen. Daher kann es auch bei einem Vergleich mehrerer Unternehmen innerhalb einer Branche zu deutlichen Niveauunterschieden der ermittelten Kennzahlen kommen. Diese ergeben sich aus den teilweise stark unterschiedlichen weiteren Geschäftsfeldern der Unternehmen, die aber im Rahmen der Analyse nicht aus den vorhandenen Daten eliminiert werden können.

<sup>204</sup> Vgl. hierzu ausführlich Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion 2012, S. 119–136.

<sup>205</sup> Vgl. hierzu auch Kapitel 4.6.

<sup>206</sup> Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 56.

Nachdem aufgrund der Umsatzaufteilung die Schaeffler Gruppe als Unternehmen der Branche „Automobilzulieferindustrie“ eingeordnet wurde, erfolgt in einem nächsten Schritt eine kurze Einführung in die Besonderheiten dieser Branche. Mit diesem Hintergrundwissen können die anschließend ermittelten Kennzahlen besser gedeutet werden.

Die *Automobilzulieferbranche* kann in Deutschland als Schlüsselindustrie angesehen werden. In 2013 zählte sie 291.000 Beschäftigte, die einen Gesamtumsatz von ca. 70 Mrd. € erwirtschafteten.<sup>207</sup> Des Weiteren kann die Zulieferindustrie als Aushängeschild der deutschen Wirtschaft angesehen werden, was sich vor allem in permanenten technischen Innovationen ausdrückt.<sup>208</sup> Doch neben der Stellung als Innovationstreiber zeichnet sich diese Branche gleichzeitig durch harte Markt- und Wettbewerbsbedingungen aus.<sup>209</sup> So ist es kaum verwunderlich, dass sie eine recht heterogene Struktur hat: neben großen international tätigen Konzernen finden sich kleinere mittelständische Familienbetriebe. Ebenfalls stehen Produzenten komplexer elektronischer Komponenten neben Herstellern einfacher mechanischer Teile. Häufig wird diese Struktur in Form einer mehrstufigen Pyramide dargestellt, an deren Spitze der eigentliche Automobilhersteller (OEM = Original Equipment Manufacturer) steht.<sup>210</sup> Unterhalb der OEMs finden sich drei oder auch vier weitere Zuliefererebenen. Die Zulieferer der ersten Stufe (auch als Tier-1- oder 1st-Tier-Supplier bezeichnet) haben im Regelfall einen direkten Zugang zum OEM und beliefern die Hersteller mit komplexen einbaufertigen Systemen (auch als Module bezeichnet), die im Rahmen der Fahrzeugmontage mit den Systemen anderer Zulieferer verbunden werden müssen. Aufgrund der hohen Komplexität ihrer Bauteile stehen die Tier One-Zulieferer in einer intensiven Entwicklungspartnerschaft mit den Herstellern. Die Nähe zum Endkunden führt allerdings vor allem bei den Tier-1- und Tier-2-Lieferanten auch zu einer hohen Abhängigkeit von der Strategie der OEMs.<sup>211</sup> Mit zunehmender Entfernung zum OEM werden auch die zugelieferten Bauteile einfacher. Vielfach haben die Zulieferer der untersten Ebene keine direkte Verbindung zum Hersteller, sondern sind wiederum Zulieferer von Unternehmen höherer Stufen. Jedoch produzieren auch Zulieferer der 2. und 3. Ebene oftmals komplexere Bauteile, die sie direkt mit dem OEM entwickeln und ihm auch anschließend direkt zuliefern. Dieser Aufbau der Zulieferpyramide wird in Abbildung 29 nochmals überblicksartig gezeigt.

207 Vgl. VDA 2014, S. 37.

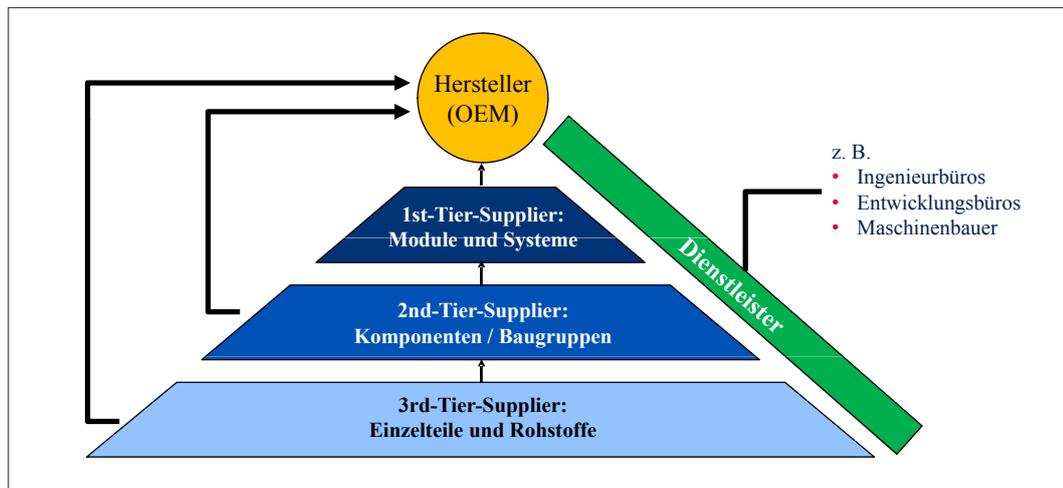
208 Vgl. IKB 2013, S. 6.

209 Vgl. IKB 2013, S. 7.

210 Vgl. zu den Ausführungen zur Zulieferpyramide Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion 2012, S. 123.

211 Vgl. Deloitte 2014, S. 17.

Abbildung 29: Aktueller Aufbau der Zulieferpyramide<sup>212</sup>



Neben dieser Wertschöpfungskette ist zu beobachten, dass mittlerweile von den OEMs über die Zulieferunternehmen unterstützende Tätigkeiten wie z. B. Entwicklung, Prototypenbau, Werkzeugbau etc. nicht mehr direkt ausgeübt werden, sondern von spezialisierten Dienstleistungsunternehmen bei Bedarf zugekauft werden. Der Hintergrund dieser Entwicklung ist darin zu sehen, dass die Zulieferindustrie im Vergleich zu anderen Branchen einem starken Kostendruck unterliegt<sup>213</sup> und daher versucht, Kapazitäten nur bei Bedarf einzukaufen.

Der bereits erwähnte starke Kostendruck der Zulieferindustrie im Vergleich zu anderen Branchen resultiert vor allem aus dem dauerhaften Zwang neue Produkte zu entwickeln. Dies ist mit dem Kaufverhalten der Konsumenten zu begründen, die in immer kürzer werdenden Zeitabständen neue Fahrzeugmodelle oder technische Weiterentwicklungen im Fahrzeug verlangen. Aus den relativ kurzen Lebenszyklen der heutigen Automobillandschaft resultiert ein höheres Investitionserfordernis bei den Zulieferunternehmen, die ihren Maschinenpark stets auf dem neuesten Stand halten müssen. Gleichzeitig verlagern die OEM mehr und mehr Entwicklungstätigkeit auf ihre Zulieferer, ohne dies immer entsprechend zu vergüten.<sup>214</sup> In den Jahresabschlüssen der Branche wirken sich die schwer zu vereinbarenden Ziele „Kostendruck“ auf der einen und „Innovationsführerschaft“ auf der anderen Seite mit im Vergleich zu anderen Industriebranchen relativ niedrigen Gewinnmargen aus.<sup>215</sup>

Künftig ist damit zu rechnen, dass die Automobilzulieferer verstärkt Produktions- und Entwicklungskapazitäten in den Wachstumsregionen Nordamerika sowie in China auf-

212 Modifiziert entnommen aus Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion 2012, S. 123.

213 Vgl. Deloitte 2014, S. 5; IKB 2013, S. 6.

214 Vgl. RolandBerger/Lazard 2013, S. 4.

215 Vgl. IKB 2013, S. 6; RolandBerger/Lazard 2013, S. 5.

bauen, während aus Europa nur noch geringe Wachstumsimpulse zu erwarten sind.<sup>216</sup> Neben der oftmals auch von den OEM erzwungenen Notwendigkeit in der Nähe der wachsenden Märkte zu produzieren, ergeben sich für die Automobilzulieferer auch im Forschungs- und Entwicklungsbereich diverse neue Trends. So stehen derzeit die Themen

- Elektromobilität (Batterie-Elektrofahrzeuge, Hybridelektrofahrzeuge),
- Vernetzung der Fahrzeuge (z. B. mit Smartphones, USB-Anschlüsse etc.),
- Energieeffizienz und
- Sicherheits- und Assistenzsysteme (z. B. Autonomes Fahren)

ganz oben auf den Prioritätenlisten der Zulieferindustrie.<sup>217</sup> Diese Ausrichtung auf Zukunftstrends ist als überlebenswichtig anzusehen, da einfache Bauteile und Komponenten mittlerweile von Wettbewerbern aus Niedrigkostenregionen (vor allem China) wesentlich günstiger und in ausreichender Qualität angeboten werden.<sup>218</sup>

Um die obigen Zukunftstrends von Anfang an weltweit voranzutreiben, sind umfangreiche Investitionen in Forschung und Entwicklung notwendig. Aufgrund des permanenten Kostendrucks sind viele Unternehmen, darunter auch große Konzerne der Zulieferbranche, hierzu nicht in der Lage. Daher werden bereits heute häufig Entwicklungspartnerschaften (z. B. in Form von Joint Ventures oder dem Engagement in Automobilclustern<sup>219</sup>) gebildet und es ist zu erwarten, dass der Trend zu einem dezentraleren Innovationsmanagement künftig mehr und mehr an Bedeutung gewinnt.<sup>220</sup> Neben diesen Partnerschaften werden weiterhin auch Unternehmensübernahmen zur Stärkung von Kernkompetenzen innerhalb der Zulieferbranche eine wichtige Rolle spielen.<sup>221</sup> Gleichzeitig ergibt sich hieraus eine weitere Zunahme an Komplexität im Beziehungsgeflecht der verschiedenen Stufen der Zulieferpyramide, was sich als Bedrohung für den Waren- und Informationsfluss innerhalb der Automobilbranche herausstellen könnte.<sup>222</sup>

Insgesamt erscheint die gesamte automobiler Supply-Chain aufgrund der genannten Zukunftstrends in einem Wandlungsprozess. Aufgrund der hohen notwendigen Investitionen, um den künftigen Trends auch weiterhin folgen zu können, werden sich aller

216 Vgl. KPMG 2014, S. 5; Preuß, Susanne 2014, S. 26; IKB 2013, S. 8; RolandBerger/Lazard 2013, S. 4.

217 Vgl. KPMG 2014, S. 16 und S. 21; Preuß, Susanne 2014, S. 26; IKB 2013, S. 8.

218 Vgl. KPMG 2014, S. 6; IKB 2013, S. 8.

219 Ein Beispiel für einen solchen Automobilcluster ist das Innovationsnetzwerk MAHREG, in dem sich 90 meist kleinere Zulieferbetriebe in Sachsen-Anhalt zusammengeschlossen haben, um gemeinsam Projekte mit Forschungsinstituten zu bearbeiten (vgl. KPMG 2014, S. 7).

220 Vgl. KPMG 2014, S. 5 und S. 16.

221 Vgl. Deloitte 2014, S. 17. Jüngstes Beispiel im Bereich der Unternehmensübernahmen ist der Kauf der US-amerikanischen TRW durch die ZF AG sowie die damit einhergehende Komplettübernahme der ZF Lenksysteme GmbH durch den bisherigen 50 %-Anteilseigner Bosch (vgl. Preuß, Susanne 2014, S. 26).

222 Vgl. KPMG 2014, S. 6.

Voraussicht nach vor allem finanzstarke Zulieferer behaupten. Diejenigen Zulieferunternehmen, die bereits heute mit wirtschaftlichen Schwierigkeiten zu kämpfen haben und gleichzeitig in den Zukunftstechnologien kein umfangreiches Knowhow aufweisen (z. B. Zulieferer, die ausschließlich Komponenten für Verbrennungsmotoren fertigen), werden es künftig schwer haben im Wettbewerb zu bestehen.

### 4.3 Unternehmensprofil der Schaeffler Gruppe<sup>223</sup>

Die Schaeffler Gruppe ist ein weltweit tätiger Zulieferer für Präzisionsteile in den Branchen Automotive, Maschinen- und Anlagenbau sowie Luft- und Raumfahrt. Die familiengeführte Unternehmensgruppe kombiniert mit den Marken INA, LuK und FAG Entwicklungs- und Fertigungskompetenzen im Bereich Antriebsstrang. Nachfolgende Abbildung 30 zeigt einige Eckdaten zur Schaeffler Gruppe im Überblick.

**Abbildung 30 : Unternehmenssteckbrief Schaeffler Gruppe**

Name	<b>SCHAEFFLER</b>
Unternehmensform	AG
Geschäftsjahr	01.01. – 31.12.
Rechnungslegungsstandard	IFRS (freiwillig)
Gründung & Sitz des Unternehmens	1880 – Herzogenaurach (Deutschland)
Anzahl der Mitarbeiter 2013	78.559
Umsatz in 2013	11,2 Mrd. €
Geschäftsbereiche	Industrie, Automotive
Produkte	z. B. Wälzlager, Motorenelemente, Radlager, Kupplungs- und Getriebesysteme
Standorte	180 in mehr als 50 Ländern
Gesellschafter	100% Familie Schaeffler über die INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG

Nach der Gründung der Industrie-GmbH, später INA-Schaeffler KG (INA) in Herzogenaurach in 1946 durch die Brüder Dr. Wilhelm Schaeffler und Dr. Georg Schaeffler

<sup>223</sup> Die nachfolgenden Ausführungen zur Unternehmenshistorie stammen von der Homepage der Schaeffler AG unter <http://www.schaeffler.de>.

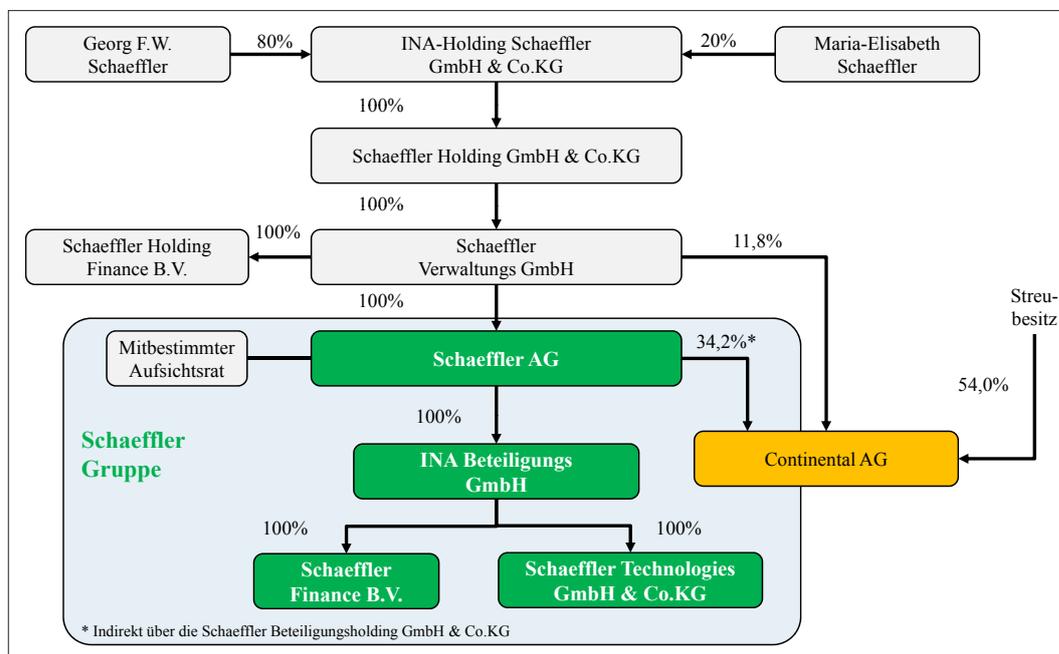
folgte in 1969 die Gründung der LuK Lamellen und Kupplungsbau GmbH (LuK) in Bühl. Die Abkürzung INA ist auf das zum Gründungszeitpunkt bahnbrechende Innovationsprodukt, das Industrielle Nadellager, zurückzuführen.

Die FAG Kugelfischer Georg Schäfer AG, Schweinfurt (FAG), wurde bereits im Jahr 1883 durch Friedrich Fischer gegründet, gehört jedoch erst seit 2001 zum Konzern. Durch die Akquisition der FAG wurde Schaeffler hinter dem schwedischen Konzern SKF zum zweitgrößten Wälzlagerhersteller weltweit.

Die vollständige Übernahme des Unternehmens LuK durch INA erfolgte in 1999. In 2003 wurden INA, LuK und FAG zur Schaeffler Gruppe zusammengeschlossen. Die deutsche Gesellschaft FAG Kugelfischer AG & Co. oHG und die INA-Schaeffler KG wurden in 2006 zur Schaeffler KG zusammengefasst. Ihre Anteile werden über die INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG zu 100 % von Maria-Elisabeth Schaeffler und Georg F. W. Schaeffler gehalten, welche nach dem Tod des Firmenmitbegründers Dr. Georg Schaeffler in 1996 die Führung der Unternehmensgruppe übernommen hatten.

Die derzeitige gesellschaftsrechtliche Struktur des gesamten Konzerns wird in Abbildung 31 im Überblick gezeigt.

**Abbildung 31: Vereinfachte Darstellung Konzernstruktur der IHO Gruppe zum 31. Dezember 2013<sup>224</sup>**



Die aktuelle Konzernstruktur stellt sich vereinfacht wie folgt dar: Mutterunternehmen des operativen Teils des Konzerns ist die Schaeffler AG mit Sitz in Herzogenaurach.

224 Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 61.

Auf dieser Gesellschaftsebene findet sich ein mitbestimmter Aufsichtsrat. Die Anteile an der AG werden indirekt von Maria-Elisabeth Schaeffler und Georg F. W. Schaeffler gehalten. Zwischengeschaltete Gesellschaften sind die Schaeffler Verwaltungs GmbH und die INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG (IHO) als oberste Muttergesellschaft der IHO Gruppe. Der *Konsolidierungskreis* der Schaeffler Gruppe umfasste in 2013 55 inländische (Vorjahr: 54) und 103 ausländische Gesellschaften (Vorjahr: 105). Sieben assoziierte Unternehmen wurden nach der *Equity-Methode*<sup>225</sup> bilanziert. Hierbei handelt es sich in erster Linie um die indirekt gehaltenen Anteile, welche die Schaeffler Gruppe an der Continental AG hält.

Der Anteilsbesitz der Schaeffler Beteiligungsholding GmbH & Co. KG an der Continental AG betrug per 31.12.2013 34,2 %, was 68.390.458 Aktien entspricht. Im Laufe des Jahres 2013 wurden von der IHO Gruppe 3,9 % der noch im Besitz befindlichen Continental-Aktien veräußert. Hiervon entfiel die Hälfte auf die Schaeffler Gruppe, was zu einem Veräußerungserlös von 476 Mio. € führte.<sup>226</sup>

Ergänzend zur aktuellen gesellschaftsrechtlichen Struktur zeigt Abbildung 32 einige wirtschaftliche Eckdaten der Schaeffler Gruppe im Überblick. Eine solche komprimierte Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen im Vorfeld der eigentlichen Analyse bietet sich stets für den Adressaten einer Unternehmensanalyse an, um ihm in einer Art „management summary“ einen ersten Eindruck vom untersuchten Unternehmen zu ermöglichen.

---

225 Die Equity-Methode ist ein Rechnungslegungsverfahren zur Bilanzierung von Anteilen an und Geschäftsbeziehungen zu assoziierten Unternehmen im Konzernabschluss. Innerhalb der Schaeffler Gruppe werden mit dieser Methode Anteile an assoziierten Unternehmen bewertet, bei denen die Gruppe unmittelbar oder mittelbar 20 %-50 % der Stimmrechte hält (vgl. hierzu auch Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 428).

226 Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 106.

Abbildung 32: Wesentliche Eckdaten der Schaeffler Gruppe<sup>227</sup>

In Mio. €	2012	2013	Veränderung	
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>				
Umsatzerlöse	11.125	11.205	0,7	%
EBIT	1.413	982	-30,5	%
- In % vom Umsatz	12,7	8,8	-3,9	%-Pkte.
Angepasstes EBIT*	1.413	1.410	-0,2	%
- In % vom Umsatz	12,7	12,6	-0,1	%-Pkte.
Konzernergebnis	870	865	-5	Mio. €
In Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	Veränderung	
<b>Bilanz</b>				
Bilanzsumme	13.546	13.427	-0,9	%
Eigenkapital	2.108	2.491	383	Mio. €
- In % der Bilanzsumme	15,6	18,6	3,0	%-Pkte.
Netto-Finanzschulden	6.505	5.447	-16,3	%
Investitionen in Sachanlagen	792	555	-237	Mio. €
* Angepasstes EBIT – nach Bereinigung von Sondereffekten (bilanzielle Vorsorge EU-Kartell-verfahren in Höhe von 380 Mio. EUR und Personalstrukturmaßnahmen in Höhe von 48 Mio. EUR).				

Bereits an dieser Stelle fällt auf, dass im Geschäftsjahr 2013 erstmalig ein bereinigtes EBIT ausgewiesen wird. Hintergrund dieser Maßnahme ist, dass aus dem EBIT laut Gesamtergebnisrechnung Sondereffekte (EU-Kartellverfahren sowie Personalstrukturmaßnahmen) bereinigt werden, um ein Ergebnis zu ermitteln, das über dem ausgewiesenen EBIT liegt. Dem externen Analysten soll mittels dieser Bereinigung der Hinweis gegeben werden, dass der operative Ergebnismrückgang von 2012 auf 2013 nicht so stark ausfällt wie zunächst vermutet. Solche Bereinigungsrechnungen stellen im Rahmen der Finanzmarktkommunikation ein beliebtes Mittel dar, um laufendes Geschäft und Sondereffekte voneinander zu trennen und das Unternehmen somit erfolgreicher darzustellen als es der erste Blick vermuten lässt. Im weiteren Verlauf der Analyse werden Kennzahlen mit einem Bezug zu Ergebnisgrößen (EBIT, EBITDA) daher sowohl für das bereinigte als auch das ausgewiesene Ergebnis ermittelt.

227 Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. U2.

#### 4.4 Entwicklung der Verschuldungssituation bei Schaeffler

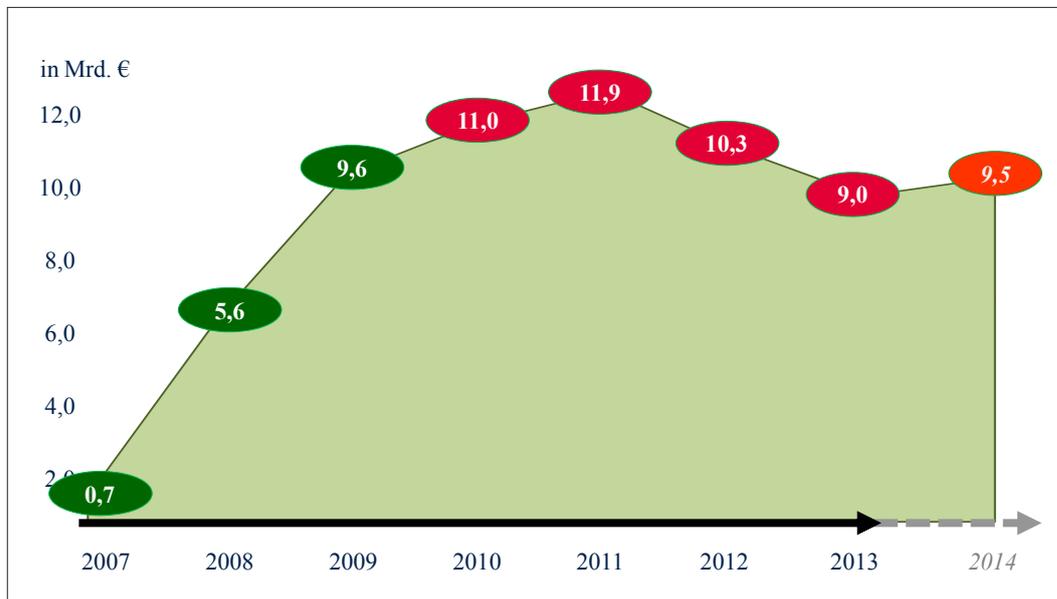
Zwei Faktoren waren ausschlaggebend dafür, dass Schaeffler letztendlich ca. 90 % der Anteile an der Continental AG hielt. Zum einen bot das Unternehmen den Aktionären der Continental AG mit 75 € einen hohen verbindlichen Festpreis<sup>228</sup> für den Verkauf ihrer Aktien. Zum anderen stürzte der Kurs der Continental-Anteile im Rahmen der Erschütterungen der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 auf bis zu 20 € je Aktie massiv ab. Dies bewog viele Aktionäre des Unternehmens kurzfristig dazu, das Angebot der Schaeffler AG anzunehmen und ihre Continental-Aktien deutlich über dem damaligen Börsenkurs an Schaeffler abzustoßen.<sup>229</sup> Für die Schaeffler AG hingegen bedeutete die Annahme des Kaufangebots durch die Continental-Aktionäre die beinahe Katastrophe, da sich das Unternehmen massiv verschulden musste, um den zuvor festgelegten Kaufpreis an die Verkäufer zu zahlen. Somit handelt es sich gerade nicht um einen gezielten Übernahmeveruch. Erst aufgrund des unglücklichen Aufeinandertreffens von Finanz- und Wirtschaftskrise mit dem Kaufangebot der Schaeffler AG wurde aus einer strategischen Beteiligung eine beinahe Übernahme!

Diese Umstände sorgten dafür, dass die Schuldenlast<sup>230</sup> von Schaeffler zur Finanzierung der Aktienkäufe im Zeitraum von 2008–2011 auf in der Spitze bis zu 11,9 Mrd. € anstieg. Bis heute konnte das Unternehmen die Verschuldung trotz hoher operativer Erträge nicht wesentlich verringern, sodass die Verschuldungssituation auch weiterhin permanenter Begleitfaktor bei allen strategischen Entscheidungen bleibt. Die nachfolgende Abbildung 33 zeigt die Entwicklung der Gesamtverschuldung der IHO Gruppe von 2007 bis einschließlich 30.06.2014.

228 Die Schaeffler AG veröffentlichte am 30.07.2008 eine Angebotsunterlage zur Übernahme von Aktienanteilen an der Continental AG. Das Angebot richtete sich an alle Continental-Aktionäre und umfasste einen Kaufpreis von 70,12 € je Continental-Aktie. Nach Abschluss einer weitreichenden Investorenvereinbarung mit Continental wurde dieses Angebot am 21.08.2008 auf 75 € je Aktie erhöht. Die Aktionäre hatten bis zum 16.09.2008 die Möglichkeit dieses Angebot anzunehmen. Das Angebot wurde für mehr als 138,5 Mio. Continental-Aktien in Anspruch genommen und musste von der Schaeffler AG mit den zuvor veröffentlichten Konditionen erfüllt werden.

229 Vgl. Hawranek, Dietmar/Tietz, Janko 2009, S. 66.

230 An dieser Stelle ist anzumerken, dass bei der Betrachtung der Verschuldungssituation der IHO Gruppe oder der Schaeffler Gruppe lediglich die Finanzschulden herangezogen werden. Andere Positionen des Fremdkapitals wie beispielsweise Rückstellungen oder auch Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen werden hierbei nicht berücksichtigt.

Abbildung 33: Entschuldung bei Schaeffler: Politik der „Trippelschritte“?<sup>231</sup>

Zu Abbildung 33 ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass die absolute Höhe der Schulden eines Unternehmens noch keine endgültige Aussage über die Kapitaldienstfähigkeit erlaubt. Neben der Höhe der Verschuldung sind auch Faktoren wie die Ertragsstärke eines Unternehmens, die zu zahlenden Zinsen sowie die Fälligkeitsstruktur zu berücksichtigen.<sup>232</sup> Aus diesem Grund wurde eine tiefergehende Untersuchung der Kapitalflussrechnung für die Schaeffler Gruppe durchgeführt.<sup>233</sup> Bei der Berechnung der Kennzahlen zur finanzwirtschaftlichen Analyse wurden die Jahre 2010 bis 2013 als Betrachtungszeitraum gewählt. Dies zum einen, da die Jahre 2007 bis 2009 deutlich durch die Auswirkungen der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise beeinflusst waren. Zum anderen bedeutet das Jahr 2010 eine Zäsur in der bisherigen Unternehmensgeschichte. In 2010 wurde die bisher als verschwiegen zu bezeichnende Schaeffler Gruppe schrittweise in eine Aktiengesellschaft<sup>234</sup> mit einem mitbestimmten Aufsichtsrat umgewandelt.<sup>235</sup> Somit wurde in 2010 der Grundstein für die noch heute geltende Struktur der Unternehmensgruppe gelegt. Seit diesem Zeitpunkt stehen auf der Unternehmenshomepage Geschäftsberichte zur Verfügung. Die Werte des ersten Halbjahres 2014 sind hingegen lediglich von informatorischem Charakter. Wie sich in der nachfolgenden Analyse noch zeigen wird, sind Aussagen zur Unternehmenssituation auf Basis eines Halbjahreswertes schwierig zu interpretieren, da ein Teil der wesentlichen Geschäftsvorfälle erst in der zweiten Jahreshälfte durchgeführt wird. Bei der Berechnung bilanzanalytischer Kennzahlen drückt sich dies in extremen Verwerfungen

231 Vgl. Geschäftsberichte; Freitag, Michael 2013, S. 53.

232 Vgl. EZB 2012, S. 111 f.

233 Vgl. Kapitel 4.9.

234 In 2010 noch als GmbH, die in 2011 in eine AG umgewandelt wurde.

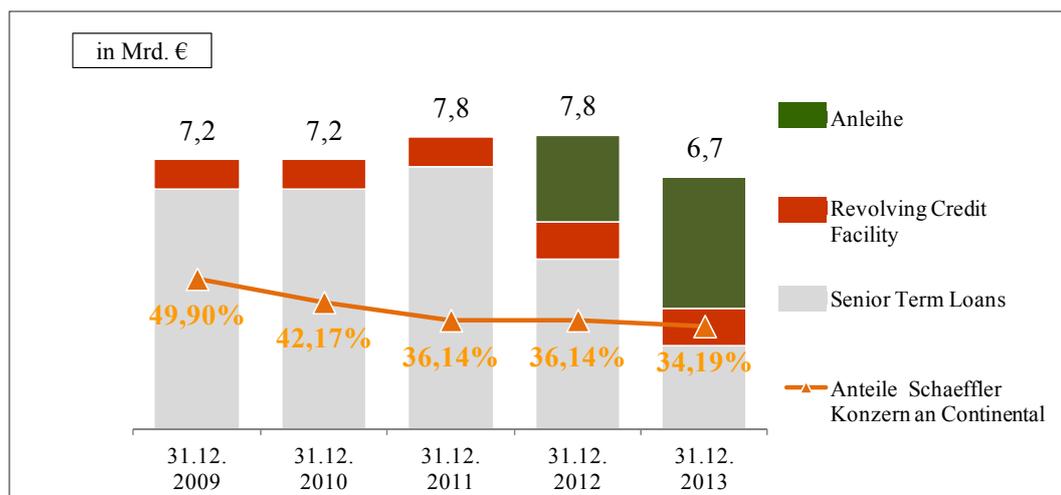
235 Vgl. Geschäftsbericht der Schaeffler Gruppe 2010, S. 4.

der Kennzahlen des ersten Halbjahres im Vergleich zu den Geschäftsjahren 2010–2013 aus. Ein bilanzanalytisch korrekter Vergleich kann daher nur zwischen identischen Zeiträumen erfolgen. Zur Verdeutlichung dieses Problems werden auch die entsprechenden Werte des HJ1 2014 dargestellt.

Besonders hervorzuheben ist in Abbildung 33, dass die Verschuldung bis Mitte 2014 immer noch auf einem ähnlichen Niveau liegt wie in 2009. Im Unterschied zur damaligen Situation beträgt der Anteilsbesitz an der Continental AG per 30.06.2014 jedoch nur noch 46 % während in 2009 knapp 90 % der Continental-Anteile von Schaeffler<sup>236</sup> gehalten wurden. Es zeigt sich also, dass die durchgeführten Anteilsveräußerungen von Continental-Aktien nicht wesentlich zur Entschuldung der IHO Gruppe beitragen konnten.

Die Entwicklung der Verschuldungssituation im Konzern im Verhältnis zum Anteilsbesitz an Continental für die Schaeffler Gruppe zeigt Abbildung 34 nochmals im Detail.

**Abbildung 34: Entwicklung der Finanzschulden<sup>237</sup> Schaeffler Gruppe versus Entwicklung des Anteilsbesitzes der Schaeffler Gruppe an der Continental AG**



In Abbildung 34 zeigt sich die im Zeitablauf zunehmende Kapitalmarktausrichtung des Unternehmens. Seit Januar 2012<sup>238</sup> werden in wachsendem Maße Unternehmensanleihen begeben, welche die bisherigen Senior Term Loans<sup>239</sup> ersetzen. Durch den Tausch von

236 49,9 % der Anteile wurden direkt von Schaeffler gehalten, während weitere 40 % von kooperierenden Banken (M.M. Warburg und Metzler) gehalten wurden.

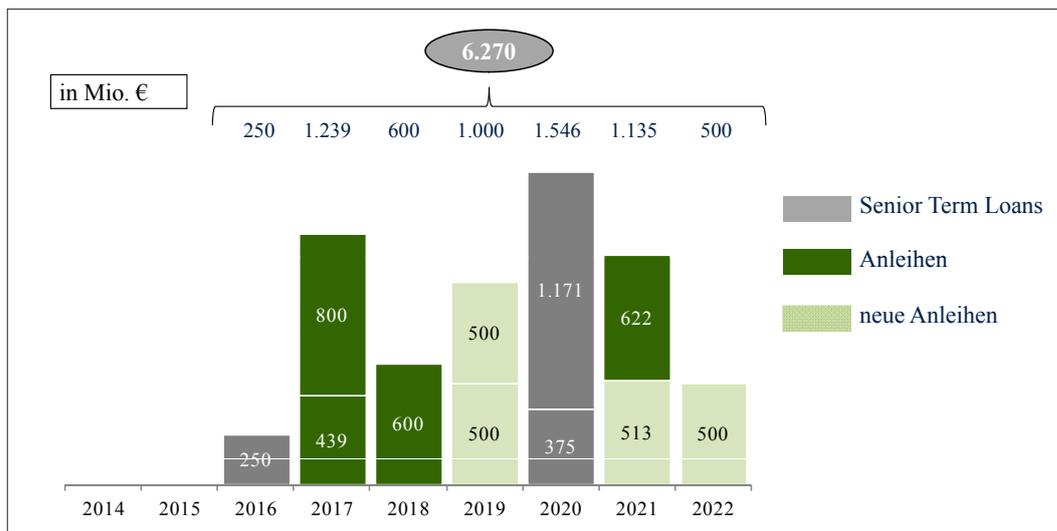
237 Dargestellt sind die zum Bilanzstichtag bestehenden kreditvertraglichen Darlehensvolumina sowie ausgegebene Anleihen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Revolving Credit Facility (kurzfristig ausnutzbare Betriebsmittellinie beziehungsweise Kontokorrentkredit) lediglich eine dem Konzern zur Verfügung stehende Liquiditätsquelle darstellt und zu den jeweiligen Bilanzstichtagen nicht vollumfänglich in Anspruch genommen war (vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 107 f.).

238 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 52.

239 Unter Senior Term Loans sind vorrangige Darlehen zu verstehen. Üblicherweise werden diese in mehrere Tranchen aufgeteilt. Die Term Loans A werden regelmäßig getilgt, während die übrigen Tranchen (B, C,...) erst bei Fälligkeit zurückgezahlt werden (vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim 2013, S. 285; Deutsche Bundesbank 2007, S. 17).

Kreditfinanzierung in Anleihefinanzierung gelingt es der Schaeffler Gruppe die Fälligkeitsstruktur zu entzerren und die gesamte Zinsbelastung zu verringern. Es handelt sich somit um eine klassische Refinanzierung des Unternehmens. Nachfolgende Abbildung 35 verdeutlicht nochmals die Optimierung der Fälligkeitsstruktur durch Anleiheemissionen.

**Abbildung 35: Fälligkeitsstruktur der Schaeffler Gruppe per 30.06.2014<sup>240</sup>**



Aufgrund obiger Ausführungen zur Schaeffler beziehungsweise IHO Gruppe ist per se zu erwarten, dass die Kennzahlen zur finanzwirtschaftlichen Analyse aufgrund der Verschuldungssituation grundsätzlich eine negative Tendenz zeigen. Hieraus ergeben sich Detailfragen, inwiefern

- der Schaeffler Konzern in der Lage ist, trotz seiner Verschuldung in ausreichendem Maße zu investieren?
- sich die bislang gute Entwicklung im operativen Geschäft in einer verbesserten Kapitaldienstfähigkeit niederschlägt?

Im Folgenden wird versucht obige Fragen auf Basis der bereits in Kapitel 3.3 vorgestellten Kennzahlen zu beantworten. Doch zuvor werden die Schritte der bisherigen finanzwirtschaftlichen Restrukturierung und die hieraus resultierende Struktur der derzeit bestehenden Finanzschulden einer näheren Betrachtung unterzogen.

#### 4.5 Finanzwirtschaftliche Restrukturierung

Nachdem Anfang 2009 die drohende Insolvenz der Schaeffler Gruppe abgewendet werden konnte, geht es bis zum heutigen Tag darum, die Verschuldung der IHO-

<sup>240</sup> Vgl. Schaeffler Gruppe 2014b, S. 18. Die Differenz des Gesamtschuldenstands im Vergleich zu Abbildung 34 (Differenz von ca. 430 Mio. €) ergibt sich zum einen aus unterschiedlichen Datenständen (31.12.2013 versus 30.06.2014). Zum anderen ist in Abbildung 34 auch die zur Verfügung stehende Revolving Credit Facility mit abgebildet.

beziehungsweise Schaeffler Gruppe wieder zu reduzieren. In einem ersten Schritt zur finanzwirtschaftlichen Restrukturierung einigte sich die Schaeffler Gruppe in 2009 mit ihren finanzierenden Banken auf eine grundlegende Refinanzierung der bestehenden Verbindlichkeiten. Im Rahmen dieser Neuausrichtung der Unternehmensfinanzierung wurden die Verbindlichkeiten der Schaeffler Gruppe zwischen den Holding- und operativen Gesellschaften aufgeteilt.<sup>241</sup> Als wesentliches Ereignis ist in diesem Zusammenhang der Verkauf von 29,7 Mio. Stück Continental-Aktien im März 2011 aus den Beständen der Bankhäuser M.M. Warburg und Metzler anzusehen.<sup>242</sup> Auch in den sich anschließenden Jahren 2012 und 2013 wurden weitere Aktien der Continental AG von Schaeffler veräußert. Letztmalig wurden im September 2013 7,8 Mio. Stück Continental-Aktien von Schaeffler veräußert.<sup>243</sup> Damit sank die Beteiligung an der Continental AG auf den aktuellen Stand von insgesamt 46 % (34,2 % Schaeffler AG und 11,8 % INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG).<sup>244</sup> Mit dieser Beteiligungshöhe kann sich die IHO Gruppe dauerhaft die Präsenzmehrheit auf den Hauptversammlungen der Continental AG sichern und somit die Hauptversammlungsbeschlüsse bestimmen. Es ist grundsätzlich davon auszugehen, dass sich die IHO Gruppe ihre Präsenzmehrheit auch künftig erhalten möchte, so dass nicht mit weiteren Verkäufen von Continental-Anteilen zu rechnen ist.

Parallel zu den Anteilsverkäufen sollte das Unternehmen zur Kapitalmarktfähigkeit geführt werden. Hierzu wurde die Schaeffler KG in 2011 in die Schaeffler Technologies GmbH & Co. KG umgewandelt. Das operative Geschäft der Schaeffler Gruppe und die Beteiligung an Continental wurden unter der neu gegründeten Schaeffler GmbH zusammengefasst. Diese wurde wiederum im letzten Quartal 2011 in die Schaeffler AG umgewandelt.<sup>245</sup> Durch die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft sollte das Unternehmen einen verbesserten Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten erhalten.<sup>246</sup> Ein Börsengang war zu diesem Zeitpunkt jedoch nicht geplant.<sup>247</sup>

Durch die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft war somit der Weg frei für das nächste Zwischenziel im Rahmen der Refinanzierung. Seit Januar 2012 vergeben die Rating-Agenturen Standard & Poor's und Moody's ein Unternehmens- sowie Anleihenrating<sup>248</sup> für die Schaeffler AG<sup>249</sup>. In 2012 konnte Schaeffler erstmalig an den interna-

241 Vgl. Pressemitteilung Schaeffler AG vom 17.07.2013.

242 Vgl. Pressemitteilung Schaeffler AG vom 28.03.2011

243 Jeweils zur Hälfte von der Schaeffler Gruppe und den Holding-Gesellschaften (vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 106 und S. 157).

244 Vgl. Schaeffler Gruppe 2014c, S. 19; Pressemitteilung Schaeffler AG vom 17.09.2013.

245 Geschäftsbericht Schaeffler AG 2011, S. 10.

246 Vgl. Pressemitteilung Schaeffler AG vom 28.03.2011.

247 Vgl. Pressemitteilung Schaeffler AG vom 13.10.2011.

248 Während ein Unternehmensrating die Kreditwürdigkeit des gesamten Unternehmens einschätzt, erfolgt bei einem Anleihenrating eine Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit einzelner von einem Unternehmen emittierter Anleihen. Dabei kann es zu Unterschieden zwischen Unternehmensrating und dem Rating von Anleihen des Emittenten kommen. Dies kann beispielsweise dann der Fall sein, wenn eine Anleihe nur noch eine kurze Laufzeit aufweist, während das Unternehmensrating auf einen längeren Zeithorizont ausgerichtet ist.

249 Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 53.

tionalen Kapitalmärkten Anleihen mit einem Volumen von 2,0 Mrd. € sowie Kredite in Höhe von 1,4 Mrd. € platzieren. Auch in 2013 und 2014 wurden liquide Mittel über die Ausgabe weiterer Anleihen beschafft. In 2014 hingegen fand neben der erneuten Platzierung von Anleihen auch zum ersten Mal die vorzeitige Rückzahlung früherer Anleiheemissionen statt. Nachfolgende Abbildung 36 zeigt den Stand der Anleiheemissionen der IHO Gruppe per 30.06.2014 nochmals im Überblick.

Abbildung 36: Von der IHO Gruppe emittierte Anleihen per 30.06.2014<sup>250</sup>

ISIN	Währung	Nominalwert in Mio.€*	Kupon	Emission	Fälligkeit	
XS0954907787	EUR	800	6,875%	24.07.2013	15.08.2018	Emittent: Schaeffler Holding Finance B. V.
US80626PAA84	USD	730	6,875%	24.07.2013	15.08.2018	
ISIN	Währung	Nominalwert in Mio.€*	Kupon	Emission	Fälligkeit	
XS0741938624	EUR	800	7,75%	09.02.2012	15.02.2017	Emittent: Schaeffler Finance B. V.
US806261AC75	USD	438	7,75%	09.02.2012	15.02.2017	
XS0923613060	EUR	600	4,25%	29.04.2013	15.05.2018	
XS1067862919	EUR	500	2,75%	08.05.2014	15.05.2019	
XS1067864881	EUR	500	3,25%	08.05.2014	15.05.2019	
US806261AJ29	USD	620	4,75%	08.05.2014	15.05.2021	
US806261AE32	USD	511	4,25%	29.04.2013	15.05.2021	
XS1067864022	EUR	500	3,50%	08.05.2014	15.05.2022	
<b>Summe</b>		<b>5.999</b>				
XS0801261156	EUR	326	6,75%	29.06.2012	01.07.2017	
XS0741939788	EUR	400	8,75%	09.02.2012	15.02.2019	
USN77608AA00	USD	365	8,50%	09.02.2012	15.02.2019	

\* Umrechnungskurs:  
EUR/USD = 1,37

Zu Abbildung 36 ist anzumerken, dass die Gesamtsumme der derzeit im Umlauf befindlichen Anleihen nicht mit der aktuellen Summe auf der Homepage der Unternehmensgruppe übereinstimmt. Die Differenz ergibt sich aufgrund sich ändernder Wechselkurse bei den in USD emittierten Anleihen. Des Weiteren hat die Schaeffler Holding Finance B. V. im Oktober 2014 drei neue Anleihen ausgegeben, die ebenfalls nicht in der obigen Abbildung 36 enthalten sind. Diese neu emittierten Anleihen sollen zur Refinanzierung der Verbindlichkeiten auf der Holding-Ebene genutzt werden.<sup>251</sup> Bei der Darstellung der Anleihestruktur wurde bewusst auf die Daten per 30.06.2014 zurückgegriffen, da zu diesem Zeitpunkt im Rahmen einer Kapitalmarktpräsentation sowohl die Anleihe- als auch die Darlehensstruktur der gesamten IHO Gruppe publiziert wurde und somit eine Gesamtdarstellung der zu diesem Zeitpunkt bestehenden Struktur der Finanzschulden der IHO Gruppe möglich ist.

Auch bei den Darlehensverbindlichkeiten fand eine grundlegende Neustrukturierung

250 Schaeffler Gruppe 2014b, S. 19; Unternehmenshomepage.

251 Vgl. Pressemitteilung Schaeffler AG vom 21.10.2014. Bei den neu ausgegebenen Anleihen handelt es sich um eine 7-jährige Anleihe i. H. v. 350 Mio. € zu 5,75 %, eine 5-jährige Anleihe i. H. v. 475 Mio. USD zu 6,25 % sowie eine 8-jährige Anleihe i. H. v. 675 Mio. USD zu 6,75 %.

statt, die jedoch nicht so öffentlichkeitswirksam umgesetzt wurde wie die Platzierung von Anleihen am Kapitalmarkt. Erste Informationen zum Abschluss neuer Kreditvereinbarungen wurden in 2012 veröffentlicht.<sup>252</sup> Durch mehrere Umschuldungsschritte konnten die gesamten Finanzierungskosten gesenkt und das Fälligkeitsprofil verlängert werden.<sup>253</sup> Diese Schritte mündeten letztlich zu der in Abbildung 37 dargestellten Darlehensstruktur für die IHO Gruppe.

**Abbildung 37: Darlehensstruktur der IHO Gruppe per 30.06.2014<sup>254</sup>**

Tranche	Nominalwert in Mio.€	Zinssatz	Fälligkeit
Junior Term Loan B1	905	E+5,25%	Juni 2017
Junior Term Loan B2	354	8,50% PIK	Juni 2017
Junior Term Loan B3	110	E+1,25% + 5,25% PIK	Juni 2017
Junior Term Loan B4	286	E+5,25%	Juni 2017
Junior RCF (200 Mio.€)	-	E+5,25%	Juni 2017
<b>Summe Schaeffler-Holding</b>	<b>1.655</b>		

Tranche	Nominalwert in Mio.€	Zinssatz	Fälligkeit
Senior Term Loan D	250	E+2,875%	Juli 2016
Senior Term Loan E (EUR)	375	E+3,00%	Mai 2020
Senior Term Loan E (USD)*	1.168	L+3,00%	Mai 2020
Senior RCF (1.000 Mio.€)	-	E+2,875%	Juli 2016
<b>Summe Schaeffler-Gruppe</b>	<b>1.793</b>		
<b>Summe IHO-Gruppe</b>	<b>3.448</b>		

IHO Gruppe

Schaeffler Holding

Schaeffler Gruppe

\* Umrechnungskurs:  
EUR/USD = 1,37

In Abbildung 37 wird nochmals die bereits erwähnte typische Aufteilung des gesamten Kreditvolumens in unterschiedliche Tranchen deutlich, die sich hinsichtlich Laufzeiten, Verzinsung und im Regelfall auch Rückzahlungsmodalitäten unterscheiden.<sup>255</sup> Des Weiteren ist bei einzelnen Kredittranchen in der Spalte „Zinssätze“ auch das Kürzel „PIK“ zu finden. Hierbei handelt es sich um so genannte Pay-in-kind-Vereinbarungen. Bei diesen hat der Kreditnehmer die Wahl, ob er während der Laufzeit des Kredits Zinszahlungen leistet oder erst zum Fälligkeitszeitpunkt, die bis dahin aufgelaufenen (kapitalisierten) Zinsen zuzüglich des Tilgungsbetrags in einer Summe zahlt.<sup>256</sup> Bei einer Rückzahlung der Zinsen zum Fälligkeitszeitpunkt kommt es aufgrund des Zinsseszins-effekts während der Kreditlaufzeit zu einer weiter ansteigenden Verschuldung, was sich dann auch an den Kennzahlen des Unternehmens ablesen lässt.

252 Vgl. Pressemitteilung Schaeffler AG vom 27.01.2012.

253 Vgl. u. a. Pressemitteilung Schaeffler AG vom 08.05.2014.

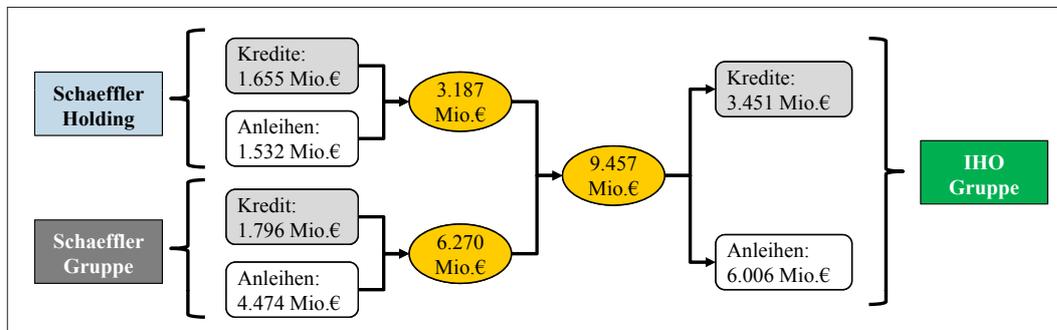
254 Schaeffler Gruppe 2014b, S. 19.

255 Neben den bereits erwähnten Senior Term Loans enthält Abbildung 37 auch Junior Term Loans. Dies sind im Regelfall den Ansprüchen anderer Gläubiger nachrangig gestellte Darlehen. Sie sind unbesichert und haben für den Kreditgeber ein höheres Ausfallrisiko als die Senior Term Loans (vgl. Maurenbrecher, Benedikt/Frick, Jürg 2010, S. 57 f.).

256 Vgl. Deutsche Bundesbank 2007, S. 21.

Abschließend zeigt Abbildung 38 eine zusammenfassende Darstellung der Struktur der Finanzschulden der IHO Gruppe per 30.06.2014.

**Abbildung 38: Überblick Finanzschulden der IHO Gruppe per 30.06.2014**<sup>257</sup>



Im Geschäftsbericht 2013 berichten die Gesellschafter der Schaeffler Gruppe von deutlichen Fortschritten bei der Reduzierung der lang- und kurzfristigen Finanzschulden des Konzerns im abgelaufenen Geschäftsjahr.<sup>258</sup> Diese Aussage ist zwar für die Entwicklung von 2012 auf 2013 richtig, verschleiert allerdings nach Ansicht der Autoren dieser Ausarbeitung, dass langfristig keine deutliche Reduktion der Finanzschulden stattfand. So konnten die lang- und kurzfristigen Finanzschulden der Schaeffler Gruppe von in Summe 6.481 Mio. € zum 31.12.2009 bis zum 30.06.2014 nur auf 6.270 Mio. € verringert werden. Dies entspricht einem leichten Rückgang von -3,3 % in viereinhalb Jahren!

Nach der Analyse der Verschuldungsentwicklung und der aktuellen Verschuldungsstruktur der IHO Gruppe sowie der Schaeffler Gruppe wird der Schaeffler Konzern in den folgenden Ausführungen einer umfangreichen finanzwirtschaftlichen Analyse unterzogen. Mit Hilfe dieser Untersuchung soll herausgearbeitet werden, ob die derzeitige Verschuldungssituation der Schaeffler Gruppe als angemessen oder eher risikobehaftet einzuschätzen ist.

In den folgenden Ausführungen kommen dabei die in Kapitel 3.1 dargestellten Techniken zum Einsatz (Zeitreihenentwicklung, Soll-Ist-Vergleiche, Unternehmensvergleiche). Dabei werden sämtliche Kennzahlen in ihrer Entwicklung für eine Zeitreihe von 2010–HJ1 2014 dargestellt. Ergänzend werden diese Kennzahlen noch mit Sollwerten beziehungsweise mit den entsprechenden Kennzahlen anderer Unternehmen verglichen. Allerdings erfolgen diese Vergleiche nur punktuell. Dies zum einen, weil nicht für alle ermittelten Werte auch Soll-Vorgaben existieren. Zum anderen würde ein detaillierter Vergleich mit Wettbewerbern den Umfang der vorliegenden Ausarbeitung sprengen. Vielmehr soll exemplarisch gezeigt werden, welche weiterführenden Infor-

<sup>257</sup> Eigene Darstellung, Werte aus Schaeffler Gruppe 2014b, S. 19.

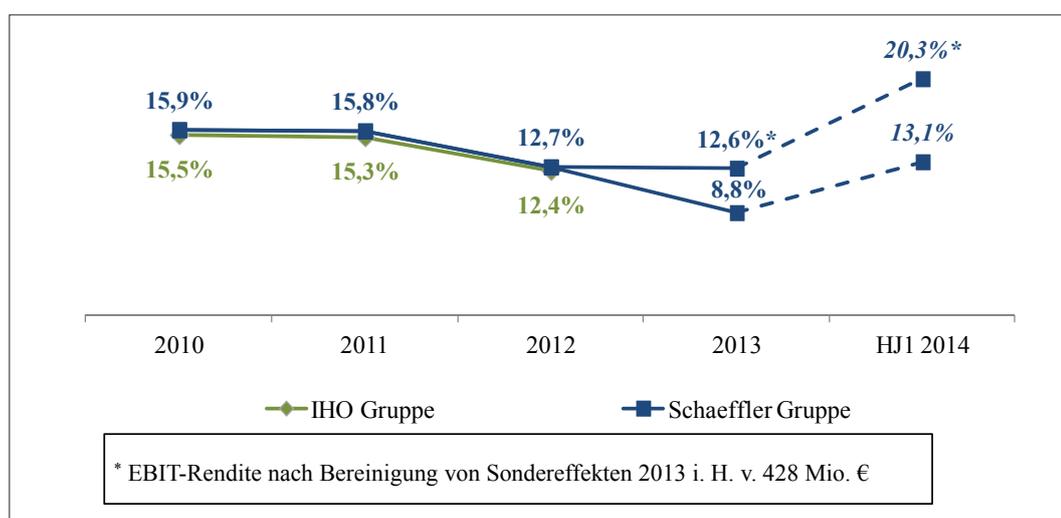
<sup>258</sup> Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 11.

mationen über Soll-Ist-Vergleiche und Unternehmensvergleiche im Rahmen der Unternehmensanalyse generiert werden können.

#### 4.6 Analyse der Ertragslage in der Schaeffler Gruppe

Im Rahmen der Ertragslage geht es zunächst darum, mit Hilfe geeigneter Kennzahlen die Schaeffler Gruppe hinsichtlich ihrer Ertragsstärke einzuschätzen. Zunächst wird die Entwicklung der *Umsatzrendite*<sup>259</sup> in Abbildung 39 analysiert.

**Abbildung 39: Entwicklung der Umsatzrendite IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



Deutlich wird, dass es dem Unternehmen nicht gelungen ist, trotz steigender Umsätze<sup>260</sup> auch steigende Ergebnisse zu erwirtschaften. Vielmehr ist das EBIT im Zeitablauf bis 2013 rückläufig, was sich in einer rückläufigen Umsatzrendite niederschlägt. Das EBIT in 2013 ist von einer Besonderheit geprägt. Erstmals wird neben dem EBIT laut Gewinn- und Verlustrechnung in Höhe von 982 Mio. € auch ein um Sondereffekte<sup>261</sup> bereinigtes EBIT in Höhe von 1.410 Mio. € ausgewiesen. Doch selbst bei Berechnung der Umsatzrendite für 2013 mit dem von Seiten der Geschäftsführung ermittelten bereinigten EBIT ergibt sich lediglich eine stagnierende Rendite von 12,6%. Der deutlich höhere Wert der Umsatzrendite im ersten Halbjahr 2014 weist auf eine unterjährige Erholung der Ertragsstärke hin. Allerdings ist dieser Wert zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht als Trendumkehr zu werten. Um eine solche Aussage letztlich als gesichert anzusehen, muss die Entwicklung für das gesamte Jahr 2014 abgewartet werden, da sich

259 Bei der Ermittlung der Umsatzrendite wurde im Zähler das EBIT im Sinne eines operativen Ergebnisses verwendet.

260 Vgl. zur Entwicklung der Basiswerte Anhang I: Kennzahlentabelle Schaeffler Gruppe.

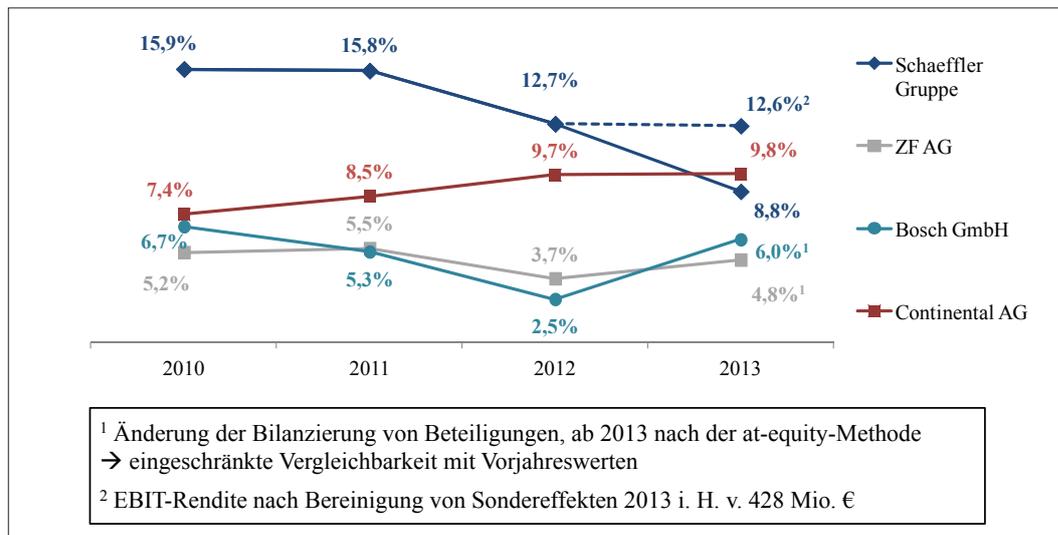
261 Bei den Sondereffekten handelt es sich um Aufwendungen für Restrukturierungsmaßnahmen (48 Mio. €) sowie die Bildung einer Rückstellung für ein laufendes EU-Kartellverfahren i. H. v. 380 Mio. € (vgl. beispielsweise Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. U2 und S. 13).

aufgrund unterjähriger Konjunkturzyklen im Geschäftsablauf für das zweite Halbjahr eine gänzlich andere Entwicklung als für das erste Halbjahr ergeben kann. Gleichzeitig zeigt sich in Abbildung 39 durch die nahezu identischen Verläufe der Umsatzrenditen für die IHO Gruppe und die Schaeffler Gruppe in der Vergangenheit, dass die Ergebnisse nahezu ausschließlich auf Ebene der Schaeffler Gruppe erwirtschaftet werden. Für die Jahre 2013 und 2014 lagen auf Ebene der IHO Gruppe zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieser Ausarbeitung noch keine Daten vor.

Vor diesem Hintergrund werden die Kennzahlen in den nachfolgenden Ausführungen grundsätzlich auf Ebene der Schaeffler Gruppe interpretiert, informatorisch aber auch für die IHO Gruppe dargestellt.

Um das soeben ermittelte Niveau der Umsatzrendite hinsichtlich ihres Aussagegehalts besser einschätzen zu können, wurden auch die entsprechenden Kennzahlen bei den wesentlichen Wettbewerbern ZF AG, Bosch GmbH sowie der Schaeffler-Beteiligung Continental AG ermittelt. Dabei wurden die Kennzahlen auf Gesamtunternehmensebene dargestellt, um die Probleme, die sich bei einer Bereinigung der nicht direkt mit der Schaeffler AG vergleichbaren Sparten ergeben können, zu umgehen.<sup>262</sup>

**Abbildung 40: Umsatzrendite von Automobilzulieferunternehmen im Vergleich 2010–2013**



In Abbildung 40 wird deutlich, dass die Schaeffler Gruppe auf operativer Ebene in der Vergangenheit als ertragsstark bezeichnet werden kann. Dies ist vor allem im direkten Vergleich der EBIT-Renditen mit ebenfalls international tätigen deutschen Automobilzulieferern zu erkennen, deren Renditen zumindest in 2013 ebenfalls auf einem zufriede-

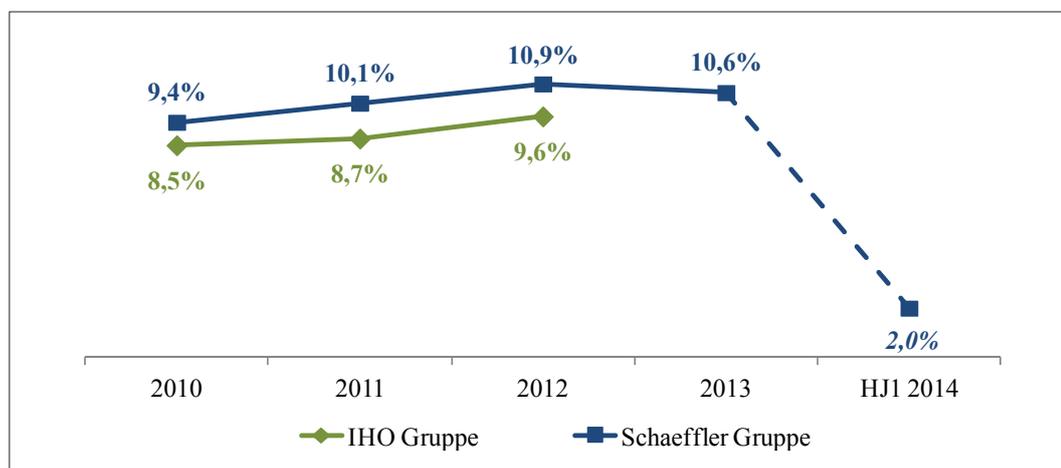
262 So ergibt sich beispielsweise für die Continental AG im obigen Betrachtungszeitraum eine Umsatzrendite von durchschnittlich 8,8 %. Durchaus vertretbar wäre es, das Reifengeschäft aus einer solchen Betrachtung herauszulösen, weil beispielsweise die Schaeffler AG nicht über eine solche Sparte verfügt und damit ein direkter Vergleich der beiden Konzerne miteinander nicht möglich ist. Bei einer derartigen Bereinigung der Continental AG-Zahlen würde sich die durchschnittliche Umsatzrendite im Betrachtungszeitraum auf nur noch 6,0 % reduzieren.

denstellenden Niveau liegen, jedoch nicht an die Ertragsstärke des Schaeffler Konzerns heranreichen. Einschränkend ist in Abbildung 40 für das Jahr 2013 anzumerken, dass bei der ZF AG und der Bosch GmbH ein Wechsel in der Bilanzierung von Beteiligungen von der Quotenkonsolidierung hin zur at-Equity-Bewertung vorgenommen werden musste.<sup>263</sup> Daher sind die dargestellten Kennzahlen für 2013 nur eingeschränkt mit den Vorjahreswerten vergleichbar. Darüber hinaus hatte bei der Bosch GmbH in 2013 die Anwendung der IFRS 5 Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung: Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und aufgegebene Geschäftsbereiche werden ab 2013 unterhalb des EBIT separat ausgewiesen, wodurch ebenfalls die Vergleichbarkeit mit den Vorjahreswerten eingeschränkt wird.<sup>264</sup>

Auch bei einem Vergleich mit entsprechenden Umsatzrenditen aus verschiedenen Studien und Erhebungen zeigt sich die bisherige Ertragsstärke des Schaeffler-Konzerns. So ermittelte die IKB<sup>265</sup> für das Jahr 2012 eine durchschnittliche Umsatzrendite im Automobilzulieferbereich von 4,5 %, während eine Studie von Roland Berger/Lazard<sup>266</sup> auf internationaler Ebene für die Jahre 2010–2013 eine EBIT-Rendite in der Größenordnung von 6,5 % p. a. ermittelt.

Nachdem festzustellen ist, dass die Schaeffler Gruppe trotz im Zeitablauf rückläufiger Umsatzrenditen immer noch als ertragsstark einzuschätzen ist, wird zusätzlich zur Umsatzrendite noch die Entwicklung der *Cashflow-Umsatzrate*<sup>267</sup> betrachtet.

**Abbildung 41: Entwicklung der Cashflow-Umsatzrate IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



Die Analyse der Cashflow-Umsatzrate zeigt einen wesentlich positiveren Trend als die Entwicklung der Umsatzrendite. Im Betrachtungszeitraum liegt sie nahezu immer auf

263 Vgl. Geschäftsbericht ZF AG 2013, S. 53; Geschäftsbericht Bosch GmbH 2013, S. 69.

264 Vgl. Geschäftsbericht Bosch GmbH 2013, S. 70.

265 Vgl. IKB 2013, S. 9. Ermittelt wurde das Verhältnis Betriebsergebnis zu Umsatz für Automobilzulieferer mit einem Umsatz größer 250 Mio. €.

266 Vgl. Roland Berger/Lazard 2013, S. 7.

267 Zur Berechnung wurde hierbei im Zähler der operative Cashflow herangezogen.

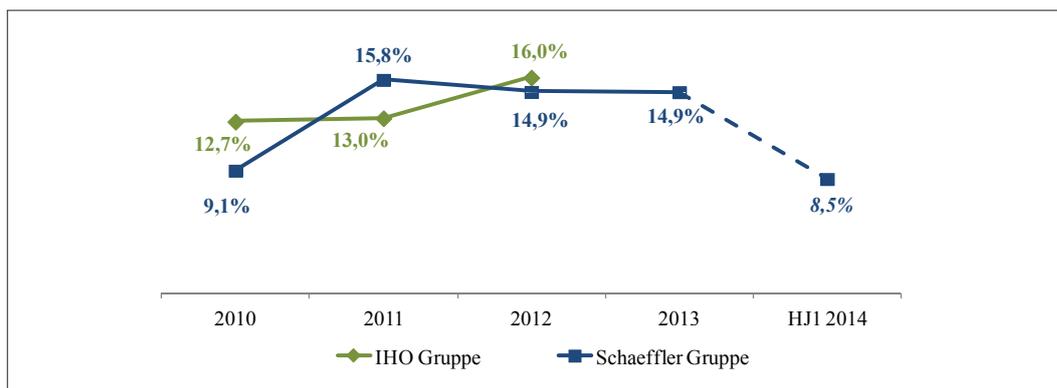
einem Niveau von leicht über 10 %. Somit kann festgestellt werden, dass es dem Unternehmen nicht nur gelingt im operativen Geschäft positive Ergebnisse zu generieren, sondern dass gleichzeitig im operativen Bereich hohe Zahlungszuflüsse entstanden sind, was sich positiv auf die Fähigkeit auswirkt, Investitionen zu tätigen und Kapitaldienste zu leisten. Jedoch ist einschränkend zu beachten, dass operativ zufriedenstellende Ergebnisse und Cashflows nicht zwangsläufig ausreichen müssen, um fälligen Verpflichtungen nachzukommen. Erst eine Detailanalyse der Kapitalflussrechnung rundet hier das Bild ab. Diese Detailanalyse erfolgt im Rahmen der vorliegenden Ausarbeitung in Kapitel 4.9.

In Abbildung 41 zeigt sich deutlich die Problematik eines Vergleichs unterschiedlicher Zeiträume. Die Cashflow-Umsatzrate für das erste Halbjahr 2014 stellt sich wesentlich negativer dar als in den Geschäftsjahren zuvor.<sup>268</sup> Wie bereits bei der Entwicklung der Umsatzrendite kann auch dieser Wert erst nach Abschluss des Geschäftsjahres 2014 belastbar in die Analyse einbezogen werden.

Neben den Ertragskennzahlen zur Gewinn- und Verlustrechnung sind auch die erwirtschafteten Kapitalrenditen hinsichtlich einer Einschätzung zur Rentabilität der Schaeffler Gruppe von Bedeutung. Nachfolgend werden daher die Gesamt- und die Eigenkapitalrendite ermittelt.

Nachfolgende Abbildung 42 zeigt zunächst die Entwicklung der *Gesamtkapitalrendite*<sup>269</sup> für den Betrachtungszeitraum. Diese Kapitalrendite ist vor allem für den externen Analytiker von hoher Bedeutung, da sie den Vergleich verschiedener Unternehmen ermöglicht, unabhängig von deren Verschuldungsgrad. Sie ist somit besser als die Eigenkapitalrendite geeignet, um die Leistungsfähigkeit eines Unternehmens einzuschätzen.<sup>270</sup>

**Abbildung 42: Entwicklung der Gesamtkapitalrendite IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



268 Ursächlich hierfür war die Zahlung einer EU-Kartellstrafe in Q2 2014 i. H. v. 370,5 Mio. €, für die in 2013 eine Rückstellung gebildet wurde (vgl. Zwischenbericht Schaeffler AG zum 30. Juni 2014, S. 24).

269 Im Gegensatz zur Umsatzrendite wird bei der Ermittlung von Gesamt- und Eigenkapitalrendite im Zähler die Größe EBT (Earnings before Taxes = Ergebnis vor Steuern) verwendet. Hierdurch wird in der Kapitalverzinsung auch die von der Continental AG erhaltene Dividende mit berücksichtigt.

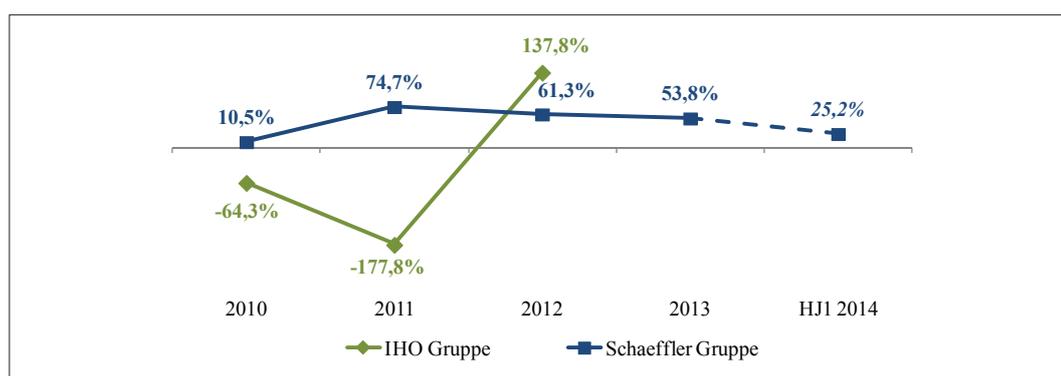
270 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten 2012, S. 63.

Nach einem recht geringen Wert in 2010 steigt die Gesamtkapitalrendite der Schaeffler Gruppe in 2011 auf einen Spitzenwert im Betrachtungszeitraum von nahezu 16 % an. In der Literatur wird dabei ein Wert von 10 % oder mehr bei der Gesamtkapitalrendite als positiv interpretiert.<sup>271</sup> Da die Gesamtkapitalrendite nicht durch den Verschuldungsgrad bzw. die Kapitalstruktur eines Unternehmens beeinflusst wird, findet sie oftmals bei Unternehmensvergleichen Anwendung.<sup>272</sup> Ein entsprechender Vergleich mit der Automobilzulieferbranche ergibt für die Jahre 2010–2012 durchschnittliche Gesamtkapitalrenditen zwischen 9 % und 10,5 %<sup>273</sup>, so dass insgesamt gesehen die Schaeffler Gruppe auch bei dieser Renditekennzahl auf einem guten Niveau liegt. Der deutlich geringere Wert für das HJ1 2014 besitzt wiederum lediglich einen informatorischen Charakter. Des Weiteren kann die Gesamtkapitalrendite aber auch mit den Fremdkapitalzinsen am Kapitalmarkt verglichen werden. Liegen die Fremdkapitalzinsen unterhalb der erwirtschafteten Gesamtkapitalrendite, kann die Aufnahme von Fremdkapital zu einer Steigerung der Eigenkapitalrendite führen (Leverage-Effekt).<sup>274</sup>

Somit zeigt sich, dass die Schaeffler Gruppe durchaus in der Lage war, im Betrachtungszeitraum ihr Kapital mit einer gleichbleibenden Effizienz im Unternehmen einzusetzen.

Für den Gesellschafter beziehungsweise einen potenziellen Investor ist hingegen die Eigenkapitalrendite von größerem Interesse als die Gesamtkapitalrendite, da sie anzeigt, wie sich die investierten Eigenmittel im Unternehmen verzinst haben. Aufgrund des Leverage-Effekts<sup>275</sup> sollte allerdings die Eigenkapitalrendite stets im Zusammenspiel mit der Gesamtkapitalrendite betrachtet werden. Nachfolgende Abbildung 43 zeigt die *Eigenkapitalrendite* für die IHO- und die Schaeffler Gruppe im Überblick.

**Abbildung 43: Entwicklung der Eigenkapitalrendite IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



271 Vgl. Gräfer, Horst/Schneider, Georg 2010, S. 63.

272 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 373.

273 Vgl. IKB 2013, S. 9. Ermittelt wurde die Gesamtkapitalrendite für Automobilzulieferer mit einem Umsatz größer 250 Mio. €.

274 Vgl. Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd 2012, S. 357; Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerrenkamp, Thorsten 2012, S. 63 sowie Kapitel 2.2.

275 Vgl. Kapitel 2.2.

Auf Ebene der Schaeffler Gruppe zeigt der Verlauf der Eigenkapitalrendite auf den ersten Blick ein ähnliches Bild wie die Entwicklung der Gesamtkapitalrendite. Allerdings liegt die Eigenkapitalrendite mit ihren Werten seit 2011 auf einem wesentlich höheren Niveau als die Gesamtkapitalrendite. Des Weiteren haben sich die Werte der Eigenkapitalrendite seit 2011 deutlich negativ entwickelt (-21 %-Punkte). Dieser Rückgang resultiert aus einem stärkeren Anstieg des Eigenkapitals (+45,3 %) gegenüber dem Anstieg des Ergebnisses vor Ertragsteuern (+4,8 %). Der deutliche Anstieg des Eigenkapitals zwischen 2011 und 2013 hat seinen Ursprung zunächst in einer starken Reduktion des Eigenkapitals in 2011. In diesem Jahr erfolgte eine eigenkapitalmindernde Ausschüttung der zum damaligen Zeitpunkt noch als GmbH firmierenden Schaeffler AG an ihre Gesellschafter.<sup>276</sup> Gleichzeitig ist im Jahr 2011 ein deutlicher Sprung im EBT zu verzeichnen. Das Vorsteuer-Ergebnis hat sich von 350 Mio. € in 2010 auf 1.280 Mio. € in 2011 nahezu vervierfacht, während in den sich anschließenden Jahren 2011–2013 lediglich eine Steigerung von nur noch insgesamt 61 Mio. € zu verzeichnen war. Der Ergebnissprung in 2011 ergab sich aus den at equity bewerteten Anteilen an der Continental AG und ist daher nicht im operativen Ergebnis (EBIT) zu erkennen.

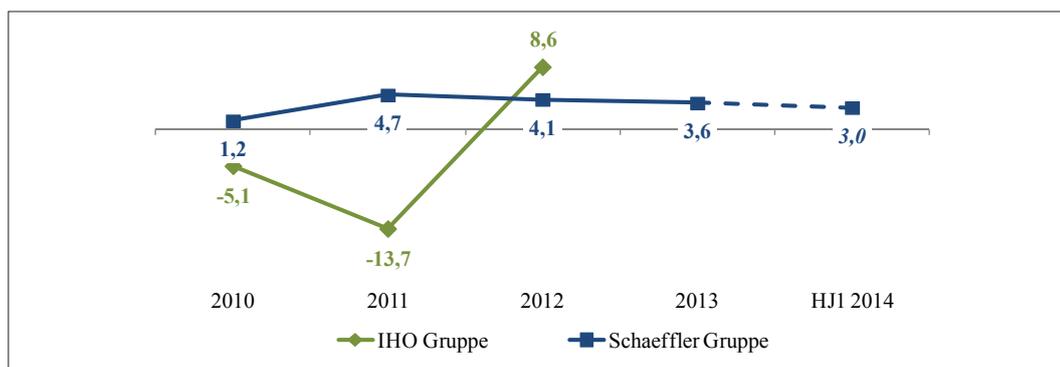
In den Folgejahren konnten die positiven Ergebnisse das reduzierte Eigenkapital wieder erhöhen. Vor diesem Hintergrund relativiert sich die hohe Eigenkapitalrentabilität in 2011 wieder. Vielmehr wurde dieser Wert nur durch eine bewusste Reduktion des Eigenkapitals bei gleichzeitigem Ergebnissprung bei der Schaeffler Gruppe erreicht. Im Laufe der Zeit nähert sich somit die Eigenkapitalrendite wieder einem niedrigeren, allerdings auch als realistischer einzuschätzenden Niveau an. Der Trend einer rückläufigen Eigenkapitalrendite dürfte sich in den kommenden Jahren somit weiter fortsetzen. Insgesamt ist jedoch das Niveau von Gesamt- und Eigenkapitalrendite als zufriedenstellend anzusehen.

Auf Ebene der IHO Gruppe sind vor allem die deutlichen Abweichungen zur Schaeffler Gruppe in den Jahren 2010–2012 auffällig. Hintergrund dieser Entwicklung waren hohe Verluste in den Jahren 2010 und 2011, die das Eigenkapital um 1.000 Mio. € auf einen Wert von nur noch 465 Mio. € per 31.12.2011 absinken ließen. Vor allem das stark negative Finanzergebnis der Jahre 2010 und 2011 von jeweils rund -2.400 Mio. € führten dabei zu dem starken Rückgang des Gesamtergebnisses. Im Jahr 2012 hingegen ist diesbezüglich eine deutliche Verbesserung festzustellen: das Finanzergebnis verbesserte sich auf einen Wert von -1.100 Mio. €. Hierdurch konnte auf Gesamtgruppenebene ein Ergebnis von fast 1.000 Mio. € erzielt werden, was sich auch direkt in dem enormen Anstieg der Eigenkapitalrendite niederschlägt. An dieser Stelle zeigt sich beispielhaft der Einfluss der Finanzschulden auf Holding-Ebene. Während bei der Schaeffler Gruppe das Finanzergebnis in 2010 „nur“ -1.159 Mio. € betrug, wuchs es auf Ebene der IHO Gruppe auf einen Betrag von -2.429 Mio. € an.

276 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2011, S. 129. In diesem Fall wurde die Dividende an die Schaeffler Verwaltungs GmbH abgeführt.

Abschließend wird die Kennzahl *Leverage-Index* ermittelt um zu einer Einschätzung darüber zu gelangen, ob die Veränderung der Eigenkapitalrendite nur auf finanzwirtschaftlichen Faktoren basiert.

**Abbildung 44: Entwicklung des Leverage-Index IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



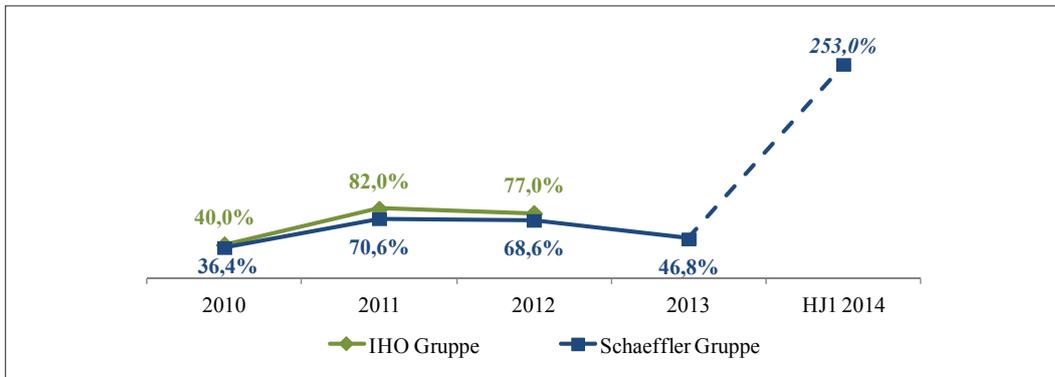
Der Leverage-Index zeigt im Betrachtungszeitraum für die Schaeffler Gruppe permanent einen Wert über eins an. Dies zeigt grundsätzlich an, dass das Unternehmen durch die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital oder die Reduktion von Eigenkapital die Eigenkapitalrendite steigern kann. Der Sprung der Kennzahl von 1,2 in 2010 auf 4,7 in 2011 sowie die sich anschließende Verringerung des Leverage-Index bestätigt nochmals die Vermutung, dass der sehr hohe Wert der Eigenkapitalrendite in 2011 im wesentlichen durch finanztechnische Vorgänge zustande kam und nicht operativ erwirtschaftet wurde. Die Gesamtentwicklung von Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalrendite und Leverage-Index wird somit durch einen enormen (nicht operativen) Ergebnissprung in 2011 sowie die in diesem Jahr bewusst durchgeführte Reduktion des Eigenkapitals beeinflusst.

Insgesamt ist im Rahmen der Rentabilitätsanalyse die Ertragslage der Schaeffler Gruppe als deutlich rentabel einzuschätzen. Allerdings zeigen sich hinsichtlich der künftigen Ergebnisentwicklung erste Anzeichen einer rückläufigen Entwicklung.

#### 4.7 Analyse des Investitionsverhaltens der Schaeffler Gruppe

Nach der Analyse der Ertragskraft der Schaeffler Gruppe erfolgt anschließend die Untersuchung des Investitionsverhaltens. Hiermit soll eine Einschätzung erfolgen, ob das Unternehmen trotz hoher Verschuldung auch weiterhin in der Lage ist, in seine Zukunft zu investieren. Zunächst wird zu diesem Zweck die *Innenfinanzierungskraft* der Schaeffler Gruppe ermittelt.

Abbildung 45: Entwicklung der Innenfinanzierungskraft IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014



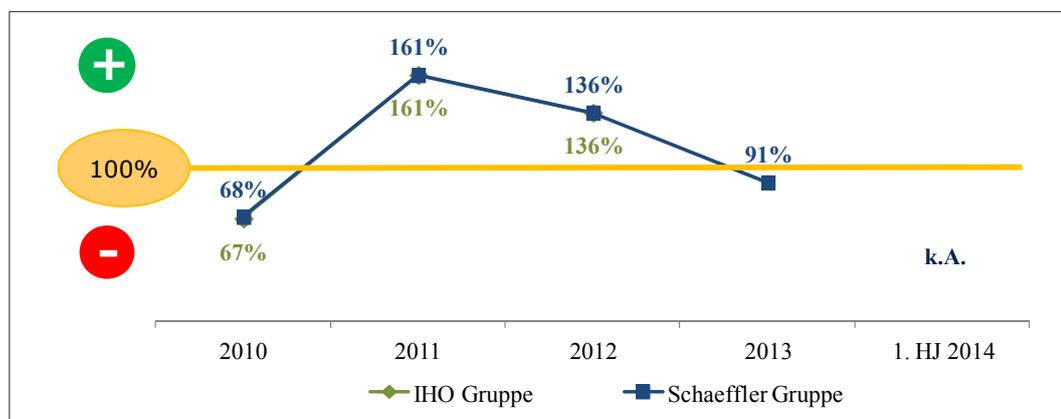
In Abbildung 45 zeigt die Entwicklung der Innenfinanzierungskraft ein ähnliches Bild wie bereits die ermittelten Renditen. Nach einem deutlichen Anstieg von 2010 zu 2011 verläuft die Kennzahl wieder rückläufig. Hintergrund dieser Entwicklung ist die Zunahme des operativen Cashflows im Betrachtungszeitraum, während der Cashflow aus der Investitionstätigkeit nach einem starken Anstieg in 2011 (765 Mio. €) und 2012 (832 Mio. €), in 2013 wieder auf ein geringeres Niveau zurückgefallen ist (554 Mio. €). Diese Entwicklung kann zum einen darin begründet sein, dass dem Unternehmen in 2013 die finanziellen Mittel für Investitionszwecke fehlten. Zum anderen ist es aber ebenfalls möglich, dass die wesentlichen Investitionen in den Jahren 2011/2012 durchgeführt wurden und sich keine größeren Investitionsbedarfe in 2013 ergaben. Ein Indiz für den ersten Erklärungsansatz enthält der Geschäftsbericht 2013, in dem die Unternehmensleitung die Erhöhung des Free Cashflows mit Dividendenzahlungen der Continental AG sowie eine Verringerung der durchgeführten Investitionen begründet.<sup>277</sup> Des Weiteren enthält der Geschäftsbericht des Unternehmens an derselben Stelle den Hinweis, dass der operative Cashflow in 2013 leicht unter demjenigen des Vorjahres lag. Allerdings liegt der operative Cashflow in 2013 mit 1.183 Mio. € immer noch über dem Niveau des Jahres 2010 (890 Mio. €). Der Wert für das HJ1 2014 zeigt nochmals das deutlich geringere Niveau der operativen Cashflows per 30.06.2014 bei ähnlich hohen Investitionszahlungen wie im ersten Halbjahr 2013.<sup>278</sup> Dies könnte gegebenenfalls dazu führen, dass die Investitionstätigkeit im HJ2 2014 reduziert wird, um das Verhältnis des operativen zum Investitions-Cashflow auf Gesamtjahressicht ausgeglichener darzustellen.

Letztlich zeigt der Verlauf der Innenfinanzierungskraft lediglich, dass in jedem Jahr des Betrachtungszeitraums 2010–2013 die durchgeführten Investitionen komplett aus dem operativen Cashflow finanziert werden konnten. Allerdings ist im Anschluss die Frage zu beantworten, ob denn auch die getätigten Investitionen auf einem ausreichenden Niveau stattfanden. Hierzu wird die Kennzahl *Wachstumsquote* herangezogen.

<sup>277</sup> Der Anstieg des Free Cashflows war im Wesentlichen durch die Zahlung einer Dividende von der Continental AG (162 Mio. €) sowie eine Reduktion der Investitionen (-288 Mio. €) positiv beeinflusst (vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 110).

<sup>278</sup> Vgl. Zwischenbericht Schaeffler AG zum 30. Juni 2014, S. 24.

**Abbildung 46: Entwicklung der Wachstumsquote IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



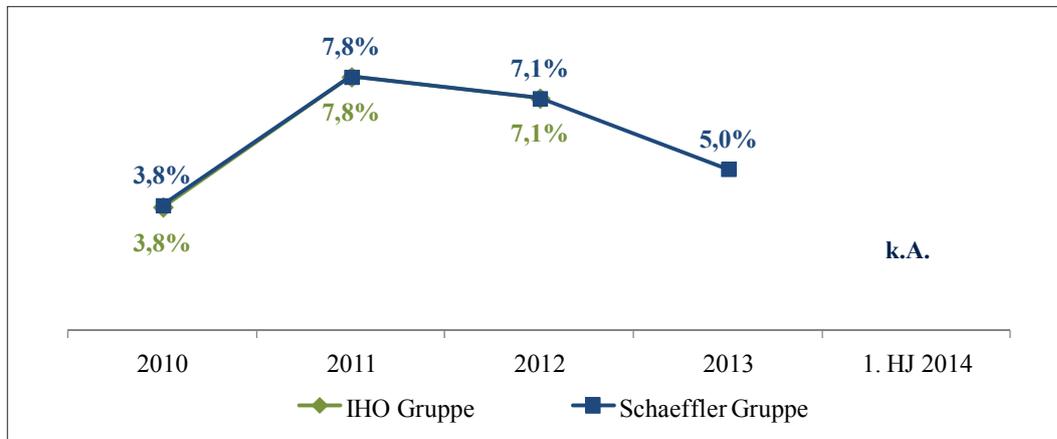
Bei der Entwicklung der Wachstumsquote zeigen sich zwei auffällige Werte. In den Jahren 2010 und 2013 liegt diese Kennzahl unter 100 %, was bedeutet, dass mehr Sachanlagen abgeschrieben wurden als neu investiert wurde. Über einen längeren Zeitraum hinweg führt eine solche Entwicklung zu einer Überalterung des Sachanlagevermögens. Bei einem technologiegetriebenen Unternehmen der Automobilzulieferindustrie stellt dies eine gefährliche Entwicklung dar, da es hier einen Zwang zur kontinuierlichen Weiterentwicklung der Produktpalette gibt.<sup>279</sup> Insofern ist vor allem der Wert in 2013 als weiteres Indiz einer abnehmenden Investitionsneigung anzusehen und entsprechend kritisch zu hinterfragen. An dieser Stelle sei nochmals auf die unter Umständen verzerrenden Wirkungen der gewählten Abschreibungsmethode und der geschätzten Nutzungsdauern auf die Entwicklung der Wachstumsquote hingewiesen.<sup>280</sup> Diese Kennzahl konnte nicht für das HJ1 2014 ermittelt werden, da die Datenbasis aus der Entwicklung des Anlagenspiegels stammt und dieser im Zwischenbericht zum 30.06.2014 nicht enthalten ist. In Abbildung 46 wird deutlich, dass auf Ebene der Holding-Gesellschaften keine Investitionstätigkeiten stattfinden, wodurch der Wert der Kennzahl Wachstumsquote für die Schaeffler Gruppe sowie die IHO Gruppe identisch ist. Dies ist auch nachvollziehbar, da die Holdinggesellschaften der IHO Gruppe vor allem zur Durchführung von Finanztransaktionen sowie dem Halten von Unternehmensbeteiligungen dienen.

Als letzte Kennzahl im Rahmen der Investitionsanalyse wird die Kennzahl *Capital Expenditure* ermittelt.

<sup>279</sup> Vgl. Kapitel 4.2.

<sup>280</sup> Vgl. Kapitel 3.3.3.

**Abbildung 47: Entwicklung der Capital Expenditure IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



In Abbildung 47 zeigt der Verlauf der Capital Expenditure wieder den bekannten Verlauf mit einem Spitzenwert in 2011 und danach fallenden Werten. Der Verlauf resultiert aus steigenden Umsatzerlösen im Betrachtungszeitraum, während das Investitionsvolumen wie bereits erwähnt vor allem in 2013 wieder deutlich reduziert wurde. Ein Vergleich mit verfügbaren Branchendurchschnitten zeigt, dass sich die Kennzahl dort von 4,9 % in 2010 auf 5,9 % in 2012 erhöht hat.<sup>281</sup> Die Schaeffler-Gruppe investiert gemessen an diesen Werten immer noch überdurchschnittlich, wenn auch mit rückläufiger Tendenz. Auch dieser Wert konnte für das HJ1 2014 nicht ermittelt werden.

Darüber hinaus hat die in Abbildung 47 gezeigte Kennzahl bei der Schaeffler Gruppe eine besondere Bedeutung. Zwischen dem Unternehmen und den finanzierenden Kreditinstituten wurde die Einhaltung verschiedener Financial Covenants<sup>282</sup> vereinbart. Diese werden im Geschäftsbericht 2013 zwar aufgeführt (u. a. Senior Debt Leverage Cover, Senior Interest Cover sowie Capital Expenditure Cover), allerdings werden die einzuhaltenden Kennzahlenwerte nicht genannt.<sup>283</sup> Diesbezüglich findet sich jedoch eine entsprechende Information im Geschäftsbericht 2011. Dort wird erwähnt, dass die Investitionsausgaben grundsätzlich nicht mehr als 8 % des Konzernumsatzes ausmachen dürfen.<sup>284</sup> Dieser Wert ist laut Geschäftsbericht 2011 gültig bis Ende 2016. Aufgrund der seitdem weiterhin stattgefundenen finanziellen Restrukturierung ist es durchaus möglich, dass dieser Wert mittlerweile durch eine neue Vereinbarung ersetzt wurde. Die Festlegung einer maximalen Capital Expenditure zeigt aber nochmals auf, wie durch Financial Covenants die Entscheidungsautonomie der Unternehmensleitung eingeschränkt werden kann.

281 Vgl. IKB 2013, S. 9. Ermittelt wurde die Investitionsquote als Verhältnis von Zugängen zum Sach- und immateriellen Anlagevermögen zur Gesamtleistung für Automobilzulieferer mit einem Umsatz größer 250 Mio. €. Diese Kennzahl entspricht in etwa der Capital Expenditure.

282 Vgl. Kapitel 2.3.2.

283 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 108 und S. 180.

284 Freitag, Michael 2013, S. 53; Geschäftsbericht Schaeffler AG 2011 S. 74.

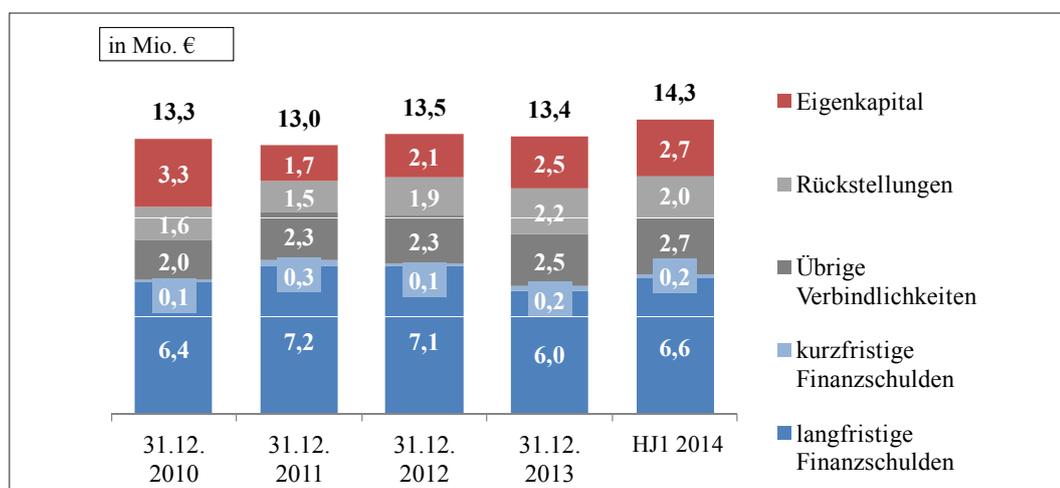
Insgesamt deutet die Analyse des Investitionsverhaltens darauf hin, dass in der Vergangenheit für die Schaeffler Gruppe Investitionen Vorrang vor Schuldentilgung hatten. Allerdings deuten die Kennzahlen auch darauf hin, dass es in 2013 zu einer Trendumkehr kam. Es zeigen sich Indikatoren, nach denen in den kommenden Jahren vermehrt Finanzmittel zur Entschuldung herangezogen werden und dies zu Lasten der Investitionsausgaben gehen könnte. Eine solche Entwicklung wäre für die Schaeffler Gruppe riskant, da die Automobilzulieferbranche wie bereits beschrieben vom permanenten Bedarf nach Produktinnovationen geprägt ist, die entsprechende Investitionen auch in Anlagevermögen bedeuten. Vor diesem Hintergrund wäre es interessant, das Investitionsverhalten des Unternehmens nach Ablauf des Geschäftsjahres 2014 nochmals zu untersuchen.

#### 4.8 Analyse der Verschuldungssituation der Schaeffler Gruppe

Nachdem in den vorangegangenen Untersuchungsschritten zunächst die Ertragsstärke sowie das Investitionsverhalten der Schaeffler Gruppe untersucht wurde, schließt sich nachfolgend die Analyse der Verschuldungssituation an. Hiermit soll die Frage beantwortet werden, ob die Schuldenhöhe des Unternehmens noch als angemessen anzusehen ist oder ob sich hieraus Risiken für den Unternehmensfortbestand ergeben könnten.

Zunächst zeigt Abbildung 48 die Entwicklung der Posten der Passivseite der Bilanz im Überblick. Dabei wurden einzelne Positionen zur besseren Übersicht in Gruppen zusammengefasst. Hierbei ist einschränkend zu bemerken, dass ein Teil der Verschuldung zum Anteilskauf bei der Continental AG auf Ebene der Holdinggesellschaften außerhalb des Konsolidierungskreises der Schaeffler Gruppe angesiedelt ist. Aufgrund des eingeschränkten öffentlich zugänglichen Datenmaterials ist jedoch eine detaillierte Gesamtbetrachtung der Verschuldungssituation der gesamten IHO Gruppe im Zeitablauf nur erschwert möglich.

**Abbildung 48: Entwicklung der Passiva Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**

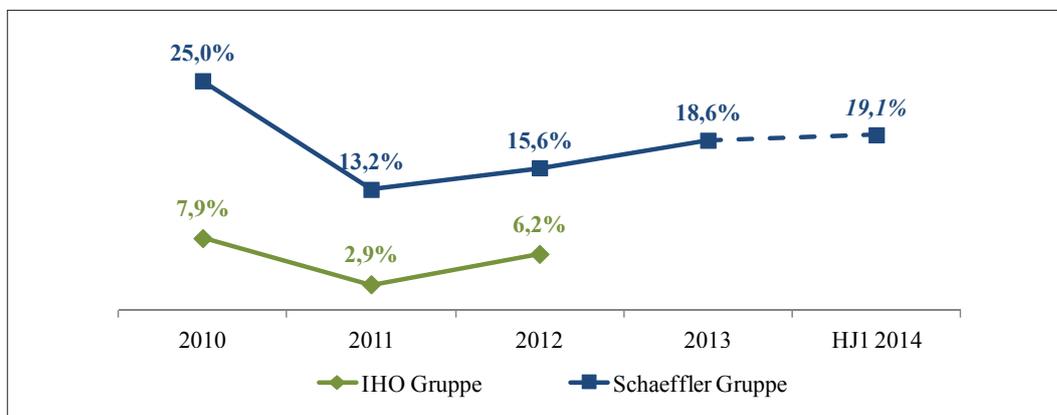


Deutlich zeigt sich die bereits erwähnte Reduktion des Eigenkapitals in 2011. Hintergrund waren in erster Linie Ausschüttungen an die Gesellschafterin Schaeffler Verwaltungs GmbH in Höhe von 2.364 Mio. €. Diese wurden jedoch nicht voll liquiditätswirksam, da es sich dabei neben Barausschüttungen (400 Mio. €) auch um Sachausschüttungen in Form von Continental-Aktien (764 Mio. €), der Übernahme einer Verbindlichkeit für eine weitere Ausschüttung (600 Mio. €) und der Begründung von Darlehensforderungen der Schaeffler Verwaltungs GmbH gegenüber der Tochtergesellschaft (600 Mio. €) handelte.<sup>285</sup>

Gleichzeitig zeigt sich beim Vergleich der Position „langfristige Finanzschulden“ in 2013 mit dem korrespondierenden Vorjahreswert, dass in diesem Zeitraum eine deutliche Entschuldung stattfand (-1.100 Mio. €). Wird hingegen der Wert des Jahres 2013 mit dem entsprechenden Wert in 2010 verglichen, konnten die langfristigen Finanzschulden der Schaeffler Gruppe „nur“ um 448 Mio. € verringert werden. Allerdings ist die Eigenkapitalposition des Jahres 2013 immer noch um 850 Mio. € geringer als im Jahr 2010. Somit war das Unternehmen bei der Verringerung seiner Verschuldung im Betrachtungszeitraum weniger erfolgreich als es bei einem Vergleich der letzten beiden Geschäftsjahre zunächst erscheint.

Dieser Zusammenhang wird nochmals bei Betrachtung der *Eigenkapitalquote* im Zeitablauf deutlich, die in Abbildung 49 dargestellt ist.

**Abbildung 49: Entwicklung der Eigenkapitalquote IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



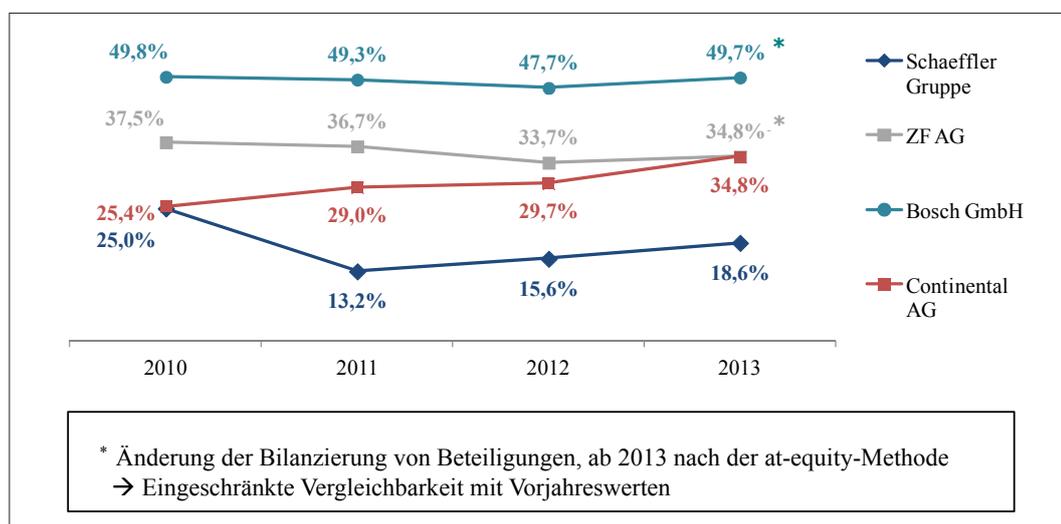
Auch hier zeigt sich die Reduktion des Eigenkapitals in 2011 durch einen deutlichen Rückgang der Eigenkapitalquote. In den Folgejahren konnte sich die Kennzahl zwar wieder erhöhen, bleibt aber in 2013 mit 18,6 % weiterhin deutlich unter dem Niveau des Jahres 2010, das bei 25,0 % lag. Des Weiteren gilt hier anzumerken, dass aus Sicht der Autoren dieser Analyse die Eigenkapitalquote eines international tätigen Konzerns einen Wert in der Größenordnung 30 %–40 % aufweisen sollte. Nur bei einer entsprechenden Ausstattung mit Eigenkapital ist es gewährleistet, das größere Verlustprojekte

<sup>285</sup> Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2011, S. 129.

oder regional beschränkte Konjunkturkrisen, die auch kumuliert auftreten können, unbeschadet überstanden werden können. Die Werte der Eigenkapitalquote im Betrachtungszeitraum sowie im HJ1 2014 sind daher bei der Schaeffler Gruppe durchweg als zu niedrig anzusehen. Noch schlechter schneiden allerdings die korrespondierenden Werte auf Ebene der IHO Gruppe ab, die im Betrachtungszeitraum stets unter 10 % liegen. Hierin manifestieren sich die zusätzlichen Finanzschulden auf der Holdingebene.

Eine Bestätigung für obige Ausführungen liefern auch Branchendurchschnitte aus der Zulieferbranche, die für den Zeitraum 2010–2012 Eigenkapitalquoten von über 30 % zeigen.<sup>286</sup> Auch ein Vergleich mit wesentlichen Wettbewerbern aus der Zulieferbranche zeigt, dass die Schaeffler Gruppe und damit auch die IHO Gruppe im Vergleich niedrige Eigenkapitalquoten aufweisen.

**Abbildung 50: Eigenkapitalquoten von Automobilzulieferunternehmen im Vergleich 2010–2013**

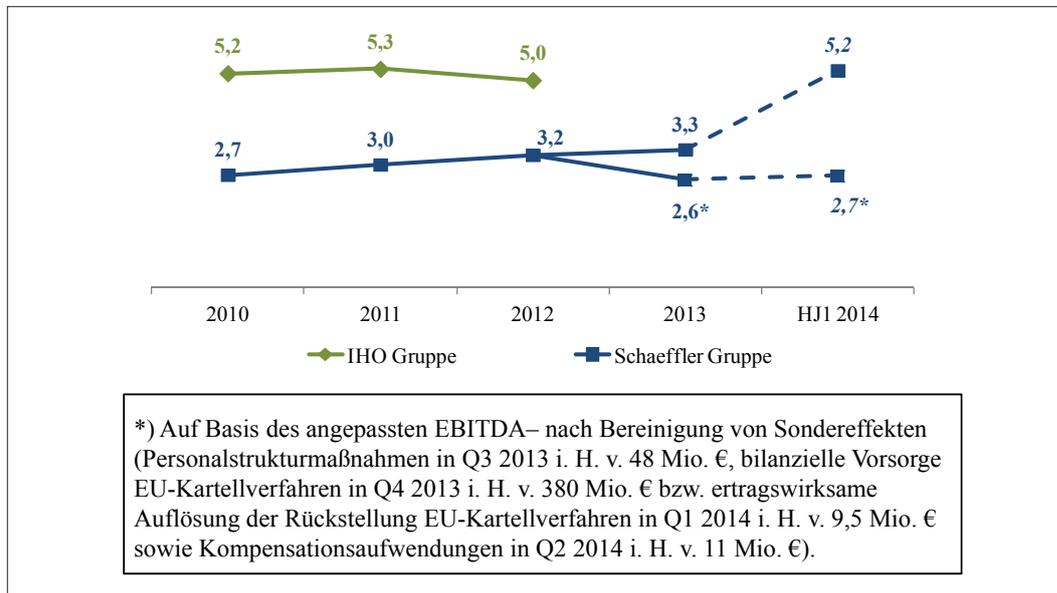


In Abbildung 50 weist die Schaeffler Gruppe im Zeitablauf von allen betrachteten Zulieferunternehmen die niedrigste Eigenkapitalquote auf. Die aus Sicht der Autoren notwendige Mindest-Eigenkapitalquote wird hingegen, mit Ausnahme von der Continental AG in den Jahren 2010–2012, von allen Unternehmen im Betrachtungszeitraum erreicht. Somit zeigt die Eigenkapitalquote der Schaeffler Gruppe ein erstes Indiz für eine übermäßige Verschuldung des Unternehmens an.

Nachfolgend wird zur weiteren Analyse der Verschuldungssituation die Kennzahl *Nettoverschuldungsgrad* ermittelt. Die Kennzahl gibt an, wie viele Jahre ein Unternehmen benötigt, um aus dem Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) seine Schulden zu tilgen. Hierzu eignet sich das EBITDA, da es näherungsweise den operativen Cashflow abbildet und direkt aus der Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet werden kann.

286 Vgl. IKB 2013, S. 9. Ermittelt wurde die Eigenkapitalquote für Automobilzulieferer mit einem Umsatz größer 250 Mio. €.

Abbildung 51: Entwicklung des Nettoverschuldungsgrads IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014



In Abbildung 51 zeigt sich auf Ebene der Schaeffler Gruppe im Zeitablauf eine stetige Erhöhung des Nettoverschuldungsgrads. Dieser Verlauf ergibt sich vor allem dadurch, dass die Finanzschulden im Betrachtungszeitraum einem *Seitwärtstrend* folgen (von 5.711 Mio. € in 2010 auf 5.447 Mio. € in 2013) und kaum abgebaut werden konnten.<sup>287</sup> Gleichzeitig ist das EBITDA im Geschäftsjahr 2013 deutlich um 400 Mio. € gesunken. Im Geschäftsbericht 2013 wird der Nettoverschuldungsgrad wohl auch aus diesem Grund sowohl auf Basis des ausgewiesenen als auch des bereinigten EBITDA abgebildet.<sup>288</sup> Bleibt der bereinigte Wert außer Acht, so besagt die Kennzahl, dass das Unternehmen aus Sicht des Jahres 2013 im Vergleich zu 2010 0,6 Jahre länger benötigen würde, um aus eigener Kraft die Verschuldung abzubauen. Diese Entwicklung ist als weiteres Indiz für eine ungünstige Unternehmensverschuldung anzusehen. Die Kennzahl Nettoverschuldungsgrad ist noch aus einem weiteren Grund von Interesse, denn auch sie stellt eine Financial Covenant dar. Im Geschäftsbericht 2011 erfolgt hierzu noch der Hinweis, dass der einzuhaltende Wert unter 3,90 (per 31.12.2012) beziehungsweise unter 3,50 (per 31.12.2013) liegen soll.<sup>289</sup> Diese Information vorausgesetzt, erscheint der Wert von 3,30 per 31.12.2013 als bedrohlich nahe am vereinbarten Grenzwert. Hierbei ist aber der Hinweis angebracht, dass sich aus den zugänglichen Informationen nicht ableiten lässt, ob bei der Ermittlung des vereinbarten Grenzwerts die durchgeführten Bereinigungsrechnungen auch explizit erlaubt sind.

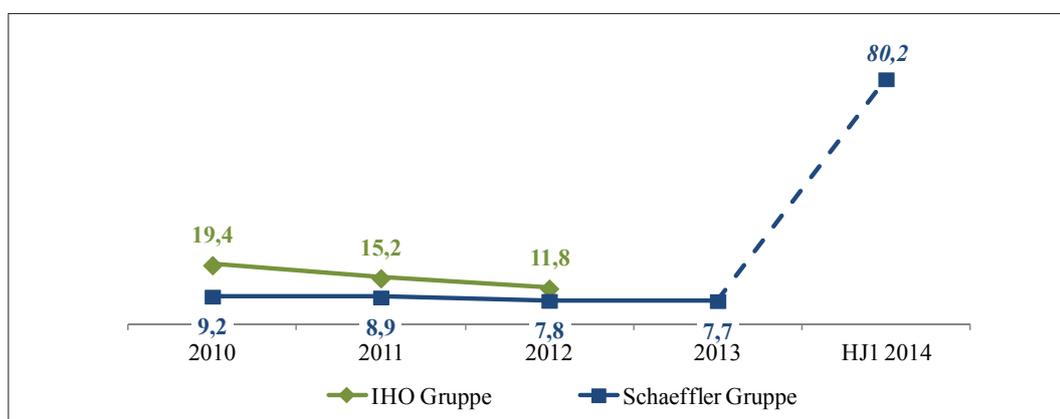
287 Interessanterweise sprechen die Gesellschafter des Unternehmens im Geschäftsbericht 2013 von „deutlichen“ Fortschritten beim Abbau der Verschuldung. Diese Aussage trifft tatsächlich nur für die Entwicklung zwischen 2012 und 2013 zu (vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 11).

288 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 253.

289 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2011, S. 74.

Im Regelfall kommt das EBITDA dem operativen Cashflow nahe genug, um den Nettoverschuldungsgrad auf dieser Basis zu ermitteln. Im Falle der Schaeffler Gruppe ist jedoch die Differenz zwischen EBITDA und operativem Cashflow relativ groß. Grund sind die hohen Zinsaufwendungen, die den operativen Cashflow des Konzerns belasten, im EBITDA allerdings nicht enthalten sind. Aus diesem Grund wird der von Seiten der Schaeffler Gruppe kommunizierte Nettoverschuldungsgrad in Abbildung 52 durch den *dynamischen Verschuldungsgrad* ergänzt.

**Abbildung 52: Entwicklung des dynamischen Verschuldungsgrads IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



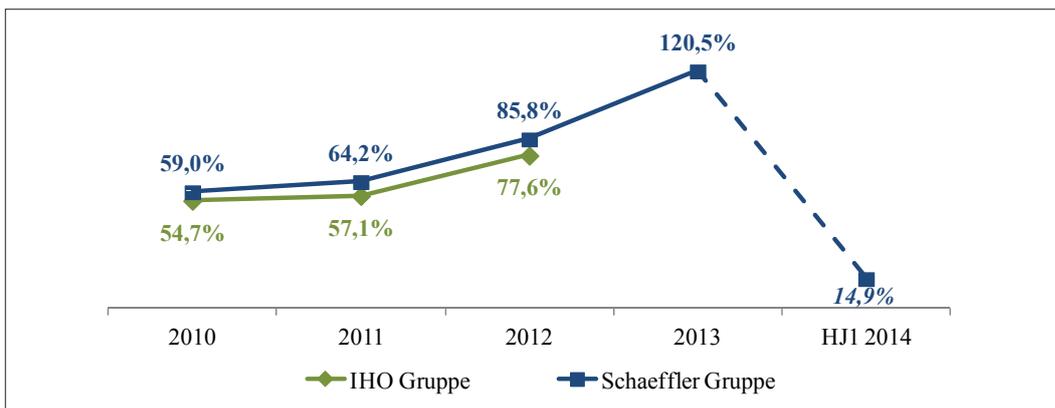
Der dynamische Verschuldungsgrad misst ebenso wie der Nettoverschuldungsgrad die Anzahl der Jahre, die ein Unternehmen zur Rückführung seiner Schulden aus eigener Kraft benötigt. Die rückläufige Entwicklung dieser Kennzahl ist für die Schaeffler Gruppe grundsätzlich positiv zu werten. Allerdings ist anzumerken, dass das Niveau des dynamischen Verschuldungsgrads als sehr hoch einzuschätzen ist. Bereits in Kapitel 3.3.4 wurde darauf verwiesen, dass ein Wert über vier als negativ zu interpretieren ist. Bei der Schaeffler Gruppe liegt der dynamische Verschuldungsgrad eher in der Größenordnung zehn und ist damit ebenfalls negativ zu deuten. Aus dieser Interpretation ist der Wert des HJ1 2014 allerdings nochmals auszuklammern.

Im Rahmen der Analyse der Verschuldungssituation der Schaeffler Gruppe ist somit festzustellen, dass sich viele Indikatoren zeigen, die eine übermäßige Verschuldung des Unternehmens annehmen lassen. Das Niveau der korrespondierenden Werte auf Ebene der IHO Gruppe unterstreicht dies nochmals. Somit ergeben sich trotz der Ent- und Umschuldungsschritte der vergangenen Jahre weiterhin vielfältige Risiken für den Konzern aufgrund seiner Finanzierungsstruktur.

#### 4.9 Analyse der Kapitaldienstfähigkeit bzw. Finanzierungskraft der Schaeffler Gruppe

Der vorangehende Untersuchungsschritt hat aufgezeigt, dass die Schaeffler Gruppe aus finanztechnischer Sicht eine auf Dauer zu hohe Verschuldung aufweist. In der sich anschließenden Analyse wird untersucht, inwieweit der Konzern in der Lage ist, aus eigener Kraft die Entschuldung signifikant voranzutreiben. Hierzu wird zunächst in Abbildung 53 die Kennzahl *Cash Conversion Rate* betrachtet. Diese wird im Rahmen der Fallstudie auf Basis der operativen Cashflows ermittelt und nicht auf Basis des Free Cashflows wie in der Formel in Kapitel 3.3.5 dargestellt. Durch die Verwendung des operativen Cashflows wird somit die Investitionstätigkeit eliminiert. Diese Bereinigung wurde vorgenommen, um die bisherige operative Stärke des Konzerns deutlicher hervorzuheben.<sup>290</sup>

**Abbildung 53: Entwicklung der Cash Conversion Rate IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**

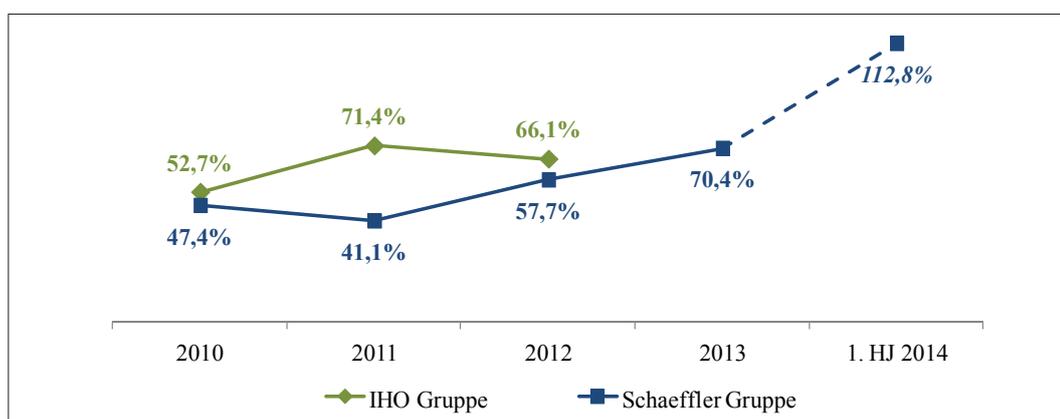


Die Cash Conversion Rate hat sich im Betrachtungszeitraum sehr positiv entwickelt. Im Jahr 2013 liegt sie deutlich über 100 %, was bedeutet, dass die Schaeffler Gruppe einen operativen Cashflow erwirtschaftet hat, der über dem operativen Ergebnis (EBIT) liegt. Der Verlauf der Kennzahl ist darauf zurückzuführen, dass sich der operative Cashflow im Betrachtungszeitraum u. a. aufgrund erhaltener Dividenden der Continental AG sehr positiv entwickelte, während das EBIT in 2013 einen deutlichen Rückgang zu verzeichnen hatte. Dabei ist der operative Cashflow bereits durch die gezahlten Zinsen belastet. Der Verlauf der Cash Conversion Rate ist somit zunächst positiv zu werten, da er darauf hindeutet, dass der Schaeffler Konzern in der Lage ist, ausreichend liquide Mittel zur Zahlung seiner Kapitaldienste zu generieren. Der deutliche Rückgang der Kennzahl im HJ1 2014 ist auf eine außerordentliche Belastung der operativen Cashflows durch die Zahlung einer EU-Kartellstrafe zurückzuführen, die im EBIT nicht enthalten ist.

<sup>290</sup> Vgl. zu den unterschiedlichen Cashflow-Arten auch Kapitel 3.2.

Als weitere wesentliche Kennzahl wird die *Schuldendienstfähigkeit* in Abbildung 54 ermittelt. Hierbei ist zu beachten, dass der operative Cashflow durch die Autoren im Nenner der Formel um die gezahlten Zinsen bereinigt wurde.

**Abbildung 54: Entwicklung der Schuldendienstfähigkeit IHO Gruppe und Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**



Auch die Werte der Schuldendienstfähigkeit zeigen über den Betrachtungszeitraum hinweg einen Wert unter 100 % an, was bedeutet, dass die Schaeffler Gruppe in der Lage war zu jedem Zeitpunkt ihre Kapitaldienste aus eigener Kraft zu finanzieren. Einschränkung ist jedoch der Trend der Kennzahl zu sehen. Je stärker sich der Quotient aus Kapitaldiensten und operativem Cashflow der 100 %-Marke nähert, umso schwieriger fällt es dem Unternehmen aus eigener Kraft die geleisteten Kapitaldienste zu finanzieren. Des Weiteren gilt zu bedenken, dass aus dem operativen Cashflow neben den Kapitaldiensten auch anstehende Investitionen zu finanzieren sind. Vor diesem Hintergrund ist der Verlauf der Kennzahl negativ zu interpretieren und deutet darauf hin, dass in verstärktem Maße Geldmittel genutzt werden, um Kapitaldienste zu stemmen. Die Verschuldungssituation liegt jedoch auf einem ähnlichen Niveau wie in 2010, da bis einschließlich 2012 auf Ebene der Schaeffler Gruppe keine nennenswerten Tilgungsleistungen stattfanden. Der Wert der Kennzahl für das HJ1 2014 verdeutlicht wiederum die bereits erwähnte Problematik bei der Analyse von Quartals- bzw. Halbjahresberichten. Das Niveau von 112,8 % verleitet im ersten Moment zu der Interpretation, dass die Schaeffler Gruppe zum Ende des ersten Halbjahres nicht mehr schuldendienstfähig wäre. Eine solche Interpretation ist jedoch nicht zulässig, da die Tilgungsleistungen durch Neuaufnahme von Darlehen im HJ1 2014 wieder ausgeglichen werden, was auf eine erfolgte Umschuldungsmaßnahme hindeutet.<sup>291</sup> Da diese Umschuldung bereits im ersten Halbjahr stattfand, wirkt sich der hohe Tilgungsbetrag im Verhältnis zum operativen Cashflow deutlich aus. Erst auf Gesamtjahresebene ist hingegen zu bewerten, ob der operative Cashflow den Effekt der Tilgungszahlung im HJ1 wieder kompensieren kann.

<sup>291</sup> Vgl. Zwischenbericht der Schaeffler AG zum 30.06.2014, S. 32.

Anhand des etwas höheren Niveau der Kennzahl „Schuldendienstfähigkeit“ auf Ebene der IHO Gruppe verdeutlicht sich nochmals, dass in der Schaeffler Gruppe die Investitionstätigkeit stattfindet und operative Ergebnisse generiert werden, während auf Ebene der Holding-Gesellschaften lediglich Finanzschulden gehalten und bedient werden.

Aus den bislang gewonnen Erkenntnissen zeichnen vor allem die Untersuchungen zur Verschuldungshöhe und zur Kapiteldienstfähigkeit ein negatives Bild. Es erscheint daher sinnvoll, die *Kapitalflussrechnung* einer intensiveren Betrachtung zu unterziehen.

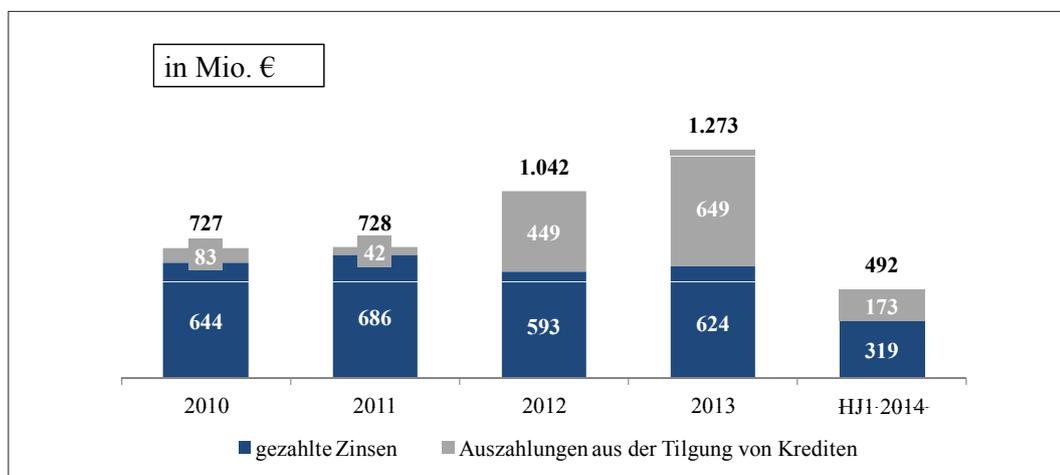
**Abbildung 55: Kapitalflussrechnung Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014**

in Mio. €	2010	2011	2012	2013	HJ 1 2014
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>890</b>	<b>1.084</b>	<b>1.213</b>	<b>1.183</b>	<b>117</b>
Investitions-Cashflow	-324	-765	-832	-554	-296
<b>Free Cashflow</b>	<b>566</b>	<b>319</b>	<b>381</b>	<b>629</b>	<b>-179</b>
Finanzierungs-Cashflow	-200	-646	-341	-738	345
Veränderung Zahlungsmittelfonds	366	-327	40	-109	166
<b>Bereinigung des operativen Cashflow um Zinszahlungen</b>					
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	890	1.084	1.213	1.183	117
gezahlte Zinsen	-644	-686	-593	-624	-319
<b>operativer Cashflow exkl. Zinszahlungen</b>	<b>1.534</b>	<b>1.770</b>	<b>1.806</b>	<b>1.807</b>	<b>436</b>
Investitions-Cashflow	-324	-765	-832	-554	-296
<b>Free Cashflow exkl. Zinszahlungen</b>	<b>1.210</b>	<b>1.005</b>	<b>974</b>	<b>1.253</b>	<b>140</b>
Einzahlungen aus der Aufnahme von Krediten	3	13	395	27	609
Auszahlungen aus der Tilgung von Krediten	-83	-42	-449	-649	-173
gezahlte Zinsen	-644	-686	-593	-624	-319
<b>Kapitaldienst (gezahlte Zinsen + Kredittilgungen)</b>	<b>-727</b>	<b>-728</b>	<b>-1.042</b>	<b>-1.273</b>	<b>-492</b>
<b>Anteil gesamter Kapitaldienst am operativen Cashflow</b>	<b>47%</b>	<b>41%</b>	<b>58%</b>	<b>70%</b>	<b>113%</b>

In Abbildung 55 wird deutlich, dass die Schaeffler Gruppe über den gesamten Zeitraum hinweg in der Lage war hohe operative Cashflows zu generieren (1). Mit diesen war die Gruppe problemlos in der Lage, die anfallenden Investitionen aus eigener Kraft zu finanzieren. Allerdings zeigt sich auch, dass trotz einer Reduktion der Investitionen in 2013 der Free Cashflow exkl. Zinszahlungen nicht ausreichte, um die Kapitaldienste zu tragen. Hieraus resultiert in 2013 eine Verringerung des Liquiditätsbestands um -109 Mio. € (2). Ein ähnliches Bild zeigt sich im Jahr 2011. Zwar konnte der Free Cashflow exkl. Zinszahlungen in diesem Jahr noch die Kapitaldienste tragen, allerdings schmolz der Liquiditätsbestand aufgrund hoher Geldabflüsse im Finanzierungsbereich um 327 Mio. € ab (3). Insgesamt führt dies dazu, dass im Betrachtungszeitraum 2010–2013 der Liquiditätsabfluss gemessen als Saldo der Veränderungen des Zahlungsmittelfonds mit 436 Mio. € den Liquiditätszufluss mit 406 Mio. € übersteigt (4).

In Abbildung 55 zeigt sich nochmals die bereits bei der Betrachtung der Schuldendienstfähigkeit ermittelte negative Entwicklung. Über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg steigt der Anteil der Kapitaldienste absolut und im Verhältnis zum operativen Cashflow deutlich an, was aus den zunehmenden Tilgungsleistungen resultiert (5).

Abbildung 56: Entwicklung der Kapitaldienste Schaeffler Gruppe 2010–HJ1 2014



Grundsätzlich wäre solch eine umfassende Schuldentilgung als positiv zu interpretieren, wenn es der Schaeffler Gruppe gelungen wäre, die Verschuldung auch dauerhaft zu senken. Allerdings konnte bereits festgestellt werden, dass sich die Netto-Finanzschulden zwischen 2010 und 2013 lediglich um -160 Mio. € verringert haben. Somit dürften sich die Tilgungsleistungen im Wesentlichen aufgrund von Umschuldungsaktivitäten ergeben haben.<sup>292</sup> Problematisch zeigt sich an dieser Stelle die unzureichende Datenlage auf Basis der IHO Gruppe. Die geleisteten Kapitaldienste im Jahre 2012 betragen für die IHO Gruppe insgesamt 1.042 Mio. € und entsprechen damit weitestgehend den Zahlen der Schaeffler Gruppe. Allerdings ergibt sich eine deutliche Abweichung für das Jahr 2011. In diesem Jahr betrug der Kapitaldienst der IHO Gruppe 1.230 Mio. € und war damit rund 500 Mio. € höher als der Wert der Schaeffler Gruppe. Da für das Jahr 2013 bislang noch keine Daten für die IHO Gruppe vorliegen, kann derzeit noch keine Aussage über die Höhe der insgesamt geleisteten Kapitaldienste getroffen werden.

292 Beispielsweise stehen den Tilgungsleistungen in 2012 auch Darlehensneuaufnahmen i. H. v. 395 Mio. € gegenüber (vgl. Abbildung 55).



## 5 Fazit und Ausblick

### 5.1 Zusammenfassung der Analyseergebnisse der Schaeffler Gruppe

Die Ergebnisse der finanzwirtschaftlichen Analyse der IHO- und der Schaeffler Gruppe zeigen zunächst ein eher uneinheitliches Bild des Konzerns. Dies war auch nicht anders zu erwarten, da häufig im Rahmen der Jahresabschlussanalyse kein eindeutiges Analyseergebnis erzielt wird. Im Regelfall setzen Unternehmen keine eindeutige Bilanzpolitik im Sinne eines „sich arm rechnen“ oder eines „sich reich rechnen“ um. Vielmehr werden die Möglichkeiten der Jahresabschlussgestaltung in unterschiedlicher Art und Weise angewandt.

Für die Schaeffler Gruppe kann dennoch festgestellt werden, dass sich das Unternehmen bislang operativ in einer guten Verfassung befindet und in der Lage ist, positive Free Cashflows zu generieren.<sup>293</sup> Im Betrachtungszeitraum konnten operativ hohe Renditen erwirtschaftet werden, auch wenn sich in jüngster Zeit die Ertragsstärke etwas eingetrübt hat.

Auf der anderen Seite werden sowohl die Schaeffler- als auch die IHO Gruppe weiterhin von einer als zu hoch einzuschätzenden Verschuldung resultierend aus der Beteiligung an der Continental AG belastet. Es wurden zwar umfangreiche Umschuldungsaktivitäten durchgeführt, bislang konnten die Netto-Finanzschulden allerdings nicht signifikant reduziert werden. Dies schränkt wiederum die strategischen Handlungsmöglichkeiten bei der IHO- sowie der Schaeffler Gruppe ein. Der Hauptgrund für den bislang nur langsam stattfindenden Rückgang der Verschuldung ist darin zu sehen, dass die Schaeffler Gruppe bisher trotz hoher Belastungen stets Investitionsvorhaben den Vorrang vor Schuldenabbau einräumte.<sup>294</sup> Hierdurch wurde die unmittelbare Zukunftsfähigkeit des Unternehmens sichergestellt.

Gleichzeitig bedeutet das bisherige Investitionsverhalten sowie die sich abzeichnende Ertragsschwäche aber auch, dass die Schaeffler Gruppe aller Voraussicht nach nicht in der Lage sein wird, die Gesamtverschuldung aus dem eigenen Free Cashflow zurückzuführen. Zur endgültigen Entschuldung stehen dem Management verschiedene Lösungswege zur Verfügung, die in Kapitel 5.2 näher beleuchtet werden. An dieser Stelle ist allerdings festzuhalten, dass eine Entschuldung für die IHO- beziehungsweise die Schaeffler Gruppe notwendig ist. Die aktuelle konjunkturelle Situation sorgt derzeit noch für auskömmliche operative Ergebnisse und Cashflows. Allerdings weist der Geschäftsbericht der Schaeffler AG 2013 bereits einige Warnsignale auf. So konnte sich die Automotive-Sparte in diesem Geschäftsjahr gut entwickeln, während es bei der Industrie-Sparte zu Rückgängen kam.<sup>295</sup> Des Weiteren konnten zwar die Netto-Finanzschulden in 2013 im Vergleich zum Vorjahr deutlich gesenkt werden. Allerdings basierte diese Entschuldung vorwiegend auf der empfangenen Dividende der Continental AG (163 Mio. €), dem Verkauf weiterer Aktien der Continental AG (476 Mio. €) und letztlich nur mit 412 Mio. €

293 Hiervon muss der Wert des HJ1 2014 ausgenommen werden, da für diesen Zeitraum einer negativer Free Cashflow i. H. v. -179 Mio. € erwirtschaftet wurde.

294 Vgl. o. V. 2013, S. 12.

295 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 109.

eigenen frei verfügbaren Mitteln.<sup>296</sup> Im Vergleich zum Geschäftsjahr 2010 fand zudem lediglich eine Reduktion der Netto-Finanzschulden von 160 Mio. € statt. Ebenfalls bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang die Entwicklung im HJ1 2014. Die Analyse der Umsatz- und Ertragsentwicklung zeigt zunächst deutlich bessere Werte als 2013. Allerdings wurde die positive Entwicklung durch Refinanzierungsvorgänge in 2014 wieder kompensiert. So wurden bis zum Stichtag dieser Ausarbeitung drei Anleihen vorzeitig zurückgezahlt und insgesamt sieben neue Anleihen ausgegeben.<sup>297</sup> Dennoch ist diese Entwicklung zu begrüßen, da sie zumindest auf Ebene der Schaeffler Gruppe zur Reduktion der Zinslast auf unter 5 % geführt hat.<sup>298</sup> Die Kompensation der operativen Stärke durch Refinanzierungsvorgänge wird auch dadurch verdeutlicht, dass die Unternehmensleitung das noch in 2013 für 2014 kommunizierte Ziel eines positiven Free Cashflows in dreistelliger Millionenhöhe<sup>299</sup> im Zwischenbericht zum 30.06.2014 auf die Zielsetzung eines insgesamt positiven Free Cashflows reduziert hat.<sup>300</sup>

Es zeigt sich somit auch, dass die Ergebnisimpulse aus dem eigenen Automotive-Geschäft und den Dividenden aus der Beteiligung an der Continental AG erwachsen. Sollte sich künftig die Marktsituation der Zulieferbranche jedoch eintrüben, kann aufgrund der hohen Abhängigkeit der Schaeffler Gruppe von dieser Branche auch schnell die Kapitaldienstfähigkeit der Schaeffler Gruppe und damit der gesamten IHO Gruppe gefährdet sein.<sup>301</sup> Dies bedeutet, dass auch in naher Zukunft die Entschuldung der gesamten Gruppe im Fokus der Unternehmensleitung stehen wird. Durch die Ausrichtung auf weiteres Deleveraging und Refinancing werden allerdings andere strategische Optionen, wie beispielsweise die Akquisition eines Wettbewerbers, wie es in 2014 die ZF AG mit der Übernahme von TRW vorgelebt hat, kaum noch umsetzbar.

## 5.2 Ableitung möglicher Handlungsalternativen für die IHO Gruppe

Unternehmen in der Situation der IHO- bzw. Schaeffler Gruppe haben letztlich nur wenige Möglichkeiten, ihre uneingeschränkte Handlungsfreiheit wieder zu erlangen. Der zügige Abbau der Schulden alleine aus dem operativen Geschäft stellt häufig eine zu große Herausforderung dar. Zielführender erscheinen Wege, die zu einer Art „Befreiungsschlag“ führen, welcher sowohl operativ als auch strategisch den jeweiligen Unternehmen wieder ihre Handlungsfreiheit zurückgibt. Hierzu bieten sich nachfolgende Möglichkeiten an, die alle letztlich einen Verkauf von Unternehmensanteilen bedeuten:

- (1) So könnten profitable Bereiche beziehungsweise Tochtergesellschaften eines Unternehmens mit positiven Wachstumsprognosen veräußert werden. Der Veräußerungserlös wird anschließend zur Rückführung der Schuldenlast eingesetzt.

296 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 101.

297 Vgl. Zwischenbericht der Schaeffler AG zum 30.06.2014, S. 32; Pressemitteilung Schaeffler AG vom 21.10.2014.

298 Vgl. Pressemitteilung Schaeffler AG vom 27.08.2014.

299 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 15.

300 Vgl. Zwischenbericht der Schaeffler AG zum 30.06.2014, S. 37.

301 Vgl. hierzu auch Höpner, Axel/Schneider, Mark C. 2013, S. 5.

- (2) Des Weiteren könnten zusätzliche Investoren wie etwa Finanzinvestoren, (Staats-)Investmentfonds oder auch strategische Investoren aus der Zulieferbranche in die Gesellschaft aufgenommen werden. Dem Unternehmen würde damit von außen neues Eigenkapital zugeführt, das entweder zu Investitionszwecken oder zur Schuldentilgung eingesetzt werden kann.
- (3) Schließlich könnte ein Unternehmen einen Börsengang anstreben, bei dem zumindest ein Minderheitsanteil der Gesellschaft in Form von Aktien an der Börse platziert würde. Damit bleibt gewährleistet, dass der bisherige Hauptigentümer auch weiterhin eine beherrschende Rolle innehat.

Aus den obigen Möglichkeiten kristallisiert sich derzeit auch für Schaeffler ein Lösungsansatz heraus: der Börsengang wird zu einem immer wahrscheinlicheren Szenario.<sup>302</sup> Hierfür spricht auch, dass sich im Betrachtungszeitraum die Finanzmarkt-kommunikation stetig verbessert hat. Dennoch sind auch in diesem Bereich noch einige Aufgaben zu erledigen, da beispielsweise bislang noch zu wenig und zu unstrukturiert zur Situation der Holdinggesellschaften kommuniziert wird. Kritisch anzumerken ist ebenfalls, dass sich die Ergebnisse der finanzwirtschaftlichen Analyse nicht mit den Äußerungen der Gesellschafter und der Unternehmensleitung im Geschäftsbericht decken. Während die vorliegende Analyse mehrere negative Entwicklungen aufzeigen konnte, vermeldet die offizielle Unternehmenssprache stets positive Entwicklungen. So wird einerseits im Geschäftsbericht 2013 berichtet, dass sich die EBIT-Marge sowie der operative Cashflow reduzierten und der Anstieg des Free Cashflow im Wesentlichen auf eine Dividendenausschüttung der Continental AG sowie der Reduktion von Investitionen zurückführen lässt, andererseits wird an derselben Stelle die Geschäftsentwicklung als insgesamt positiv gewertet.<sup>303</sup>

### 5.3 Die mögliche künftige Ausrichtung der Gruppe

Aus der derzeitigen Sicht ist zu erwarten, dass sich die Gesellschafter der IHO Gruppe letztlich für einen Börsengang der Schaeffler AG entscheiden werden. Nur durch einen derartigen Schritt ist zu erwarten, dass es rasch zu einer signifikanten Reduktion der bestehenden Finanzschulden kommt. Allerdings wird aller Voraussicht nach die Schaeffler Gruppe nicht in der aktuellen gesellschaftsrechtlichen Form den IPO (Initial Public Offering) anstreben. Vielmehr sind auf dem Weg zur Börse noch einige Änderungen zu erwarten. Diese werden im Folgenden in Form eines Zukunftsszenarios skizziert.

In einem *ersten Schritt* ist zu erwarten, dass die bisher im Konsolidierungskreis der Schaeffler AG enthaltenen Anteile an der Continental AG entkonsolidiert werden. Hierzu bestehen zwei Möglichkeiten. Entweder werden die Anteile aus dem bestehenden Konsolidierungskreis nach oben zu den Holdinggesellschaften übertragen. Oder

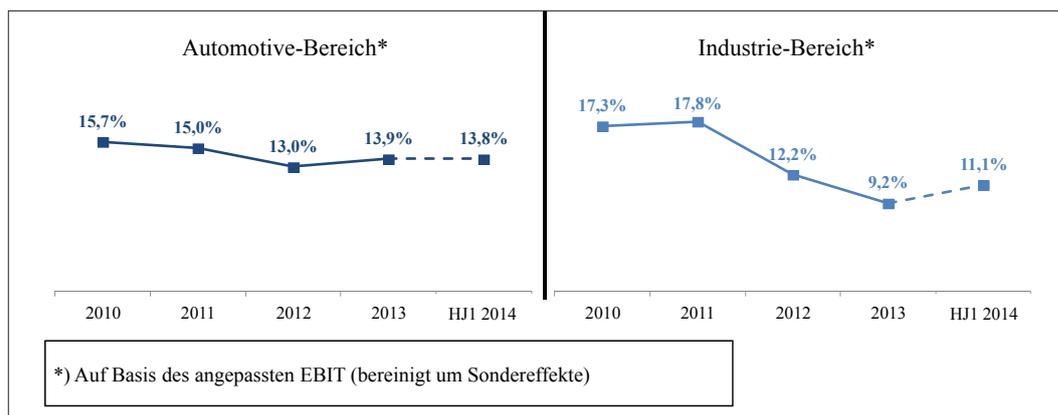
302 Vgl. hierzu auch Freitag, Michael 2014, S. 11; Höpner, Axel/Schneider, Mark C. 2013, S. 5.

303 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 110.

aber der für den Börsengang maßgebliche Konsolidierungskreis wird verringert, indem eine „neue“ Schaeffler AG unterhalb der Beteiligungsholding GmbH & Co. KG gegründet wird, die aktuell die Continental AG-Anteile für die Schaeffler AG hält.<sup>304</sup> Um jedoch den Einfluss der Eignerfamilie weiterhin zu erhalten bietet sich für die „neue“ Schaeffler AG das Modell einer sogenannten „Familienholding“ an, wie es beispielsweise die Familie Quandt (BMW, Altana) bereits umgesetzt hat.<sup>305</sup> Dabei könnte die „neue“ Schaeffler AG beispielsweise in der Rechtsform der SE & Co. KGaA firmieren. Der Vorteil für den Familiengesellschafter bei dieser Rechtsform ist darin zu sehen, dass sie einerseits die Börsenfähigkeit besitzt, andererseits müssen die Familieneigner den Aktionären keine Mitspracherechte einräumen. Aus Sicht der Unternehmensmitbestimmung wäre dies hingegen problematisch, da bei der Rechtsform der KGaA zwar ein mitbestimmter Aufsichtsrat existiert, dieser im Vergleich zur AG allerdings deutlich in seinen Rechten eingeschränkt ist.<sup>306</sup> Ähnliches gilt für die Rechtsform der SE. Diese Rechtsform wird nicht vom Mitbestimmungsgesetz erfasst und die Beteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsratsgremium<sup>307</sup> wird über das Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft (SEBG) geregelt.<sup>308</sup> Durch die Kombination aus SE und KGaA besteht somit stets die Gefahr, dass die Unternehmensmitbestimmung deutlich zurückgedrängt wird.<sup>309</sup>

In einem *zweiten Schritt* erscheint es sinnvoll, das derzeit schwächelnde Industriegeschäft von dem zum Börsengang vorgesehenen Automobilzuliefergeschäft zu trennen. Investoren, die sich bei der Schaeffler AG engagieren könnten, wollen vermutlich nur in den Automotive-Bereich des Unternehmens investieren, zumal sich die Ergebnissituation im Industriegeschäft zuletzt negativ entwickelt hat, wie Abbildung 57 zeigt.

**Abbildung 57: EBIT-Renditeentwicklung Automotive- und Industrie-Segment 2010–HJ1 2014**



304 Vgl. Geschäftsbericht Schaeffler AG 2013, S. 61.

305 Vgl. Freitag, Michael 2014, S. 11.

306 So hat der Aufsichtsrat der KGaA beispielsweise nicht das Recht den Vorstand zu bestellen (vgl. Köstler, Roland/Müller, Matthias/Sick, Sebastian 2013, S. 335).

307 An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass in der Rechtsform der SE sowohl ein Aufsichtsrat (dualistische Unternehmensverfassung) als auch ein Board of Directors (monistische Unternehmensverfassung) installiert werden kann.

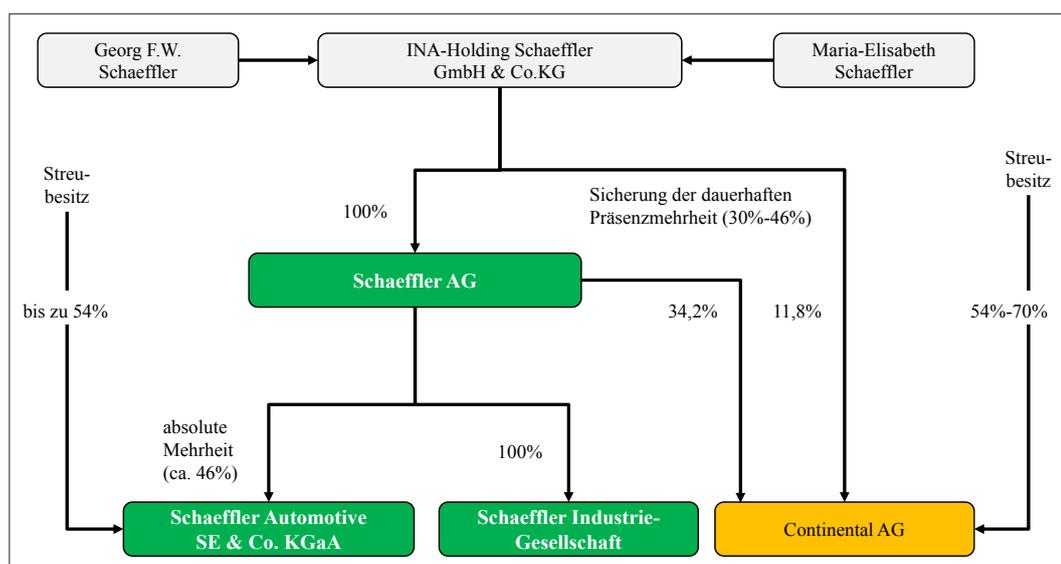
308 Vgl. Köstler, Roland/Müller, Matthias/Sick, Sebastian 2013, S. 67 f.

309 Vgl. Sick, Sebastian/Pütz, Lasse 2011, S. 35.

Bei einem Börsengang der sowohl den Automotive- als auch den Industriebereich umfasst, müsste die Schaeffler AG daher mit einem sogenannten *Conglomerate Discount*<sup>310</sup> rechnen, da die Investoren in die Anteile der Schaeffler Gruppe aufgrund der Risiken im Industriegeschäft nur mit einem entsprechenden Kursabschlag investieren würden.

Der Industrie-Bereich könnte in diesem Zusammenhang rechtlich verselbständigt werden und direkt unterhalb der „alten“ Schaeffler AG verbleiben oder aber unterhalb einer anderen Gesellschaft der Holdingebene angehängt werden. Für die Gesellschafter der Schaeffler Gruppe verbliebe damit die Chance, den Industrie-Bereich zu einem späteren Zeitpunkt zu veräußern oder auch in ein Joint Venture mit einem Industriepartner einzubringen. Durch eine Aufspaltung des Konzerns besteht auf Ebene der Unternehmensmitbestimmung jedoch die Gefahr, dass Schwellenwerte zur Bildung von Aufsichtsräten in den einzelnen rechtlich selbständigen Einheiten unterschritten werden. Für die Familie Schaeffler könnte durch diese beiden Schritte das folgende in Abbildung 58 dargestellte Szenario eine vielversprechende Alternative sein:

**Abbildung 58: Schaeffler auf dem Weg zur Familienholding?**

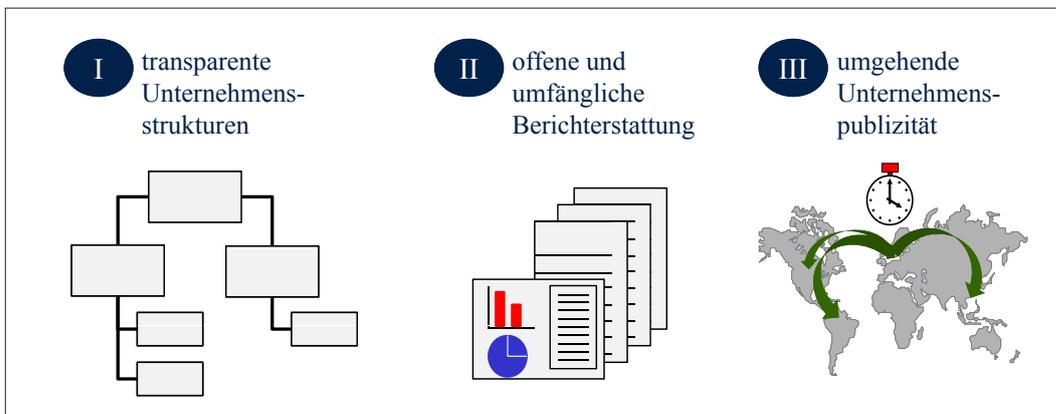


Allerdings sind bis zu einer derartigen Konzernstruktur noch einige Zwischenschritte zu machen. So sind zwar bislang beispielsweise umfangreiche Maßnahmen zu einer verbesserten Kapitalmarktkommunikation zu verzeichnen. Aus Sicht des externen Bilanzanalysten erscheint es jedoch, dass im Rahmen der externen Berichterstattung noch einiges fehlt, bis von börsenfähigen Investor Relations (IR)-Strukturen gesprochen werden kann.

310 Diversifizierte Unternehmen sehen sich dem Vorwurf gegenüber, dass zu viele unterschiedliche Aktivitäten finanziert werden müssen und folglich keine Konzentration auf wachstumsstarke Kerngeschäfte möglich ist. Aus diesem Grund werden die Aktien von Unternehmen mit zunehmender Diversifikation an der Börse mit einem immer höheren Abschlag auf ihren Kurs gehandelt (vgl. Höpner, Martin/Jackson, Gregory 2003, S.149 und S. 153).

den kann. Hinsichtlich der Aussagekraft der internen Berichterstattung kann auf dieser Basis allerdings keine Einschätzung getroffen werden. Eine erfolgreiche Teilnahme am Kapitalmarktgeschehen macht eine permanente und transparente Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern unerlässlich. Viele Unternehmen unterschätzen jedoch den Aufwand, der mit einer aussagekräftigen Investor Relations-Arbeit verbunden ist. So verwundert es auch kaum, dass in einer aktuellen Studie des manager magazins zur Kapitalmarktkommunikation kein einziges Unternehmen aus DAX30, MDAX SDAX und TecDAX die Bestnote erreicht.<sup>311</sup> Vor allem die in Abbildung 59 gezeigten Bereiche sind auch für den Schaeffler Konzern als wesentlich für eine erfolgreiche Kapitalmarktkommunikation anzusehen.

**Abbildung 59: Herausforderung Investor Relations**



Bislang erscheint die Schaeffler Gruppe von außen in allen drei Bereichen der IR noch verbesserungsbedürftig. Die Konzern-Strukturen innerhalb und außerhalb des Konsolidierungskreises der Schaeffler AG sind kaum transparent.<sup>312</sup> Die Berichterstattung erfolgt im Wesentlichen auf hoch aggregierter Ebene der Schaeffler AG. Informationen zur Situation der Holdinggesellschaften werden sporadisch in die IR-News eingestreut ohne jedoch ein einheitliches Bild zu geben. Ebenfalls sollte die Berichterstattung zur Entwicklung der beiden Segmente „Automotive“ und „Industrie“ stärker detailliert werden. Hier sind die bereitgestellten Informationen noch zu oberflächlich. Hinsichtlich ihrer Geschwindigkeit in der Publikation von Unternehmensdaten hat sich bereits einiges getan, dennoch ist die Schaeffler AG noch nicht schnell genug. So liegen beispielsweise dem externen Analysten zur IHO Gruppe nur veraltete Daten aus dem elektronischen Bundesanzeiger vor. Des Weiteren wurde am 21.10.2014 die Platzierung von drei Anleihen auf der Holding-Ebene kommuniziert. Allerdings waren die Neuemissionen zum 31.10.2014 noch nicht in der Anleiheliste auf der Homepage des Unternehmens zu finden.

311 Vgl. Palan, Dietmar 2014, S. 84.

312 So ist beispielsweise ein Organigramm der IHO Gruppe erstmalig im Geschäftsbericht 2013 erschienen.

Hinsichtlich eines möglichen Börsengangs eines Unternehmens ist an dieser Stelle auch der Verweis angebracht, dass sich hierdurch eine Änderung der Unternehmenskultur ergibt. Nach einer erfolgreichen Erstplatzierung von Anteilen, wird ein Unternehmen wesentlich stärker in der Kapitalmarktöffentlichkeit wahrgenommen. Die erhöhte Aufmerksamkeit führt andererseits allerdings auch zu permanenten Vergleichen mit der Entwicklung anderer börsennotierter Gesellschaften. Die Folgen hiervon können sich in erhöhtem Renditedruck, dem Streben nach permanenten Kostensenkungen oder auch kurzfristig ausgerichteter Geschäftspolitik manifestieren. Eine derartige Ausrichtung auf die Anforderungen des Kapitalmarktes kann sich daher künftig auch negativ auf die Arbeitsbedingungen und Entgeltstrukturen der Beschäftigten auswirken.

#### 5.4 Schlussbemerkung

Die vorliegende Ausarbeitung hat sich umfangreich mit dem bislang aus Sicht der Autoren in der Literatur zu wenig beachteten Feld der Ent- und Umschuldung von Unternehmen beschäftigt. Dabei wurden zunächst die wesentlichen Zusammenhänge der Unternehmensfinanzierung im Kontext der Fremdfinanzierung dargestellt. Des Weiteren wurde dem Aspekt der finanzwirtschaftlichen Unternehmensanalyse ein umfangreicher Raum gewidmet. Dies auch vor dem Hintergrund, dass sich erfahrungsgemäß Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten oft stärker auf die Analyse der Ertragslage ihres Unternehmens konzentrieren. Somit bietet die Studie den Lesern einen umfangreichen Werkzeugkasten, um mittels der aufgeführten Kennzahlen auch die Liquiditäts- und Finanzsituation ihres eigenen Unternehmens genauer zu beleuchten.

Die theoretischen Ausarbeitungen werden von einer umfangreichen Fallstudie zur Ent- und Umschuldung der Schaeffler Gruppe begleitet. Hierbei zeigen sich in der praktischen Anwendung recht schnell die Probleme und Interpretationsspielräume, mit denen der externe Analyst konfrontiert ist. Gleichzeitig zeigt das Fallbeispiel der Schaeffler Gruppe, wie ein Unternehmen durch eine zu hohe Verschuldung seinen eigenen strategischen Handlungsspielraum einengt und trotz vielfacher Bemühungen bis heute den Schuldenstand nicht auf das Vorkrisenniveau der Jahre 2007/2008 senken konnte. Es erscheint zum heutigen Tag eher so, dass die Schaeffler Gruppe nicht in der Lage ist aus den eigenen Cashflows ihre Finanzschulden signifikant zu senken. Vielmehr ist zu erwarten, dass die Unternehmensleitung und die Gesellschafter den Versuch unternehmen werden, durch die Aufnahme von zusätzlichem Eigenkapital im Zuge einer Beteiligungsfinanzierung die Verschuldung abzubauen. Dies kann durch die Aufnahme eines (strategischen) Investors oder durch einen Börsengang erfolgen.

Die bei einem denkbaren Börsengang zum Einsatz kommenden Techniken bedeuten mitunter zwar für das Unternehmen eine positive Zukunft, beinhalten allerdings auch erhebliche Risiken für die Mitbestimmung und die Interessen der Arbeitnehmer. So ist es möglich, dass im Zuge der Vorbereitung zum Börsengang der Konzern in mehrere rechtlich selbständige Teileinheiten zersplittert wird. Da es im Regelfall eher schwierig

sein dürfte, auf Ebene von Teilkonzernen mitbestimmte Aufsichtsräte zu installieren, ist zu erwarten, dass nur noch auf der obersten Holdingebene ein entsprechendes Gremium zu finden sein wird. Ebenfalls ist es denkbar, dass sich die Rechtsform des Unternehmens ändert, was ebenfalls zu einer Zurückdrängung der Mitbestimmung auf Aufsichtsratsebene führen könnte, vor allem dann, wenn es sich um ausländische Rechtsformen handelt. Es ergeben sich somit zum heutigen Zeitpunkt für das Fallbeispiel der Schaeffler Gruppe noch einige offene Punkte, die in den nächsten ein bis zwei Jahren zu lösen sind. Damit zeigt sich auch, dass der Bereich der Unternehmensfinanzierung einer stetigen Veränderungsdynamik unterworfen ist und sich permanent Herausforderungen zu stellen hat. Die Unternehmensfinanzierung ist und bleibt damit nicht nur für Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat weiterhin im Fokus der Betrachtung.

## Anhang I:

## Kennzahlentabelle der Schaeffler Gruppe

In Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	HJ1 2014
Umsatzerlöse	9.495	10.694	11.125	11.205	5.990
EBITDA	2.097	2.243	2.031	1.634	1.099
Abschreibungen auf Sachanlagen	536	517	582	613	k.A.
EBIT	1.509	1.689	1.413	982	787
Angepasstes EBIT	--	--	--	1.410	789
Fremdkapitalzinsen	861	773	729	659	517
EBT	350	1.280	1.291	1.341	688
Investitionen in Sachanlagen	365	831	792	555	k.A.
Eigenkapital	3.341	1.714	2.108	2.491	2.728
Netto-Finanzschulden	5.711	6.668	6.505	5.447	5.755
Nettoverschuldung	8.159	9.661	9.453	9.120	9.383
Bilanzsumme	13.344	12.989	13.546	13.427	14.251
operativer Cashflow	890	1.084	1.213	1.183	117
Investitions-Cashflow	-324	-765	-832	-554	-296
Finanzierungs-Cashflow	-200	-646	-341	-738	+345
gezahlte Zinsen	644	686	593	624	319
Tilgungsleistungen	83	42	449	649	173

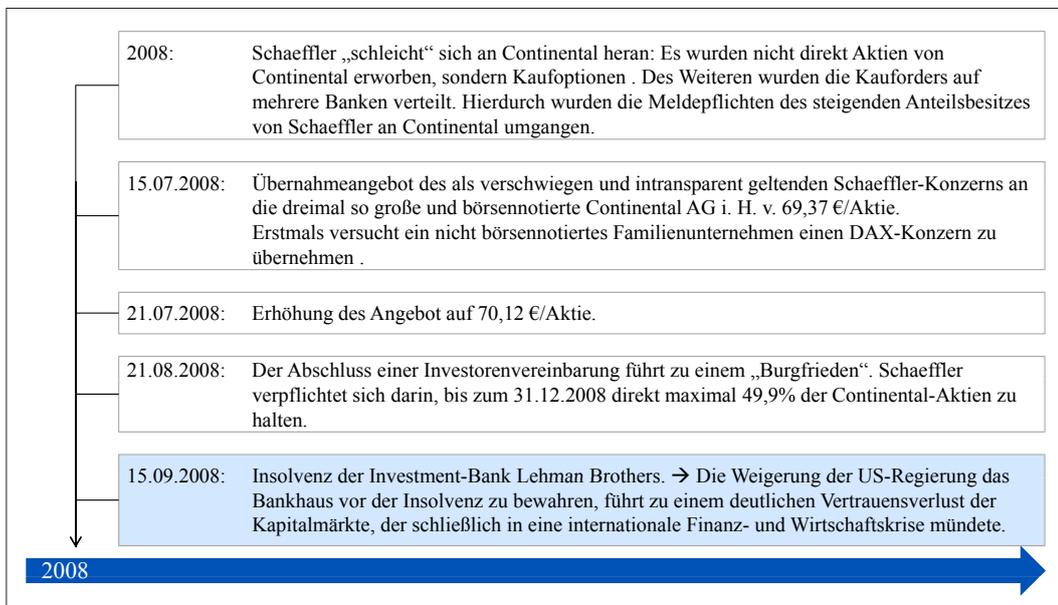
## Anhang II

## Kennzahlentabelle der IHO Gruppe

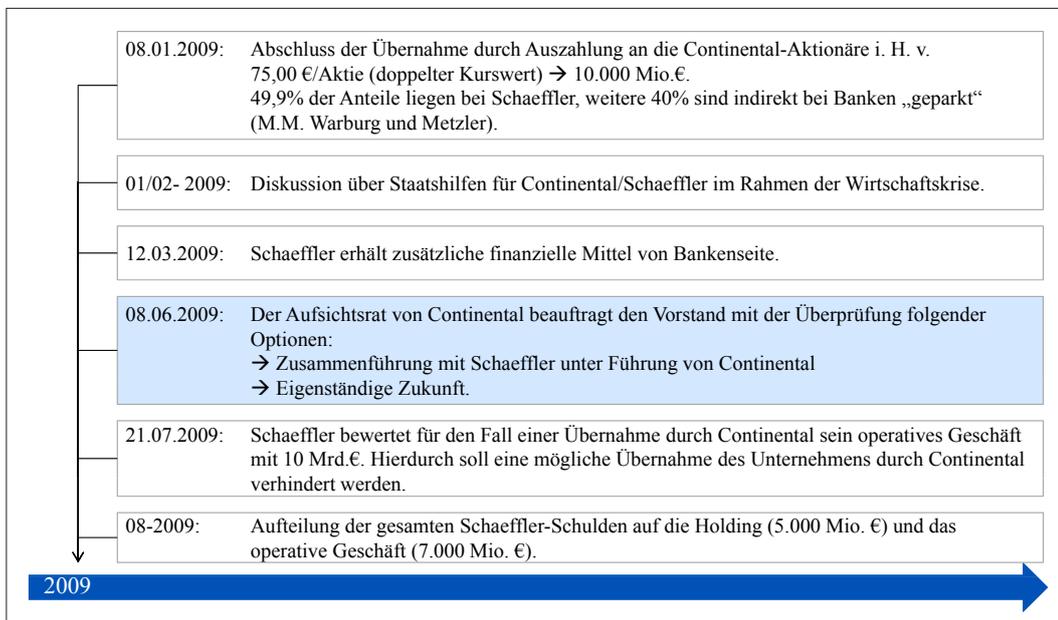
In Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	HJ1 2014
Umsatzerlöse	9.495	10.694	11.125		
EBITDA	2.056	2.187	1.995		
Abschreibungen auf Sachanlagen	538	517	582		
EBIT	1.468	1.633	1.337		
Angepasstes EBIT	--	--	--		
Fremdkapitalzinsen	3.370	2.934	1.173		
EBT	-961	-827	1.335		
Investitionen in Sachanlagen	360	831	792		
Eigenkapital	1.495	465	969		
Netto-Finanzschulden	10.623	11.526	9.975		
Nettoverschuldung	15.603	14.155	12.638		
Bilanzsumme	18.953	16.258	15.695		
operativer Cashflow	803	933	1.069		
Investitions-Cashflow	-321	-765	-823		
Finanzierungs-Cashflow	-108	-479	-131		
gezahlte Zinsen	720	789	671		
Tilgungsleistungen	83	441	479		

## Anhang III: Chronologie der Ereignisse bei Schaeffler und Ausblick<sup>313</sup>

### Das Jahr 2008: Der Lehman-Schock...

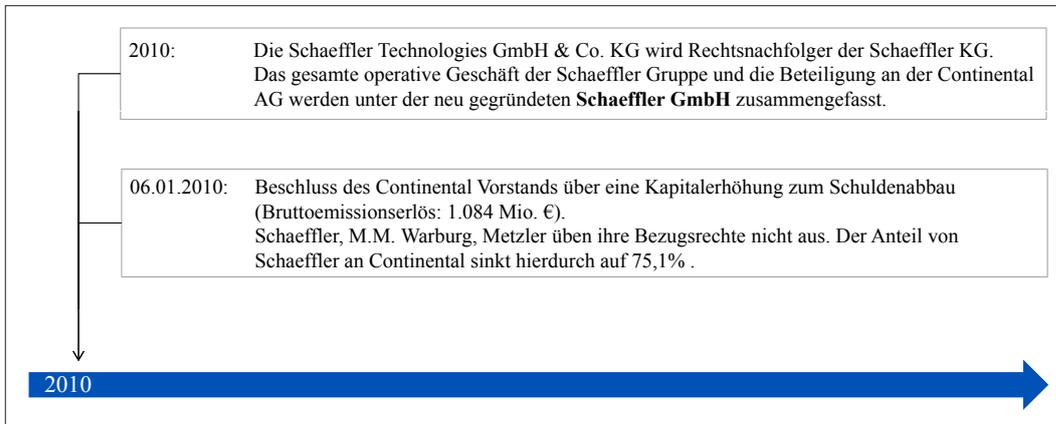


### Das Jahr 2009: ...es geht ums Überleben!

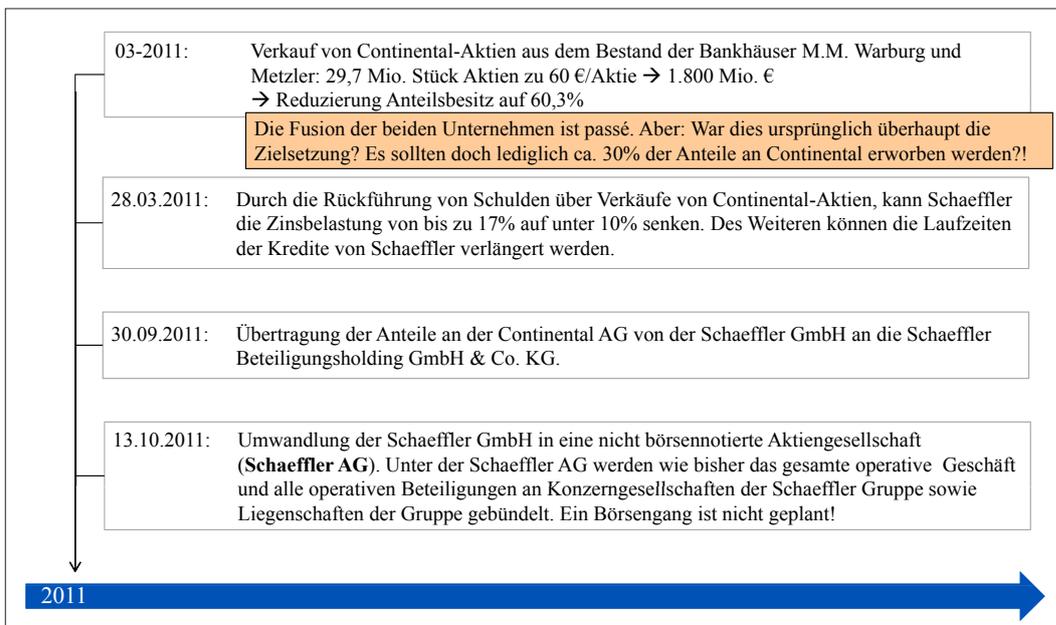


313 Die nachfolgende Chronologie der Ereignisse beruht auf umfangreichen Recherchen der Berichterstattung der Wirtschaftspresse sowie den Publikationen der Schaeffler AG.

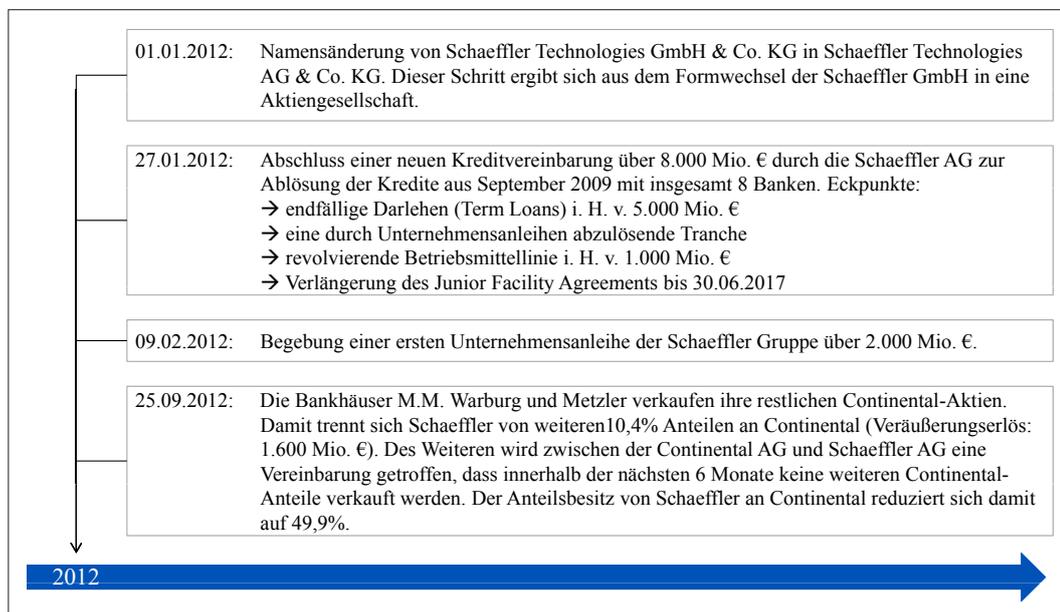
### Das Jahr 2010: ...übernimmt Continental Schaeffler?



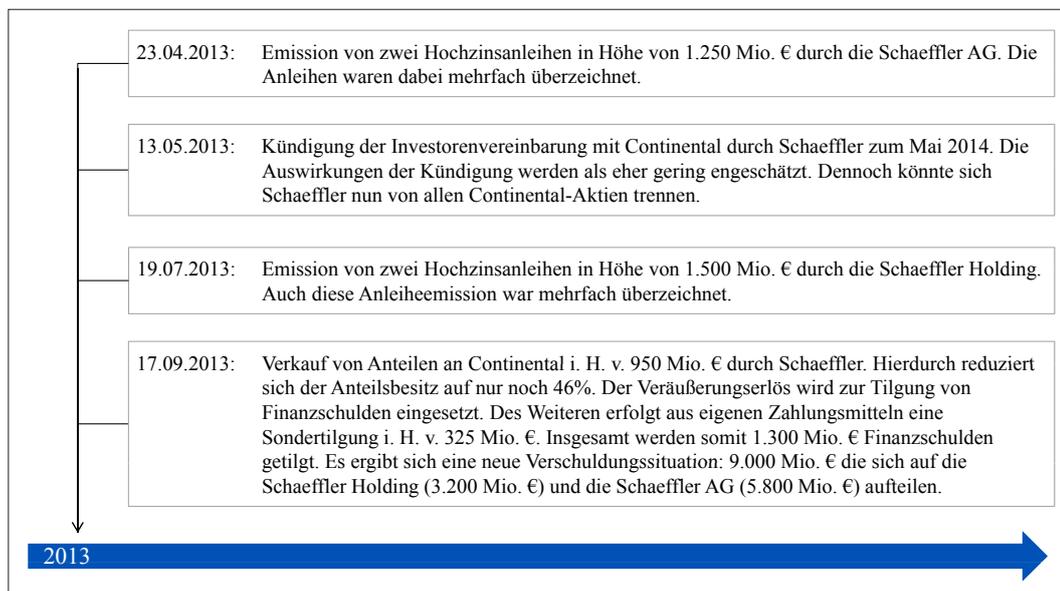
### Das Jahr 2011: Die Entschuldung beginnt...



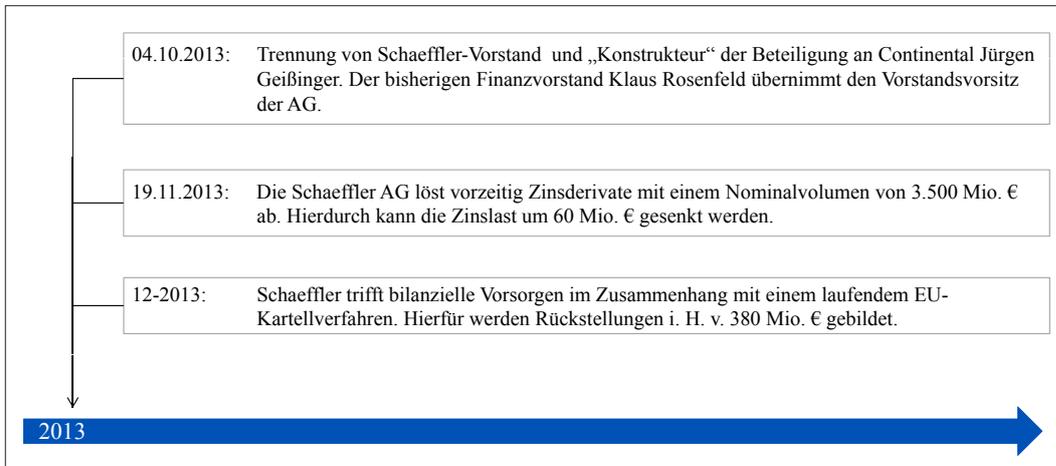
## Das Jahr 2012: ...und geht in Trippelschritten weiter



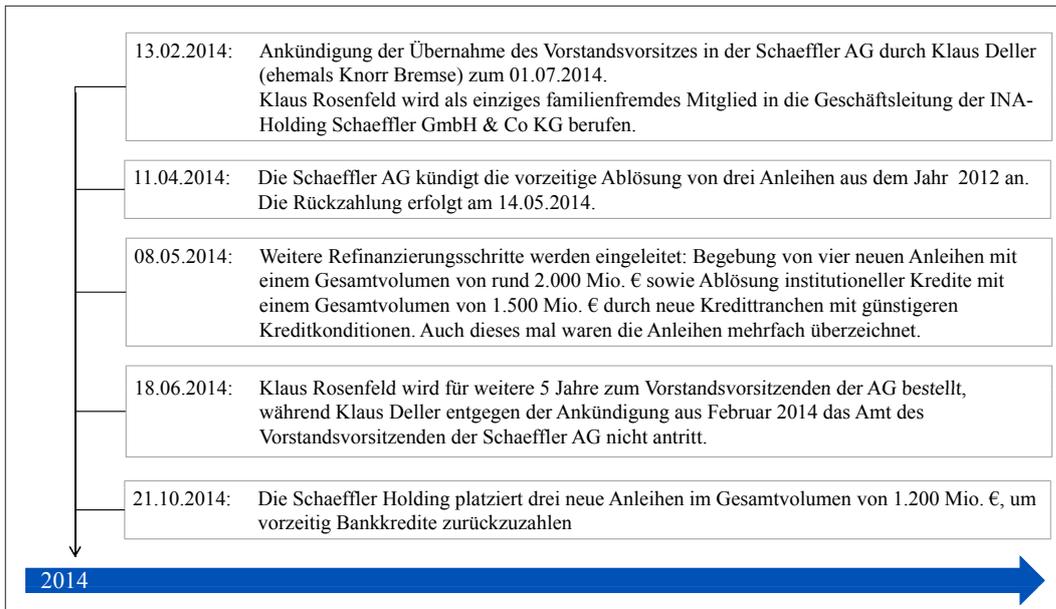
## Das Jahr 2013: Vorbereitung eines IPO? (1/2)



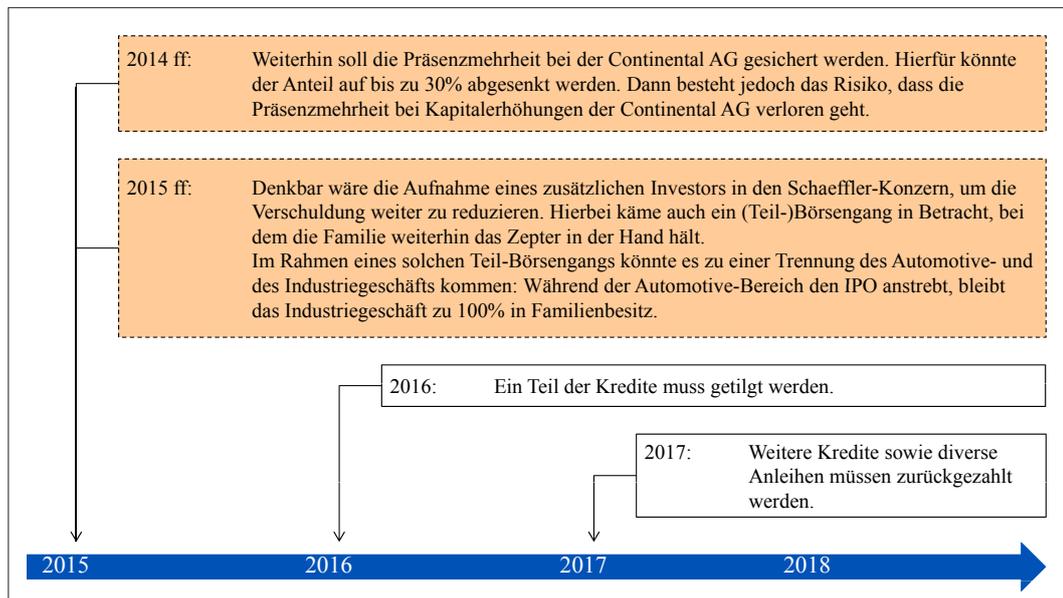
### Das Jahr 2013: Vorbereitung eines IPO? (2/2)



### Das Jahr 2014: Refinanzierung und Führungswechsel



**Die Szenario-Jahre 2015 ff.: Befreiungsschlag durch (Teil-)Börsengang?**





## Literaturverzeichnis

Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz (2009): Finanzierung, 2. Aufl., München 2009.

Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd (2012): Externes Rechnungswesen, 6. Aufl., München 2012.

Bösch, Martin (2009): Finanzwirtschaft, München 2009.

Böschen, Mark (2014): Neuer Markt II In: manager magazin, 2014, Heft 6, S. 116–122.

Coenenberg, Adolf G. (2001): Kapitalflussrechnung als Instrument der Bilanzanalyse – 1. Teil des Beitrages „Kapitalflussrechnung und Segmentberichterstattung als Instrumente der Bilanzanalyse“ In: Der Schweizer Treuhänder, 2001, Heft 4, S. 311–320.

Coenenberg, Adolf G./Haller, Axel/Schultze, Wolfgang (2014): Jahresabschluss- und Jahresabschlussanalyse, 23. Aufl., Stuttgart 2014.

Deloitte (2014): Umbruch in der Automobilzulieferindustrie, Stand März, 2014, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/finance/CF-Umbruch-in-der-Automobilzuliefererindustrie-2014.pdf> (Zugriff am 30.09.2014).

Demmer, Kurt/Kann, Günter (2013): Automobilzulieferer: Geschäftsabschwächung bringt die Unternehmen nicht vom Kurs ab, IKB Information, Dezember 2013, [https://www.ikb.de/MediaLibrary/8852348a-b546-4bd6-bfb1-f484ff445433/131203\\_Automobilzuliefer-Industrie%20endg.pdf](https://www.ikb.de/MediaLibrary/8852348a-b546-4bd6-bfb1-f484ff445433/131203_Automobilzuliefer-Industrie%20endg.pdf) (Zugriff am 24.09.2014).

Deutsche Bundesbank (2007): Leveraged-Buyout-Transaktionen: die Rolle von Finanzintermediären und Aspekte der Finanzstabilität In: Monatsbericht April, S. 15–28.

Deutsche Bundesbank (2012): Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung In: Monatsbericht, Januar 2012, S. 13–28.

Deutsche Bundesbank (2014): Deleveraging, <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/Functions/glossar.html?lv2=32026&lv3=62378> (Zugriff am 29.07.2014).

Eilers, Stephan/Teufel, Tobias (2014): Glossar der wichtigsten Finanzierungsinstrumente In: Unternehmensfinanzierung - Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Rechnungslegung, hrsg. von Stephan Eilers, Adalbert Rödding und Dirk Schmalenbach, 2. Aufl., München 2014, S. 37–86.

EZB (2012): Unternehmensverschuldung im Euro-Währungsgebiet In: EZB Monatsbericht, Februar 2012, S. 97–115.

Freitag, Michael (2013): Gier und Größenwahn In: manager magazin, Nr. 3, 2013, S. 50–55.

- Freitag, Michael (2014): Heile neue Welt In: manager magazin, Nr. 2, 2014, S. 11.
- Freitag, Michael/Maier, Angela (2014): Mutter & Sohn AG In: manager magazin, Nr. 6, 2014, S. 36–44.
- Gräfer, Horst/Schneider, Georg (2010): Bilanzanalyse, 11. Aufl., Herne 2010.
- Gräfer, Horst/Schneider, Georg/Gerenkamp, Thorsten (2012): Bilanzanalyse, 12. Aufl., Herne 2012.
- Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias/Warnig, Claudia (2009): Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung, RolandBerger Strategy Consultants, [http://www.rolandberger.de/media/pdf/Roland\\_Berger\\_Financial\\_Covenants\\_20090725.pdf](http://www.rolandberger.de/media/pdf/Roland_Berger_Financial_Covenants_20090725.pdf) (Zugriff am 22.07.2014).
- Haghani, Sascha/Voll, Steffen/Holzamer, Matthias (2008): Bedeutung und Management von Financial Covenants, RolandBerger Strategy Consultants, [http://www.rolandberger.de/media/pdf/rb\\_press/RB\\_Bedeutung\\_und\\_Management\\_von\\_Financial\\_Covenants\\_20080429.pdf](http://www.rolandberger.de/media/pdf/rb_press/RB_Bedeutung_und_Management_von_Financial_Covenants_20080429.pdf) (Zugriff am 23.07.2014).
- Hansen, Nele/Böhmer, Reinhold/Seiwert, Martin (2013): Die Meister der Windfall-Profits In: WirtschaftsWoche, Nr. 29, vom 15.07.2013, S.64–67.
- Hawranek, Dietma/Tietz, Janko (2009): Aus der Kurve getragen In: Der Spiegel, Nr. 5, 2009, S. 66–67.
- Höpner, Axel/Schneider, Mark C. (2013): Börsengang als Befreiungsschlag? In: Handelsblatt, Nr. 192 vom 07.10.2013, S. 5.
- Höpner, Martin/Jackson, Gregory (2003): Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann In: Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG, hrsg. von Wolfgang Streeck, Martin Höpner, Frankfurt a. M., New York 2003.
- Kann, Günter (2013): Finanzierungsmuster wandeln sich In: IKB-UnternehmerThemen, März 2013, S. 14–22.
- Köstler, Roland/Müller, Matthias/Sick, Sebastian (2013): Aufsichtsratspraxis – Handbuch für die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat, 10. Aufl., Frankfurt a. M. 2013.
- KPMG (2014): Im Umbruch – Die Zukunft der Zulieferindustrie, Automotive Now, Nr. 1, 2014, <http://www.kpmg.com/DE/de/Documents/automotive-now-1-2014-umbruch-zukunft-zulieferindustrie.pdf> (Zugriff am 30.09.2014).
- Krolak, Thomas/Morzfeld, Kurt/Remmen, Jan-Dominik (2009): Financial Covenants als Instrument der Krisenfrüherkennung und der normierten Krisenbewältigung In: DB, 2009, Heft 27, S. 1417–1422.
- Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter (2012): Die Bilanzanalyse, 10. Aufl., Stuttgart 2012.

- Maurenbrecher, Benedikt/Frick, Jürg (2010): Konsortialkredite In: Kreditrecht, Schweizerische Bankrechtstagung, hrsg. von Susan Emmenegger, Basel 2010, S. 47–101.
- Müller, Eva (2013): Zombie-Konzerne In: manager magazin, Nr. 6, 2013, S. 96–99.
- o. V. (2013): Schaeffler senkt Zinslasten In: FAZ, Nr. 94 vom 23.04.2013, S. 12.
- Palan, Dietmar (2014): Mister 350 Prozent In: manager magazin, Nr. 10, 2014, S. 82–86.
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas (2012): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 16. Aufl., München 2012.
- Pochmann, Günter/Sendel-Müller, Markus/Kischewski, Sven/Houben, Marion (2012): Internationale Bilanzpolitik, Düsseldorf 2012.
- Preuß, Susanne (2014): Mit einem Kraftakt in eine andere Liga In: FAZ, Nr. 215 vom 16.09.2014, S. 26.
- RolandBerger/Lazard (2013): Driving on thin ice, Global Automotive Supplier Study 2013, RolandBerger Strategy Consultants/Lazard & Co. GmbH, [http://www.roland-berger.de/media/pdf/Roland\\_Berger\\_Global\\_Automotive\\_Supplier\\_Study\\_20130917.pdf](http://www.roland-berger.de/media/pdf/Roland_Berger_Global_Automotive_Supplier_Study_20130917.pdf) (Zugriff am 24.09.2014).
- Schaeffler Gruppe (2014a): Mobilität für morgen, Bilanzpressekonferenz Schaeffler Gruppe am 20.03.2014, [http://www.schaeffler.com/remotemedien/media/\\_shared\\_media/09\\_investor\\_relations/presentationen/2013\\_3/DE\\_Schaeffler\\_Q4\\_2013\\_Presentation.pdf](http://www.schaeffler.com/remotemedien/media/_shared_media/09_investor_relations/presentationen/2013_3/DE_Schaeffler_Q4_2013_Presentation.pdf) (Zugriff am 06.08.2014).
- Schaeffler Gruppe (2014b): Schaeffler Capital Market Presentation „Mobility for tomorrow“ vom Oktober 2014, [http://www.schaeffler.com/remotemedien/media/\\_shared\\_media/09\\_investor\\_relations/presentationen/capital\\_market\\_presentation/2014/Schaeffler\\_Capital\\_Market\\_Presentation\\_October\\_2014.pdf](http://www.schaeffler.com/remotemedien/media/_shared_media/09_investor_relations/presentationen/capital_market_presentation/2014/Schaeffler_Capital_Market_Presentation_October_2014.pdf) (Zugriff am 28.10.2014).
- Sendel-Müller, Markus/Weckes, Marion (2013): Aktienrückkauf, Düsseldorf 2013, [http://www.boeckler.de/mbf\\_aktienrueckkauf\\_01.pdf](http://www.boeckler.de/mbf_aktienrueckkauf_01.pdf) (Zugriff am 13.08.2014).
- Sendel-Müller, Markus/Köck, Caroline (2014): Refinanzierung und Entschuldung, Düsseldorf 2014, [http://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_refinanzierung\\_entschuldung.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_refinanzierung_entschuldung.pdf) (Zugriff am 22.07.2014).
- Sick, Sebastian/Pütz, Lasse (2011): Der deutschen Mitbestimmung entzogen: Die Zahl der Unternehmen mit ausländischer Rechtsform wächst In: WSI Mitteilungen, 2011, Heft 1, S. 34–40.
- Sommer, Ulf (2012): Aktienrückkäufe auf Pump rechnen sich In: Handelsblatt, Nr. 237, vom 06.12.2012, S. 18.
- Tarashev, Nikola/von Peter, Goetz (2013): Niedrige Zinsen beflügeln Kreditmärkte – Banken verlieren an Boden In: BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2013, S. 1–12.

Tcherveniachki, Vassil (2007): Kapitalgesellschaften und Private Equity Fonds, Berlin 2007.

VDA (2014): Jahresbericht 2014, Berlin 2014.

Waschbusch, Gerd/Sendel-Müller, Markus/Staub-Ney, Nadine/Knoll Jessica (2014): Kapitel 4: Finanzierungseffekte einer Mitarbeiterkapitalbeteiligung In: Mitarbeiterkapitalbeteiligung unter Verwendung einer Beteiligungsgesellschaft – Gestaltung und Finanzierungsansätze, hrsg. von Jens Lowitzsch, Stefan Hanisch, Düsseldorf 2014, S. 135–193.

Waschbusch, Gerd/Sendel-Müller, Markus (2015): Zweckgesellschaften – Bilanzpolitisches Gestaltungspotenzial und Bedeutung im Rahmen der Corporate Governance-Umsetzung, Düsseldorf 2015.

Wiehle, Ulrich/Diegelmann, Michael/Deter, Henryk/Schömig, Peter Noel/Rolf, Michael (2011): 100 Finanzkennzahlen, 4. Aufl., Wiesbaden 2011.

Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim (2013): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 11. Aufl., München 2013.

Zantow, Roger (2007): Finanzwirtschaft des Unternehmens, 2. Aufl., München 2007.

## **Hans-Böckler-Stiftung**

Die Hans-Böckler-Stiftung ist das Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des Deutschen Gewerkschaftsbundes. Gegründet wurde sie 1977 aus der Stiftung Mitbestimmung und der Hans-Böckler-Gesellschaft. Die Stiftung wirbt für Mitbestimmung als Gestaltungsprinzip einer demokratischen Gesellschaft und setzt sich dafür ein, die Möglichkeiten der Mitbestimmung zu erweitern.

## **Mitbestimmungsförderung und -beratung**

Die Stiftung informiert und berät Mitglieder von Betriebs- und Personalräten sowie Vertreterinnen und Vertreter von Beschäftigten in Aufsichtsräten. Diese können sich mit Fragen zu Wirtschaft und Recht, Personal- und Sozialwesen, zu Aus- und Weiterbildung an die Stiftung wenden.

## **Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut (WSI)**

Das Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut (WSI) in der Hans-Böckler-Stiftung forscht zu Themen, die für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von Bedeutung sind. Globalisierung, Beschäftigung und institutioneller Wandel, Arbeit, Verteilung und soziale Sicherung sowie Arbeitsbeziehungen und Tarifpolitik sind die Schwerpunkte. Das WSI-Tarifarchiv bietet umfangreiche Dokumentationen und fundierte Auswertungen zu allen Aspekten der Tarifpolitik.

## **Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)**

Das Ziel des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung ist es, gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge zu erforschen und für die wirtschaftspolitische Beratung einzusetzen. Daneben stellt das IMK auf der Basis seiner Forschungs- und Beratungsarbeiten regelmäßig Konjunkturprognosen vor.

## **Forschungsförderung**

Die Forschungsförderung finanziert und koordiniert wissenschaftliche Vorhaben zu sechs Themenschwerpunkten: Erwerbsarbeit im Wandel, Strukturwandel – Innovationen und Beschäftigung, Mitbestimmung im Wandel, Zukunft des Wohlfahrtsstaats, Bildung für und in der Arbeitswelt sowie Geschichte der Gewerkschaften.

## **Studienförderung**

Als zweitgrößtes Studienförderungswerk der Bundesrepublik trägt die Stiftung dazu bei, soziale Ungleichheit im Bildungswesen zu überwinden. Sie fördert gewerkschaftlich und gesellschaftspolitisch engagierte Studierende und Promovierende mit Stipendien, Bildungsangeboten und der Vermittlung von Praktika. Insbesondere unterstützt sie Absolventinnen und Absolventen des zweiten Bildungsweges.

## **Öffentlichkeitsarbeit**

Mit dem 14-tägig erscheinenden Infodienst „Böckler Impuls“ begleitet die Stiftung die aktuellen politischen Debatten in den Themenfeldern Arbeit, Wirtschaft und Soziales. Das Magazin „Mitbestimmung“ und die „WSI-Mitteilungen“ informieren monatlich über Themen aus Arbeitswelt und Wissenschaft.

Mit der Homepage [www.boeckler.de](http://www.boeckler.de) bietet die Stiftung einen schnellen Zugang zu ihren Veranstaltungen, Publikationen, Beratungsangeboten und Forschungsergebnissen.

## **Hans-Böckler-Stiftung**

Hans-Böckler-Straße 39 Telefon: 02 11/77 78-0  
40476 Düsseldorf Telefax: 02 11/77 78-225

