

## **Finanzierung eines Multinationalen Unternehmens Werkzeuge und Prozesse, Risiken und Chancen**

Thomas Rein	Christian Schühly	Stefan Rost
-------------	-------------------	-------------

### Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	I
1. Multinationale Unternehmen .....	1
1.1 Definition .....	1
1.2 Umweltbedingungen .....	1
1.3 Finanzorganisation .....	2
1.4 Finanzmanagement .....	2
1.5 Finanzpolitik .....	3
2. Auslandsinvestitionen .....	3
2.1 Begriffsbestimmung .....	3
2.2 Ziele der Auslandsinvestitionen .....	3
2.3 Investitionsalternativen .....	4
2.4 Standortwahl .....	5
2.5 Risikobestimmung .....	6
2.5.1 Identifikation wirtschaftlicher Risiken .....	6
2.5.2 Identifikation politischer Risiken .....	6
2.5.3 Messung der Risiken .....	7
2.6 Beurteilung der Auslandsinvestitionsalternativen .....	7
2.6.1 Kapitalwertrechnung .....	8
2.6.2 Interne-Zinsfuß-Methode .....	8
2.6.3 Accounting Rate of Return .....	8
2.7 Investitionsentscheidungen .....	9
2.7.1 Montageproduktion .....	9
2.7.2 Akquisition von Unternehmungen .....	10
2.7.3 Neuinvestition .....	10
2.7.4 Joint-Venture-Direktinvestitionen .....	11
2.8 Desinvestitionen .....	11

2.8.1 Gründe zur Auflösung von Direktinvestitionen .....	11
2.8.2 Desinvestitionsprozess.....	12
3. Werkzeuge und Prozesse der Innenfinanzierung multinationaler Unternehmungen .....	12
3.1 Gewinnverwendungsentscheidungen .....	16
3.1.1 Bemessungsgrundlage der Gewinne.....	17
3.1.2 Transferbestimmungen .....	18
3.2 Gewinnverlagerungsentscheidungen .....	19
3.3 Valutaentscheidungen.....	20
3.3.1 Grundsätze des Valutamanagement.....	20
3.3.2 Alternativen der Valutaentscheidungen von MNU .....	21
3.4 Substanzerhaltungsentscheidungen .....	22
3.5 Rückstellungsentscheidungen.....	23
4. Werkzeuge und Prozesse der Außenfinanzierung multinationaler Unternehmen..	24
4.1 Mittelbeschaffungsalternativen .....	24
4.1.1 Beteiligungsfinanzierung.....	24
4.1.1.1 Aktienemission .....	25
4.1.1.2 Sonstige Beteiligungen .....	26
4.1.1.3 Fremdfinanzierte Eigenkapitalbeschaffung .....	26
4.1.2 Kreditfinanzierung.....	27
4.1.2.1 Internationale Anleihen .....	27
4.1.2.2 Mittel- und langfristige Kredite .....	29
4.1.2.3 Kurzfristige Kreditaufnahme .....	30
4.2 Organisation der Kapitalbeschaffung .....	30
4.2.1 Zentrale Kapitalbeschaffung durch Zwischeneinheiten .....	30
4.2.2 Dezentrale Finanzmittelbeschaffung durch Grundeinheiten .....	31
5. Fazit .....	31
Literaturverzeichnis .....	III

## 1. Multinationale Unternehmen

### 1.1 Definition

Charakteristisch für ein multinationales Unternehmen ist, dass es in mindestens zwei Ländern eigene Produktionsstätten nachhaltig betreibt. Wobei der Begriff Produktionsstätte auf Dienstleistungen auszuweiten ist. Sollte ein Unternehmen nur grenzüberschreitend tätig sein, d.h. Handel mit dem Ausland betreiben, Rohstoffe und Waren importieren und exportieren, dann ist dies nur ein internationales Unternehmen, da es keine eigene Produktion oder Filiale im Ausland unterhält.<sup>1</sup>

### 1.2 Umweltbedingungen

Es ist zwischen zwei Arten zu unterscheiden. Zum einen haben wir die interne Umwelt, die dadurch gekennzeichnet ist, dass es sich um Faktoren innerhalb der Organisation handelt, die Einfluss auf die Entscheidungen haben. Zum anderen existiert die externe Umwelt. Sie ist dadurch charakterisiert, dass entscheidungsrelevante Faktoren außerhalb der Organisation entstehen. Die Organisation steht mit den Faktoren in direkter Verbindung und es entstehen dadurch Beeinflussungen, die das Verhalten der Organisation verändern oder die durch das Verhalten der Organisation verändert werden. Man spricht hierbei auch von primären und sekundären Umweltfaktoren. Primäre Umweltfaktoren wirken direkt marktgestaltend, d.h. sie können von den Multinationalen Unternehmen (MNU) verändert werden und somit das Verhalten der Marktteilnehmer beeinflussen. Sekundäre Umweltfaktoren dagegen haben Einfluss auf Ziele der MNU, können von diesen aber nicht kurz- oder mittelfristig verändert werden.<sup>2</sup>

Gründe für MNU sind vielschichtig. Sie liegen zum einen in der technologisch ökonomischen Entwicklung begründet, d.h. in unserer modernen Volkswirtschaft ist Arbeitsteilung unabdingbar, d.h. es erfolgt ein Handel mit Waren und Dienstleistungen, der durch die Spezialisierung auf einzelne Produkte zustande kommt. Darüber hinaus ist eine Produktion rein im Inland zu teuer, so dass alternative Produktionsmöglichkeiten gesucht werden müssen.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 1

<sup>2</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 8f

<sup>3</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 9-12

Zum anderen ist die politische Entwicklung für MNU nicht ohne Bedeutung. So ist beispielsweise der Euro-Raum ein interessanter Markt für MNU, da sich das große Problem der Devisenkurse hier nicht bietet. Es entstehen allerdings oft Streitherde, da MNU häufig für Lohn- und Gehaltsdifferenzen verantwortlich gemacht werden und nationale Vorschriften, wie z.B. Steuerpolitik umgehen wollen.<sup>4</sup>

### 1.3 Finanzorganisation

Im Rahmen der Finanzorganisation muss berücksichtigt werden, in wie weit die finanzwirtschaftliche Organisation in die Gesamtorganisation eingebettet wird. Es ist weiter von Bedeutung, ob es sich um einen multinationalen Konzern oder eine multinationale Einheitsunternehmung handelt. Wir werden uns hier auf den multinationalen Konzern in der Betrachtung beschränken.

In der Praxis sind drei wesentliche Typen der Eingliederung der Finanzorganisation in die Gesamtorganisation zu erkennen. So gibt es erstens die Zentralisation auf die Spitzeneinheit, zweitens die Zentralisation auf nachgeordnete Spitzeneinheiten und drittens eine Mischform der beiden oben genannten Formen.<sup>5</sup>

Das Grundproblem eines MNU besteht darin, ob die Entscheidungsaufgaben auf zentrale oder dezentrale Einheiten aufgeteilt werden. Hierbei muss beachtet werden, dass eine Zentralisation von Entscheidungsaufgaben den Statuten der MNU entsprechen muss.<sup>6</sup>

### 1.4 Finanzmanagement

Dem Finanzmanagement kommt die Aufgabe zuteil Kompetenzen zwischen der Spitzeneinheit und der Grundeinheit aufzuteilen. So bleibt festzuhalten, dass die Routineaufgaben meistens bei der Grundeinheit bleiben. Hierzu gehören z.B. Buchführung, Kundenkredit, Regulierung der Forderungen und Bargeldmanagement. Uneinigkeit herrscht bei den Aufgaben in den Bankbeziehungen, für die aber häufig zentrale Richtlinien gelten. Die restlichen Aufgaben werden zentral übernommen.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 12

<sup>5</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 63

<sup>6</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 64

<sup>7</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 76f.

## 1.5 Finanzpolitik

Die Finanzpolitik gibt der MNU generelle Vorgaben, die zur Erreichung der Ziele bzw. zur Vermeidung von Zielkonflikten notwendig ist. Es gibt, wie wir im weiteren Verlauf der Arbeit sehen werden, eine Vielzahl von Finanzierungsmöglichkeiten, die ohne einen genauen Vorgabenkatalog im Ermessen der jeweiligen Grundeinheit liegen würden. Es wird also geregelt, ob es sich bevorzugt um konzerninterne oder konzernexterne Finanzierung handeln soll, welche Konditionen gelten und wie Währungsrisiken und ausländische Direktinvestitionen zu handhaben sind.<sup>8</sup>

## 2. Auslandsinvestitionen

### 2.1 Begriffsbestimmung

Auslandsinvestitionen lassen sich in direkte und indirekte Auslandsinvestitionen gliedern.<sup>9</sup> Im Folgenden werden nur die Direktinvestitionen erläutert. Direkte Auslandsinvestitionen sind Kapitalinvestitionen privater Unternehmungen im Ausland, die zur Gründung, der Erweiterung oder zum Erwerb von Unternehmungen getätigt werden.<sup>10</sup> Erst durch direkte Auslandsinvestitionen entstehen multinationale Unternehmen.<sup>11</sup> Unter Auslandsinvestitionen sind also Betriebsstätten, Tochtergesellschaften und Niederlassungen zu verstehen.<sup>12</sup> 2004 wurden 41,3 Milliarden Euro Deutsche Direktinvestitionen (Beteiligungskapital / Neuanlagen) im Ausland gemeldet.<sup>13</sup>

### 2.2 Ziele der Auslandsinvestitionen

Im Zielsystem einer Unternehmung werden vor allem Gewinn-, Wachstums- und Sicherungsziele als die dominierenden Ziele für Auslandsinvestitionen betrachtet.

---

<sup>8</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 82

<sup>9</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 14

<sup>10</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 86

<sup>11</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 14

<sup>12</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 15

<sup>13</sup> Vgl. Deutscher Industrie- und Handelskammertag, [www.dihk.de](http://www.dihk.de), Datum des Abrufs: 22.11.2005

Unter Verfolgung des Gewinnziels werden Auslandsinvestitionen vorgenommen, wenn im Ausland höhere Gewinne als im Inland erzielt werden können. Meist ist das Gewinnziel nur ein mittelbares Ziel einer Auslandsinvestition. Es wird also indirekt über die Verfolgung anderer Ziele (z.B. Kostenreduzierung oder Absatzsteigerung) angestrebt. Wachstumsziele versucht die Unternehmung über die Steigerung des Absatzes auf den bisherigen Märkten und durch die Erschließung neuer Märkte zu erreichen. Ein weiteres Ziel ist die Sicherung von Absatz-, Beschaffungs-, Produkt- und Ländermärkten.<sup>14</sup> In der angloamerikanischen Literatur dominiert als Ziel die Maximierung des Marktwertes (Shareholder-Value-Maximierung).<sup>15</sup> Eine Umfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertages hat ergeben, dass viele Unternehmen (40 Prozent der Befragten) mit dem Motiv „Aufbau von Vertrieb und Kundendienst“ investieren. Dieser Sachverhalt legt den Schluss nahe, dass nun auch viele mittelständische Unternehmen den Einstieg in neue Märkte planen. Aber auch Auslandsinvestitionen zum Zwecke der Markterschließung (26 Prozent der Befragten) spielen eine große Rolle. Vor allem Großunternehmen nennen die Auslandsproduktion zur Markterschließung als den Hauptgrund ihres Engagements im Ausland. Auslandsproduktion zur Kostenersparnis ist mit 34 Prozent der Nennungen weiterhin ein wichtiges Motiv.<sup>16</sup>

### 2.3 Investitionsalternativen

Um eine Investitionsgelegenheit wahrnehmen zu können, muss diese zunächst identifiziert werden. Es lassen sich dabei vier generelle Gestaltungsmöglichkeiten unterscheiden.<sup>17</sup> Bei der aktiven methodischen Vorgehensweise werden gezielt Methoden (z.B. Gap-Analysen, Quality-Circles, Kreativitätstechniken) bei der Suche nach neuen Investitionsgelegenheiten eingesetzt. Ein aktives, nicht methodisches Vorgehen entwickelt zwar Aktivitäten, um neue Investitionsgelegenheiten zu finden (beispielsweise Messebesuche), es werden jedoch keine systematischen Unterstützungen gegeben. Die passive, methodische Vorgehensweise belohnt Anregungen und Ideen und kanalisiert diese (z.B. durch das betriebliche

---

<sup>14</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 18

<sup>15</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 20

<sup>16</sup> Vgl. Deutscher Industrie und Handelskammertag, Investitionen im Ausland, Berlin 2005, S. 4

<sup>17</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 29

Vorschlagwesen). Dabei wird kein Einfluss auf die Ideenproduktion genommen. Eine passive, nicht methodengestützte Vorgehensweise kennt keine systematischen Unterstützungen um Investitionsgelegenheiten zu finden. Auf die mehr oder weniger zwangsläufigen Investitionserfordernisse wird passiv reagiert.<sup>18</sup> Nicht jede Investitionsgelegenheit kann bis ins Detail geprüft werden. Der zeitliche, personelle und materielle Aufwand ist erheblich. Es ist den Unternehmen daher nicht möglich für alle Investitionsgelegenheiten eine umfassende finanzwirtschaftliche Analyse zu erstellen. Deswegen ist eine Vorauswahl von profitabel wirkenden Projekten aus der Gesamtmenge sämtlicher identifizierten Auslandsinvestitionsgelegenheiten erforderlich. Diese Vorauswahl erfolgt mit dem Ziel der Unternehmung, der Steigerung des Marktwertes der Unternehmung.<sup>19</sup>

#### 2.4 Standortwahl

Neben der grundsätzlichen Entscheidung zur Vornahme einer Direktinvestition im Ausland, kommt der Entscheidung über den Standort der geplanten Direktinvestition eine wesentliche Bedeutung zu. Dabei muss zunächst der Makrostandort, also das Land in dem die Direktinvestition erfolgen soll, bestimmt werden. Danach wird der endgültige Standort innerhalb des gewählten Landes bestimmt (Mikrostandort). Die Wahl des Mikrostandorts unterscheidet sich nicht von der Standortwahl im Inland. Es sind dabei dieselben Faktoren von Bedeutung (wie z.B. Nähe zu Rohstoffen, Infrastruktur usw.). Das besondere an der Auslandsinvestition ist somit die Entscheidung für ein bestimmtes Land in dem investiert werden soll. In dem ausgewählten Land sollte eine positive Entwicklung bei den Produktions-, Absatz- und Finanzierungsbedingungen zu erwarten sein. Es muss zumindest wirtschaftliche und politische Stabilität bieten. Vorzuziehen sind dabei solche Länder, die im Vergleich eine überdurchschnittliche wirtschaftliche Entwicklung erwarten lassen.<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 30

<sup>19</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 30f

<sup>20</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 106f

## 2.5 Risikobestimmung

Typisch für Auslandsinvestitionen ist die unterschiedliche Risikosituation der einzelnen Investitionsalternativen. Zuerst gilt es diese Risiken zu identifizieren und die Wahrscheinlichkeit ihres Eintretens sowie das Ausmaß des Schadens bei Eintritt abzuschätzen.<sup>21</sup>

### 2.5.1 Identifikation wirtschaftlicher Risiken

Bei der Identifikation der wirtschaftlichen Risiken ist zwischen mikroökonomischen und makroökonomischen Risiken zu unterscheiden. Mikroökonomische Risiken betreffen direkt den Standort der Direktinvestition (z.B. ist ausreichend Bauland vorhanden, Anbindung an Transportsysteme). Diese Risiken sind relativ genau zu bestimmen sowie in einem für die Unternehmung positiven Sinne zu beeinflussen. Makroökonomische Risiken sind dagegen schwerer zu identifizieren und einzuschätzen. Es handelt sich dabei vor allem um Unwägbarkeiten, die aus dem Aufbau der betreffenden Volkswirtschaft resultieren (z.B. konjunkturelle Einflüsse, unvorhersehbare Veränderungen von Kaufgewohnheiten, Veränderungen der Kaufkraft und Einkommensverteilung). Eine weitere makroökonomische Risikoquelle ist das so genannte Währungsrisiko.<sup>22</sup> Es handelt sich dabei um eine negative Entwicklung des Geldwertes, unabhängige Gestaltung der Wechselkurse und die Entstehung von Transferproblemen.<sup>23</sup>

### 2.5.2 Identifikation politischer Risiken

Unter politischen Risiken versteht man die Intervention von staatlichen Stellen, die den Handlungsfreiraum der Unternehmung einschränken.<sup>24</sup> Der Extremfall des politischen Risikos, ist die Enteignung der Unternehmung. Weiterhin zu berücksichtigen sind diskriminierende Maßnahmen und diskriminierende

---

<sup>21</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 109

<sup>22</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 111

<sup>23</sup> Vgl. Oswald Hahn, Absicherung von Investitionsrisiken im Ausland, Frankfurt 1982, S. 21

<sup>24</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 176



Einmischungen. Letztere bestehen darin, lokalen Konkurrenten oder nationalen Unternehmungen einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Diskriminierende Maßnahmen werden mit dem Ziel die Unternehmung aus dem betreffenden Land zu vertreiben eingesetzt. Dies erfolgt mit Hilfe von Überbesteuerung, Erhebung spezieller Abgaben, Anhebung von Lizenzgebühren und ähnlichem.<sup>25</sup>

### 2.5.3 Messung der Risiken

Um die Risiken berücksichtigen zu können, ist zunächst Ihre Messung notwendig. Dabei bedient man sich eines Indikatorenmodells wie z.B. dem BERI-Geschäftsrisiko-Index. Dieser Index dient der Beurteilung des Investitionsklimas und der politischen Stabilität eines Landes. Es werden dabei drei Komponenten verwendet, mit deren Hilfe ein Gesamtindex gebildet wird. Es handelt sich dabei um den Operation Risk Index (Geschäftsklima im Ausland), den Political Risk Index (politische Stabilität) und den R-Factor (Transferrisiko). Aus diesem Gesamtindex leitet das BERI-Institut eine Handlungsempfehlung ab.<sup>26</sup>

### 2.6 Beurteilung der Auslandsinvestitionsalternativen

Die Entscheidungsträger der Unternehmung wählen bei Vorprüfungen diejenigen Investitionsalternativen aus, die den Zielen der Unternehmung am ehesten entsprechen. Mit Hilfe von Investitionskalkülen versucht man dann die Unsicherheit weiter zu reduzieren.<sup>27</sup> Es handelt sich dabei um quantitative Verfahren zur Ermittlung der Vorteilhaftigkeit einer Auslandsinvestition. Das Investitionskalkül enthält alle mit der Investitionsalternative verbundenen Ein- und Auszahlungen, Zahlungszeitpunkte sowie Angaben über das Risiko der Zahlungen. Es lassen sich statische und dynamische Investitionskalküle unterscheiden. Dynamische Verfahren berücksichtigen den zeitlichen Anfall der Ein- und Auszahlungen. Bei statischen Verfahren ist dies nicht der Fall.<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 112f

<sup>26</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 178

<sup>27</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 128

<sup>28</sup> Vgl. Peter Pflaumer; Investitionsrechnung, München 1995, S. 3

### 2.6.1 Kapitalwertrechnung

Die Kapitalwertmethode, ist ein Verfahren der dynamischen Investitionsrechnung. Dabei dient der Kapitalwert zu Beginn der Nutzungsdauer als Maßstab der Vorteilhaftigkeit. Der Kapitalwert einer Investition ist die Differenz zwischen dem Barwert der Einzahlungen und dem Barwert der Auszahlungen.<sup>29</sup> Der Barwert einer Ein- oder Auszahlung ist der Wert, der sich durch Abzinsung ergibt.<sup>30</sup> Für die Berechnung ist es notwendig einen angemessenen Zinssatz festzulegen. Als Kalkulationszinssatz kann beispielsweise der kalkulatorische Zinssatz aus der Kostenrechnung verwendet werden, oder sich am Kostensatz des Fremdkapitals orientieren. Der Kalkulationszinssatz gibt eine Mindestrendite für die Auslandsinvestition vor.<sup>31</sup> Damit eine Direktinvestition vorteilhaft ist, sollte der Kapitalwert größer Null sein.<sup>32</sup> Mit dem Kapitalwertverfahren lassen sich aber nicht nur Zahlungsströme berücksichtigen, sondern auch das Investitionsklima und spezifische Risiken (politischer und wirtschaftlicher Art) abbilden. Es entsteht dabei ein komplexes mathematisches Modell, dessen Handhabung kompliziert ist.<sup>33</sup>

### 2.6.2 Interne-Zinsfuß-Methode

Die Interne Zinsfuß-Methode nutzt den internen Zinsfuß als Maßstab der Vorteilhaftigkeit einer Investition.<sup>34</sup> Es wird dabei der Diskontierungszinssatz gesucht, der zu einem Kapitalwert von Null führt. Die Direktinvestition ist dann vorteilhaft, wenn der interne Zinssatz den Kalkulationszinssfuß übersteigt.<sup>35</sup>

### 2.6.3 Accounting Rate of Return

Um sich einen Überblick über die Investitionsrendite zu verschaffen, kann das Accounting Rate of Return Verfahren verwendet werden. Die Basis für dieses Verfahren bilden die mit Hilfe der Kapitalwertmethode ermittelten Barwerte. Dabei

---

<sup>29</sup> Vgl. Klaus Olfert, Investition, Ludwigshafen 1992, S. 192

<sup>30</sup> Vgl. Klaus Olfert, Investition, Ludwigshafen 1992, S. 186

<sup>31</sup> Vgl. Controllenspielwiese, [www.controllenspielwiese.de](http://www.controllenspielwiese.de), Datum des Abrufs 29.11.2005

<sup>32</sup> Vgl. Klaus Olfert, Investition, Ludwigshafen 1992, S. 193

<sup>33</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 132

<sup>34</sup> Vgl. Klaus Olfert, Investition, Ludwigshafen 1992, S. 202

<sup>35</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 135f

wird davon ausgegangen, dass die Investition in eine Unternehmensakquisition beabsichtigt ist. Die Accounting Rate of Return ergibt sich aus der Gewinnausschüttung zum Bezugszeitpunkt und der Differenz der Barwerte für den Planungszeitraum. Diese addierte Summe wird schließlich zum Barwert der ersten Periode in Beziehung gesetzt.<sup>36</sup>

## 2.7 Investitionsentscheidungen

Nach der Auswahl- und Bewertungsphase verschiedener Investitionsalternativen steht die Entscheidung, ein Investitionsprojekt zu verwirklichen. Es gibt dabei viele mögliche Varianten (Montageproduktion, Akquisition von Unternehmungen, Neuinvestitionen und Joint-Venture, Ergänzungs- und Erweiterungsinvestitionen).<sup>37</sup>

### 2.7.1 Montageproduktion

Bei der Montageproduktion wird lediglich eine Endmontage von Halbfabrikaten vorgenommen. Der durch die Direktinvestition gegründete Betrieb erhält die Halbfabrikate von der Spitzeneinheit, oder anderen ausländischen Grundeinheiten. Voraussetzung hierfür ist ein geeignetes Produkt. Die Montageproduktion ist deshalb häufig bei multinationalen Automobilkonzernen und Elektronikkonzernen zu finden. Es gibt verschiedene Gründe die für eine Montageproduktion sprechen. Zum einen können staatliche Vorschriften des Gastlandes wie z.B. unterschiedliche Zollbelastung für Einzelteile und Gesamtprodukte eine weitergehende Investitionsform verhindern. Aber auch Einflüsse (z.B. gewerkschaftliche Widerstände gegen die Verlagerung von Arbeitsplätzen in das Ausland) im Sitzland der Spitzeneinheit können Montageproduktionen im Ausland begünstigen. Natürlich können auch ausschließlich unternehmensbezogene Tatbestände wie z.B. niedrigere Lohnstückkosten zu einer Montageproduktion im Ausland führen.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 137

<sup>37</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 139f

<sup>38</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 140

### 2.7.2 Akquisition von Unternehmungen

Diese Form der Direktinvestition lässt sich hauptsächlich auf drei Motive zurückführen. Erstens führt das Vordringen in bisher unbekannte Umwelten im Zuge der Multinationalisierung zu einer Unsicherheit der Unternehmensführung. In diesem Übergangstadium versucht die Unternehmung deshalb leistungsfähige Unternehmungen im Ausland zu übernehmen. Dadurch kann die neue Umwelt erfolgreich kennen gelernt und getestet werden. Ein zweites Motiv kann in produktions- und absatzwirtschaftlichen Erwägungen bestehen. Durch die Akquisition wird der Marktzutritt vereinfacht. Aber auch diversifikationspolitische Erwägungen und wettbewerbspolitische Gründe kommen in Frage. Es ist möglich, dass durch den Aufkauf von Konkurrenten die Markstellung des Unternehmens gefestigt wird. Ein weiteres Motiv betrifft den finanzwirtschaftlichen Bereich. Der Kauf von Unternehmen kann oft leichter finanzierbar sein als eine Neuinvestition, da der Kaufpreis oft in Anteilen der multinationalen Unternehmung gegeben werden kann („Anteil-Swap“).<sup>39</sup>

### 2.7.3 Neuinvestition

Eine Neuinvestition ist die Errichtung von Produktionsstätten im Ausland. Dies ist meist mit einem höheren Risiko als die Akquisition behaftet. Die Realisierungsdauer des Projekts spielt eine große Rolle. Sie macht spezielle organisatorische Vorkehrungen notwendig. Hinzu kommen Probleme, die sich aus den spezifischen Verhältnissen (z.B. Infrastruktur, Qualität der Arbeitskräfte) des Gastlandes ergeben. Diese Probleme können erhebliche Rückwirkungen auf den finanzwirtschaftlichen Bereich haben. Eine Verzögerung der Fertigstellung des Projekts (z.B. durch Streiks), kann zu großen Verlusten führen. Auch nicht vorhersehbare Sekundärinvestitionen können das Projekt verteuern.<sup>40</sup>

---

<sup>39</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 140f

<sup>40</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 141f

#### 2.7.4 Joint-Venture-Direktinvestitionen

Nicht immer ist eine Direktinvestition möglich, die zum vollen Eigentum (100%) am Investitionsobjekt führt. Entweder ist sie objektiv nicht realisierbar, oder aus unternehmensinternen Gründen nicht erwünscht. Joint Ventures sind spezifische Formen von Unternehmensbeteiligungen. Sie treten als Minderheitsbeteiligungen (bis 49%) und als Mehrheitsbeteiligungen (50% und mehr) auf. Weiterhin lassen sich Joint Ventures bezüglich ihres Standortes und ihrer Aufgabe differenzieren. Joint Ventures in hochindustrialisierten Ländern unterliegen anderen Bedingungen also solche in Entwicklungsländern. Bezogen auf die Aufgabe trennt man zwischen Finanzierungs-Joint-Venture, Projekt-Ausführungs-Joint-Venture und Produktions-Joint-Venture. Die Motive zur Beteiligung an einem Joint Venture beruhen in erster Linie auf Gründen der Unsicherheit über die lokale Situation im Gastland. Durch die Beteiligung verspricht sich das Unternehmen den Erwerb von Standortwissen, das eine Anpassung an die Verhältnisse der fremden Umwelt ermöglicht.<sup>41</sup>

#### 2.8 Desinvestitionen

Desinvestitionen sind von finanzwirtschaftlicher Relevanz. Sie haben eine Auflösung der ursprünglichen Direktinvestition zum Gegenstand.

##### 2.8.1 Gründe zur Auflösung von Direktinvestitionen

Im Wesentlichen lassen sich Desinvestitionsentscheidungen auf folgende Faktoren zurückführen:

- **Finanzielle Überlegungen:** Diese bestehen in einem mangelhaften Erfolg der ausländischen Grundeinheit. Oft kommt die mangelnde Fähigkeit der Spitzeneinheit, Verluste bei den Grundeinheiten aufzufangen hinzu. Finanzierungsschwierigkeiten für notwendige Erweiterungsinvestitionen oder Modernisierungen können weiter Gründe für die Desinvestitionsentscheidung sein.

---

<sup>41</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Heidelberg 1987, S. 144f

- Unzureichende Prüfung der Investitionsprojekte: Häufig ist die Ursache einer frühzeitigen Desinvestition in schlecht vorbereiteten Investitionsanalyseverfahren zu suchen.
- Ungünstige Umweltbedingungen: Auch eine sorgfältige Risikobestimmung kann die Möglichkeit der nachteiligen Veränderung von Umweltbedingungen nicht ausschließen.
- Mangel an Management-Ressourcen: Kleine ausländische Grundeinheiten sind oft mit dem Problem konfrontiert, dass keine fähigen Führungskräfte in dem betreffenden Land zu gewinnen sind.<sup>42</sup>

### 2.8.2 Desinvestitionsprozess

Desinvestitionen müssen geplant und organisatorisch gestaltet werden. Zweckmäßig sollte gleichzeitig mit der Planung der Direktinvestition, eine Strategie zur Desinvestition entwickelt werden. Dies muss im Bedarfsfall sofort einsatzbereit sein. Die Desinvestition kann in verschiedenen Formen erfolgen. Möglich ist beispielsweise der Verkauf der kompletten ausländischen Grundeinheit oder deren Liquidation. Auch ein Teilverkauf wäre denkbar.<sup>43</sup>

### 3. Werkzeuge und Prozesse der Innenfinanzierung multinationaler Unternehmen

Die Innenfinanzierung ist eine Finanzierung, die das Unternehmen aus eigener Kraft vornimmt. Bei der Außenfinanzierung nimmt das Unternehmen Kapital von außen auf, bei der Innenfinanzierung fließt das Kapital aus Umsatzerlösen oder sonstigen Erlösen zu, das für Finanzierungsmaßnahmen verwendet werden kann, soweit den Erlösen kein auszahlungswirksamer Aufwand gegenübersteht.<sup>44</sup> Die Innenfinanzierung wird von den einzelnen Einheiten (Spitzeneinheit, Grundeinheit) innerhalb einer multinationalen Unternehmung ermöglicht. Die Formen der Innenfinanzierung sind zum Einen die Finanzierung aus Umsatzerlösen (Selbstfinanzierung, die Finanzierung aus Rückstellungen und die Finanzierung aus Abschreibungsrückflüssen) und zum Anderen die Finanzierung aus sonstigen

<sup>42</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, Heidelberg 1987, S. 144f.

<sup>43</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, Heidelberg 1987, S. 145f.

<sup>44</sup> Vgl. Urban Bacher, BWL kompakt – Kompendium der Bilanzierung und Finanzierung, 3. Auflage, Wiesbaden 2004, S. 155f.

Kapitalfreisetzungen (Vermögensumschichtungen). Die Finanzierung aus Umsatzerlösen wird auch als Überschussfinanzierung oder Cash-Flow-Finanzierung bezeichnet.

Bei der Selbstfinanzierung findet eine Finanzierung über die Zurückbehaltung von erzielten Gewinnen statt. Es ist zwischen der offenen und stillen Selbstfinanzierung zu unterscheiden. Bei der offenen Selbstfinanzierung wird der Gewinn, der vom Unternehmen erwirtschaftet wurde, in der Bilanz ausgewiesen und versteuert, jedoch nur teilweise oder überhaupt nicht an die Gesellschafter/Spitzeneinheit ausgeschüttet. Der Vorgang der stillen Selbstfinanzierung ist aus der Bilanz nicht ersichtlich. Das bilanzielle Eigenkapital erhöht sich nicht, durch Bildung stiller Reserven steigt jedoch das tatsächliche Eigenkapital. Die Bildung stiller Reserven erfolgt durch eine Unterbewertung oder Nichtaktivierung von Aktiva oder durch eine Überbewertung von Passiva. Der Finanzierungseffekt ist bei der stillen Selbstfinanzierung größer als bei der offenen Selbstfinanzierung.

Der Finanzierung aus Rückstellungen liegt eine Bildung von Rückstellungen zu Grunde. Rückstellungen sind ungewisse Verbindlichkeiten, deren Eintritt, Höhe und Fälligkeit ungewiss sind. Beispiele sind Pensionsrückstellungen, Steuerrückstellungen oder Rückstellungen für Verpflichtungen aus Garantieleistungen.

Die Finanzierung aus Abschreibungsrückflüssen, auch Finanzierung aus Abschreibungsgegenwerten genannt, beinhaltet die Bereitstellung von finanziellen Mitteln durch Umschichtung der in den abzusetzenden Gütern gebundenen Abschreibungsgegenwerte.

Die Finanzierung aus Vermögensumschichtungen umfasst alle Maßnahmen, die darauf ausgerichtet sind, einen ursprünglichen gegebenen Kapitalbedarf zu senken. Zum Beispiel die Liquidation von Vermögensteilen (Verkauf von Forderungen) und der effizientere Einsatz von Kapital (Verkürzung der Umschlagdauer).<sup>45</sup>

Eine andere Alternative ist die Finanzierung über Forderungen, die ein effizientes Forderungsmanagement voraussetzt. Das MNU ist danach bestrebt offene Forderungen schnellst möglich einzutreiben, damit die offenen Forderungen der Einheit wieder zur Verfügung stehen. Jedoch belasten Forderungsausfälle das MNU häufig. Hier besteht die Möglichkeit die offenen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen einem Factoringinstitut (Factor) zu verkaufen. Durch den Verkauf der Forderung ergibt sich für die Einheit eine höhere Eigenkapitalquote und ein größerer

---

<sup>45</sup> Vgl. Klaus Olfert, Finanzierung, 9. Auflage, Ludwigshafen 2003, S. 317-334

Finanzierungsspielraum wird erreicht. Der Cash-Flow wird beschleunigt. Factoring schützt das MNU zum einen vor Ausfallrisiken und zum anderen dient es auch der Beschaffung von Liquidität.

Als letzte Alternative ist die Finanzierung über Zahlungsziele zu nennen. Hier versucht die MNU die Zahlungen solange wie möglich hinaus zu zögern, um liquide Mittel in der Einheit halten zu können. Sollte ein Skontoabzug möglich sein, kann es für die Einheit durch aus von Vorteil sein, diesen in Anspruch zu nehmen.

Bei der Finanzmittelbeschaffung für die einzelne Einheit der MNU kommt in erster Linie die Finanzierung aus Umsatzerlösen (Cash-Flow) in Frage, der auch an andere Grundeinheiten umverteilt oder an die Spitzeneinheit abgeführt werden kann. Dies ist momentan eine der bedeutendsten Finanzierungsquellen. Wird Fremdkapital durch eine Zwischeneinheit aufgenommen und an andere Einheiten verteilt, handelt es sich aus Sicht der begünstigten Einheit um Innenfinanzierung.

Der größte Unterschied zur nationalen Finanzierung eines Konzerns besteht darin, dass sich die MNU über mehrere Währungsgebiete und Steuerhoheitsgebiete erstreckt. Dies hat einen großen Einfluss auf die Innenfinanzierung.<sup>46</sup> Die Innenfinanzierung einer MNU ist folgendermaßen charakterisiert: Die Gewinnung von Finanzmitteln erfolgt über den Umsatzprozess und die Summe der realisierten Erträge muss mindestens die Endsumme der planmäßigen Abschreibungen und langfristigen Rückstellungen übersteigen. Ist dies der Fall, werden Mittel für Umfinanzierungen frei. Diese Mittel können von der MNU für zusätzliche Investitionen genutzt werden. Sind die Erträge höher als die Aufwendungen, so entsteht der MNU ein Zuwachs des Kapitalstocks (Selbstfinanzierung).

Der Cash-Flow setzt sich aus den einbehaltenen versteuerten Gewinnen, den Abschreibungen und der Zuweisung zu langfristigen Rückstellungen zusammen. Er zeigt die Gewinnung an liquiden Mitteln aus dem Umsatzprozess und der Investitionsfähigkeit der MNU aus eigener Kraft. Der Gesamt-Cash-Flow ist zu unterscheiden in den Einzel-Cash-Flow der ausländischen Grundeinheiten und der Spitzeneinheit. Der Einzel-Cash-Flow präsentiert das Finanzierungspotential einer Grundeinheit. Ob dieses Potential alleine von der Grundeinheit genutzt werden kann, ist fraglich. Dieser Vorrat für Investitionen kann sich verkleinern, wenn vertragliche Gewinnabführungsvereinbarungen mit der Spitzeneinheit bestehen. Als Instrument zur Beeinflussung des Cash-Flows könnte die Bewertung und Währungsumrechnung

---

<sup>46</sup> Vgl. Jochen Gann, Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1996, S. 281-286



in Frage kommen, da die Grundeinheiten in verschiedenen Währungsgebieten und Steuergebieten tätig sind. Es wird empfohlen zu Stichtagskursen umzurechnen. Andere bilanzieren in der Währung der Spitzeneinheit unter Anwendung differenzierter Umrechnungskurse.<sup>47</sup>

Es lässt sich deutlich erkennen, dass die Finanzierung aus dem Cash-Flow die Hauptfinanzierungsquelle für Grundeinheiten ist.

Im Vergleich zu einer anderen Finanzierungsart ist bei einer Enteignung oder anderen ähnlichen Störung, das finanzielle Risiko der MNU viel geringer. Lediglich in der Gründungs- und Entwicklungsphase wird eine Mittelzuführung der Spitzeneinheit an die Grundeinheiten stattfinden, bis ausreichend liquide Rückflüsse vorhanden sind.

Die Spitzeneinheit kann durch Festlegung von Transferpreisen, Leitlinien der Valutapolitik, Entscheidungen über die Höhe sowie Verwendung der anfallenden Gewinne der Grundeinheit oder über den Kapitaltransfer von Waren und Dienstleistungen den Cash-Flow der jeweiligen Grundeinheit beeinflussen. Daher nimmt die Spitzeneinheit eine Kapital-Leitfunktion (Clearingstelle) ein. Der Erreichung der optimalen Struktur stehen erhebliche Probleme entgegen. Dies sind organisatorische Probleme, da gleichzeitig eine Minimierung der Kapitalkosten, eine Absicherung vor Währungsrisiken und der damit verbundene Ausgleich gegenseitiger Forderungen und Verbindlichkeiten für verschiedene Grundeinheiten vorzunehmen ist.<sup>48</sup>

Kriterien der Innenfinanzierung sind die Finanzierungskosten, wie viel Volumen finanzieller Mittel sich damit aufbringen lassen, die Flexibilität, die Autonomie der Unternehmensleitung und steuerliche Aspekte. Die Höhe der Besteuerung der einbehaltenen Gewinne bestimmen die Finanzierungskosten. Die interne Finanzierung wird flexibler gehandhabt und wird von der Unternehmensleitung bevorzugt, da die externe Verschuldung oftmals höher ist. Dies spielt aber nur dann eine Rolle, wenn die externe Kapitalaufnahme laut institutioneller Begrenzungen entweder unmöglich oder nur in bestimmten Umfang möglich ist. Die Leitung der MNU muss die Vorteile dieser institutionellen Regelungen gegenüber den Gesellschaftern der MNU aufzeigen, da überhöhte Rücklagenbildung oft zu Widerstand führt. Hohe Rücklagen verbessern zwar die Kreditwürdigkeit und damit

---

<sup>47</sup> Vgl. Guido Eilenberger, *Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen*, 1. Auflage, Würzburg 1980, S. 100

<sup>48</sup> Vgl. Jochen Gann, *Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen*, Wiesbaden 1996, S. 290-298

die Möglichkeiten zu externer Verschuldung, bergen bei Investitionen jedoch Risiken, da hier Rentabilitäts- und Sicherheitsprüfungen unterbleiben und eventuell dadurch Fehlinvestitionen entstehen können. Das eigentliche Problem der Innenfinanzierung liegt darin, dass infolge des Desinvestitionsprozesses in Form von Abschreibungsgegenwerten Finanzmittel an die MNU zurücklaufen. Diese können vorübergehend genauso zur Investitionsfinanzierung verwendet werden und ebenso zur Kapazitätserweiterung beitragen, wie die Finanzmittel, die durch die Bildung von langfristigen Rückstellungen gewonnen werden. Durch dieses Problem tritt die Innenfinanzierungsmöglichkeit und die Bedeutung des Cash-Flow für die Finanzmittelbeschaffung bei MNU verstärkt in Erscheinung.<sup>49</sup>

### 3.1 Gewinnverwendungsentscheidungen

Wie die Gewinne innerhalb einer MNU verwendet werden, kann auf verschiedenen Wegen entschieden werden. Entweder bleiben die Gewinne bei der Grundeinheit (Gewinneinbehaltung), damit diese eine Erhöhung des Eigenkapitals verzeichnen kann oder die entstandenen Gewinne werden voll oder teilweise an die Spitzeneinheit ausgeschüttet (offene Gewinnausschüttung). Daneben steht die verdeckte Gewinnausschüttung (stille Gewinnverwendung) zur Alternative. Sie setzt wie die offene Gewinnausschüttung eine Existenz eines erwirtschafteten Gewinnes voraus. Jedoch werden die Gewinne bei einer stillen Gewinnverwendung nicht bei der Einheit, in der sie erwirtschaftet wurden, ausgewiesen, sondern werden in eine andere Einheit verlagert. Man spricht hier auch von einer Gewinnverlagerung oder Gewinnverschiebung. Daraus ergeben sich häufig Schwierigkeiten, die aus den verschiedenen steuerlichen Regelungen der einzelnen Länder der Einheiten resultieren. Eine andere Möglichkeit der Gewinnverwendung ist die Bildung gewinnmindernder stiller Reserven bei den einzelnen Grundeinheiten. Der Umfang der stillen Reserven wird jedoch von den länderspezifischen Bewertungs- und Steuervorschriften beeinflusst.

Durch einen Mehrheitsbesitz der Spitzeneinheit an den jeweiligen Grundeinheiten kann sie die Gewinnentstehung und auch die Gewinnverwendung steuern und dann bestmöglich die Finanzierungsmittel innerhalb der MNU umverteilen, um die Ziele der MNU zu gewährleisten. Hier ist auch auf den Unterschied zwischen einer

---

<sup>49</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, 1. Auflage, Würzburg 1980, S. 102

offenen und verdeckten Gewinnausschüttung hinzuweisen. „Dieser besteht darin, dass jede Gewinnverlagerung – im Gegensatz zur offenen Gewinnverlagerung – gleichzeitig eine Verlustverlagerung darstellt. Da jede Gewinnverlagerung darauf gerichtet ist, ohne Änderung des Faktoreinsatzes und ohne Änderung des Produktionsergebnisses allein durch Lenkung der Aufwands- und Ertragsströme innerhalb der MNU im Rahmen der internen Verrechnung die Gesamtsteuerbelastung der MNU zu minimieren, betrifft jede Gewinnverschiebung immer zugleich die Steuerbelastung von mindestens zwei Einheiten der MNU: Was bei der einen Einheit steuerlichen Ertrag darstellt wird durch interne Steuerung zu steuerlichem Aufwand der korrespondierenden Einheit [vgl. Kormann].“

### 3.1.1 Bemessungsgrundlage der Gewinne

Für die Bemessung der Gewinne kommen die Ortswert-Methode und die Transferwert-Methode in Frage. Bei der Ortswert-Methode werden mehrere Grundeinheiten eines Landes verglichen. Man spricht von einem nationalen Rentabilitätsvergleich. Einen internationalen Rentabilitätsvergleich sämtlicher Investitionen der MNU ermöglicht die Transferwert-Methode. Hier werden alle Gewinne so behandelt, als würden sie an die Spitzeneinheit ausgeschüttet. Bei der Transferwert-Methode werden die Gewinne der Grundeinheit nicht nur durch die Steuern des Niederlassungslandes ermittelt, sondern auch durch die Steuern des Landes der Spitzeneinheit gemindert. Der gewonnene Nettogewinn wird sich durch die Umrechnung des ausländischen Gewinnes in die Währung der Spitzeneinheit erhöhen oder vermindern. Eine Währungsumrechnung bei der Ortswert-Methode unterbleibt, der Gewinn wird in der jeweiligen Landeswährung bemessen und lediglich um die Steuern des Niederlassungslandes gemindert. Der Gewinn wird behandelt, als ob er wieder im Niederlassungsland investiert wird.

Die untere Bemessungsgrenze des Nettogewinns ist die Transferwert-Methode. Mit der Ortswert-Methode erhalten wir die obere Bemessungsgrenze. Sollte es ein Doppelbesteuerungsabkommen zwischen den jeweiligen Ländern geben, ist eine Annäherung der beiden Grenzen zu erwarten. Welche Methode nun zur Anwendung kommt, hängt zum Einem von der Gewinnverwendungspolitik der MNU ab und zum Anderen, ob es Einschränkungen durch Transferbestimmungen gibt.

### 3.1.2 Transferbestimmungen

Transferhemmnisse behindern den Austausch von finanziellen Mitteln im internationalen Kapitalverkehr und sind in ihrer Wirkung sehr unterschiedlich. Die Transferbestimmungen werden vom Gastland bestimmt und sind häufig vom Interesse an Direktinvestitionen abhängig.

Die Spannweite der Transferbestimmungen kann von einer unbeschränkten Möglichkeit des Gewinntransfers bis zu einem Verbot reichen, und kann sich durch politische und/oder wirtschaftliche Faktoren jederzeit ändern. Durch die Veränderung kann es erneut eine Erleichterung oder Erschwerung des Gewinntransfers geben. Ein wirtschaftlicher Aspekt, der den Gewinntransfer einschränken kann, ist durch die Knappheit an ausländischen Zahlungsmitteln gegeben, die aus der einseitigen Importtätigkeit des Gastlandes resultiert. Ein anderer Aspekt könnte sein, dass ab einem bestimmten Industrialisierungsgrad, das Interesse an Direktinvestitionen von MNU des Gastlandes abnimmt. Dies könnte somit eine Erschwerung des Gewinntransfers bedeuten oder die Einstellung der Bevölkerung/Regierung zu MNU ändert sich mit steigendem Industrialisierungsgrad. Wie aber letztendlich die Gewinne ausgeschüttet werden, hängt von den oben genannten Faktoren und der Gewinnverwendungspolitik der MNU ab. Dabei lassen sich zwei Verhaltensweisen erkennen: Überweisungsorientierung und Investitionsorientierung.

Die Wahl, welche Politik zur Anwendung kommt hängt beispielsweise von der Dauer der multinationalen Ausführung oder von der Anzahl der Grundeinheiten und deren Anteil am Gesamtgewinn der MNU ab. Es ist auch möglich, dass die Staaten im Domizilland und Sitzland versuchen, Einfluss auf die Politik auszuüben. Bei der investitionsorientierten Politik liegt das Ziel, auf der Reinvestierung von Gewinnen, um die Grundeinheit zu stärken. Eventuelle Restgewinne werden an die Spitzeneinheit der MNU ausgeschüttet. Diese Politik wird sicher nur bei einer kleinen Anzahl von Grundeinheiten und bei kleinen Gewinnen durchgeführt. Bei der überweisungsorientierten Politik kann es zur Unternehmensphilosophie gehören, dass alle Grundeinheiten als Darlehensempfänger der Spitzeneinheit zu betrachten sind. Die Grundeinheiten sorgen für eine gute Verzinsung des Investitionskapitals und die Gewinne werden restlos an die Spitzeneinheit überwiesen.<sup>50</sup>

---

<sup>50</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, 1. Auflage, Würzburg 1980, S. 103-108

### 3.2 Gewinnverlagerungsentscheidungen

Die beteiligten Einheiten der MNU müssen selbständig Rechnung legen, sowie Gewinne ermitteln und rechtsverbindliche Bilanzen erstellen, also eine rechtliche Selbständigkeit besitzen. Dies sind Voraussetzungen für Gewinnverlagerungen in andere beteiligte Einheiten. Des Weiteren müssen die Unternehmungen unter einer gemeinsamen Leitung stehen. Die Höhe der Gewinnverlagerungen ist jeweils abhängig von der Größe des Leistungsaustausches der beteiligten Einheiten. Die Zahl der beteiligten Einheiten ist ebenfalls für die Höhe der Gewinnverlagerungen maßgebend. Existiert kein Marktpreis als Maßstab für interne Verrechnungspreise, ergibt sich das Problem zu entscheiden, wie die Leistung bewertet werden kann. Nur wenn solche Verrechnungspreise festgelegt sind, kann von Gewinnverlagerungsentscheidungen gesprochen werden. Gewinnverlagerungen können in ständige und gelegentliche Verlagerungen eingeteilt werden. Ständige Gewinnverlagerungen sind zum Beispiel Lieferungen von Roh- und Hilfsstoffen und Überlassungen von Dienstleistungen. Werden neue Investitionen oder Erweiterungs- und Modernisierungsinvestitionen getätigt, spricht man von gelegentlicher Gewinnverlagerung.

Für die aufgeführten Arten kommen folgende Instrumente der Gewinnverlagerung in Frage: Gestaltung interner Verrechnungspreise (Transferpreise), Gestaltung interner Zahlungsziele und Gestaltung für interne Entgelte für Nutzungen und Lizenzen.

Bei der Gestaltung der Zahlungsziele ist kurzfristig zu reagieren, da bei fallenden Wechselkursen die Grundeinheit die Zahlung an die Spitzeneinheit solange wie möglich verzögert. Bei steigenden Wechselkursen beschleunigt die Einheit die Zahlung. Interne Absprachen sind für einen reibungslosen Ablauf notwendig.

Normalerweise erfolgt die Preisgestaltung über die Marktmechanismen, bei MNU müssen für alle Leistungsvorgänge interne Verrechnungspreise angesetzt werden. Hierfür gibt es viele Anforderungen, die die MNU leider nicht alle gleichzeitig erfüllen kann. Steuerliche Vorteile oder Verringerungen von Zollbelastungen, sowie auch nicht steuerliche Vorteile, wie Umgehung von Transferbeschränkungen, Verbesserung der Liquiditätssituation der MNU beeinflussen die Entscheidung.<sup>51</sup>

---

<sup>51</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, 1. Auflage, Würzburg 1980, S. 109-115

### 3.3 Valutaentscheidungen

Valutarisiken bedeuten die Gefahr einer Entwertung von Währungsaktiva der Unternehmung durch Abwertung der ausländischen Währung gegenüber der inländischen Währung. Oder einer Werterhöhung von Währungspassiva durch Aufwertung der ausländischen Währung gegenüber der inländischen Währung.<sup>52</sup> Multinationale Unternehmungen, die in verschiedenen Ländern tätig sind, unterliegen den zwei Gefährdungspotentialen, Währungsrisiko und Inflationsrisiko. Beim Währungsrisiko besteht die Gefahr, dass bei Gewinnverlagerungen mögliche Währungsverluste entstehen. Das Inflationsrisiko bedroht die Substanz und Ertragskraft der ausländischen Einheiten. Beide Risiken verringern das Ausmaß der Innenfinanzierungsmöglichkeiten. Die Leitung der MNU muss die Risiken möglichst vermeiden und die Einheiten davor schützen. Sollten sich jedoch aus den Veränderungen der Wechselkurse und Inflationsraten Vorteile erbringen, müssen diese erkannt und wahrgenommen werden. Spekulative Gewinne sind meist mit erheblichen Risiken verbunden und sind nicht das eigentliche Ziel einer MNU. Dies hängt mit den valutapolitischen Zielsetzungen der MNU und der künftigen Entwicklung der Wechselkurse und der Inflationsraten zusammen.

#### 3.3.1 Grundsätze des Valutamanagement

Ein Währungsmanagement, das die geschäftlichen Aktivitäten über einen längeren Zeitraum dem Marktmechanismus überlässt, wird als passives Währungsmanagement bezeichnet. Verluste und Gewinne werden sich ausgleichen. Ein aktives Währungs-Management versucht mögliche Gefahren aus Veränderungen der Wechselkurse zu eliminieren. Neben der Festlegung der Strategie des Valutamanagement sind die verschiedenen Valutarisiken wie das Währungsumrechnungsrisiko, das Währungstransaktionsrisiko und das ökonomische Wechselkursrisiko von großer Bedeutung. Das Währungsumrechnungsrisiko entsteht durch die Konsolidierung einschließlich der Währungsumrechnung von Rechnungsabschlüssen. Diesem Risiko sind die Aktiva und Passiva, die Aufwendungen und Erträge, sowie der Gewinn ausgesetzt. Wie groß jedoch die Höhe des Risikos ist, wird von der Währungsumrechnungsmethode bei der Währungskonsolidierung beeinflusst. Unter dem Währungstransaktionsrisiko wird

---

<sup>52</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkurssicherung von Unternehmungen, 3. Auflage, Frankfurt 1990, S. 17

verstanden, dass bei Wechselkursänderungen die Höhe der Leistungen verteuert werden, was ausschließlich die Zahlungsströme zwischen den Einheiten betrifft. Umso höher die offenen Verbindlichkeiten, desto höher auch das Risiko. Das ökonomische Wechselkursrisiko ist hingegen zukunftsorientiert, das heißt es besteht die Gefahr, dass sich bei Wechselkursänderungen der Wert des Unternehmens und die zukünftigen Cash-Flows ändern.

### 3.3.2 Alternativen der Valutaentscheidungen von MNU

Die Exportumsätze der ausländischen Grundeinheiten und die offene Gewinnverwendung in Form des Gewinntransfers an die Spitzeneinheit verdienen aus Sicht der Innenfinanzierung ein großes Interesse, um mögliche Währungsverluste/Chancen zu erkennen. Bei flexiblen Wechselkursen sind häufig die Exportumsätze von Grundeinheiten vom Währungsstransaktionsrisiko bedroht. Da Wechselkursänderungen jederzeit eintreten und die Gegenleistung vermindern können, müssen die Exportumsätze gesichert werden. „Das Währungsumrechnungsrisiko wäre allenfalls unter der – unrealistischen und kaum praktizierten – Annahme von Belang, dass die betreffende Einheit der MNU keine Kurssicherung für den Exporterlös auf den Abschlusstichtag auszuweisenden Wechselkurerfolg kurssichern würde [vgl. Wentz]“.

Mit Hedging kann sich die MNU vor Währungsverlusten aus Fremdwährungsforderungen absichern, das heißt durch Abschluss von Termingeschäften zum Schutz gegen mögliche Verluste aus Wechselkursänderungen. Diese Möglichkeit ist auch für den Exporteur gegeben. Eine Grundeinheit übernimmt die Absicherung vor Währungsverlusten für die übrigen Grundeinheiten im nationalen Verbund. Dies würde einen zu hohen Aufwand im Informationswesen bringen und ist daher für eine Spitzeneinheit unmöglich. Einen hohen Grad an Absicherung verursachen auch hohe Hedging Kosten, die bei der Wahl der Absicherungsmethode eine erhebliche Rolle spielen. Es genügt ein Vergleich der Kosten, um Innenfinanzierungsmöglichkeiten voll auszuschöpfen. Für den Fall einer Absicherung innerhalb der MNU wäre es unwirtschaftlich, alle gegebenen und empfangenen Leistungen abzusichern. Hier ist es sinnvoll nur den ungedeckten Saldo, den so genannten „net exposure“, zu sichern, denn nur dieser Saldo ist vom Valutarisiko betroffen. Bei Finanzhedging nimmt der Exporteur einen Fremdwährungskredit in Höhe der Fremdwährungsforderung mit

gleicher Laufzeit auf und tauscht den Betrag sofort gegen die Inlandswährung ein. Somit ist das Valutarisiko eliminiert, da der Exporteur den Kredit mit den Einnahmen aus der Fremdwahrungsforderung zurückzahlt. Die andere Alternative ist die der Devisentermingeschäften wobei der Exporteur den Fremdwahrungsbetrag per Termin verkauft.<sup>53</sup>

### 3.4 Substanzerhaltungsentscheidungen

Inflationäre Entwicklungen im Gastland sind für die MNU nicht zu unterschätzen. Umso höher die Inflationsraten im Domizilland der Einheiten sind, desto höher ist das Gefährdungspotential. Sind die Einheiten in ihrer Ertragskraft und/oder Substanz gefährdet, werden Substanzerhaltungsentscheidungen erforderlich. Hat eine Grundeinheit externe Schuldverpflichtungen (Fremdkreditaufnahme) muss eine Inflation im Domizilland nicht immer gleich als Bedrohung angesehen werden. Anders bei der Innenfinanzierung, hier bergen Inflationen schwere Risiken für die MNU.

Das Gefährdungspotential einer inflationären Entwicklung ist, dass zunächst die Kosten für die Beschaffung von Produktionsfaktoren und die Finanzierung auf den lokalen Märkten steigen werden. Diese Kostensteigerungen werden wiederum in den Preisen für die Produkte der Grundeinheit mit einkalkuliert. Aber was bedeutet dies direkt für die Innenfinanzierung? Hier wird zwischen direkten und indirekten Wirkungen auf den Cash-Flow differenziert. Direkt heißt, dass die Ertragskraft der Einheiten gefährdet wird. Indirekt wird die Unternehmenssubstanz und die damit verbundenen Einschränkungen der Produktionstätigkeit eingeschränkt.

Gelingt es nicht, die inflationär bedingten Kostensteigerungen auf die Verkaufspreise der Abnehmer zu überwälzen, so reicht der Cash-Flow nicht mehr aus, um die höheren Ausgaben für die Aufrechterhaltung der Produktion zu finanzieren. Die MNU muss auf externe Kapitalgeber ausweichen, da für die Grundeinheit eine höhere Zinsbelastung und für die MNU eine Verschlechterung der Kapitalstruktur vorliegt.

Gelingt die volle Überwälzung der Kosten auf die Abnehmer, so ist die Gefährdung des Cash-Flows bekämpft, die Wirkung auf die Ertragskraft jedoch nicht. berschreiten nämlich kalkulatorische Abschreibungsraten die steuerlich zulässigen,

---

<sup>53</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, 1. Auflage, Würzburg 1980, S. 118-124



dann entstehen Scheingewinne, die besteuert werden müssen. Dies führt zu einem Substanzverlust der Grundeinheit. Eine derartige Substanzausschüttung führt zu einer Minderung des Marktwertes.

Eine Möglichkeit der Substanzerhaltungsentscheidung von MNU ist die der Sicherung der nominellen Werte. Bei der Sicherung der nominellen Werte müssen Maßnahmen ergriffen werden, damit Forderungen schnellstmöglich realisiert werden und die liquiden Mittel bei der bedrohten Grundeinheit minimiert werden, um Wertverluste zu vermeiden. Dies kann durch den Verkauf der Forderungen an Dritte (z.B. Bank) geschehen. Sollten jedoch die Kosten die Inflationsrate übersteigen, ist dies keine geeignete Maßnahme. Eine andere Maßnahme ist die Anlage der liquiden Mittel, bei der der Wert erhalten bleibt. Oder es wird eine Zwischendividende an die Spitzeneinheit ausgeschüttet.<sup>54</sup>

### 3.5 Rückstellungsentscheidungen

Die Finanzierung durch Rückstellungen wird dem Bereich der Innenfinanzierung zugeschrieben. Von Verbindlichkeiten unterscheiden sie sich folgendermaßen, dass sie zwar dem Grunde nach, aber nicht in der Höhe und im Fälligkeitstermin feststehen. Die Bildung von Rückstellungen mindert den Periodenerfolg und steht der Unternehmung zu Finanzierungsentscheidungen zur Verfügung. Es gibt kurz-, mittel- und langfristige Rückstellungen, die für die Unternehmung von gleichem Interesse sind.<sup>55</sup> Kurzfristige Rückstellungen sind zum Beispiel Prozessrückstellungen, Steuerrückstellungen und Garantierückstellungen. Sie sind für die Innenfinanzierung nur bedingt geeignet, da sie sich wieder schnell auflösen. Wie lange die Einheiten über die kurzfristigen Rückstellungen verfügen können, hängt von den steuerlichen Vorschriften ab. Aufgrund der Vielzahl von Ländern, in denen die MNU tätig ist, kann die Bildung kurzfristiger Rückstellungen von erheblichem wirtschaftlichem Gewicht sein. Insbesondere dann wenn die geschaffene Liquidität innerhalb der MNU verschoben werden kann. Mittelfristige Rückstellungen werden für Prozesskosten gebildet. Sie haben eine größere Bedeutung als die kurzfristigen und eignen sich besser für die Innenfinanzierung. Wegen ihrer Fristigkeit kommt ihnen keine große Bedeutung bei der Finanzierung

---

<sup>54</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, 1. Auflage, Würzburg 1980, S. 136-140

<sup>55</sup> Vgl. Wöhe/Bilstein, Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 8. Auflage, München 1998, S. 323-324

zu. Die größte Bedeutung für Unternehmungen haben die langfristigen Rückstellungen. Diese werden meist in Form von Pensionsrückstellungen gebildet. Die Bildung von Pensionsrückstellungen kann erfolgen, wenn Mitarbeitern zum Beispiel eine Alters- und Unfallsversorgung zugesichert wird. Dies stellt für das Unternehmen Personalaufwendungen dar, die auf verschiedene Perioden verteilt werden. Die Zuführung wird durch das Steuerrecht begrenzt und wirkt grundsätzlich gewinnmindernd. Des Weiteren müssen die Zuführungen aus den Umsätzen geschaffen werden und die Ertragskraft gegeben bleiben. In Zeiten von inflationären Entwicklungen und/oder bei Absatzstockungen, stellt die Altersversorgung für die MNU ein erhebliches Risiko dar. Da es eine Vielzahl von nationalen Regelungen bezüglich der Altersvorsorge und Betriebsrentensystem gibt, scheint es fast unmöglich zu sein, eine gemeinsame Gestaltung innerhalb der MNU zu finden. Es gibt die Möglichkeit eines zentralen oder eines dezentralen Systems. Mit dezentral ist gemeint, dass jede einzelne Einheit ihr eigenes System hat. Bei dem zentralen System stellt sich wiederum die Frage, ob die Spitzeneinheit bei einer Liquidation einer Grundeinheit für die versprochenen Versorgungsansprüche aufkommen muss. Nach deutschem Arbeitsrecht ist dies der Fall.<sup>56</sup>

#### 4. Werkzeuge und Prozesse der Außenfinanzierung multinationaler Unternehmen

##### 4.1 Mittelbeschaffungsalternativen

Der Prozess der Außenfinanzierung kommt i.d.R. erst zum Tragen, wenn der Kapitalbedarf nicht durch die Innenfinanzierung alleine gedeckt werden kann. Allerdings ist es notwendig die Interessen der Anteilseigner zu berücksichtigen, was z.B. durch Ausschüttung von Dividenden geschehen kann. Es ist somit durchaus notwendig einen gewissen Teil durch Außenfinanzierung zu decken.<sup>57</sup> Es werden nun im Folgenden verschiedenen Finanzierungsalternativen aufgezeigt.

##### 4.1.1 Beteiligungsfinanzierung

Die Entscheidung zur Beteiligungsfinanzierung hängt zum einen von wirtschaftlichen Faktoren ab, zum anderen aber auch von politischen. So kann es

---

<sup>56</sup> Vgl. Klaus Olfert, Finanzierung, 9. Auflage, Ludwigshafen 1997, S. 339-344

<sup>57</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 232

beispielsweise unrentabel sein Beteiligungskapital aufzunehmen, aber das Unternehmen wird durch politische Bestimmungen dazu gezwungen Kapital aufzunehmen. Es kann ebenso passieren, dass strenge Finanzierungsregeln eingehalten werden müssen, um z.B. eine Kreditfinanzierungsmöglichkeit auf bestimmten Märkten zu gewährleisten.<sup>58</sup>

#### 4.1.1.1 Aktienemission

Eine Möglichkeit der Außenfinanzierung bietet die Aktienemission. Das Problem bei dieser Alternative stellt aber die Vielzahl unterschiedlicher nationaler Zulassungsvoraussetzungen dar. So ist es in den USA beispielsweise wesentlich schwieriger und umfangreicher zugelassen zu werden, als dies in Deutschland der Fall ist.<sup>59</sup> Als Lösung des Problems könnte hier der Markt für Euroaktien oder Euro-Equities genannt werden. Es handelt sich hierbei um Aktien und aktienähnlich verbriefte Beteiligungswerte, die von einem internationalen Bankenkonsortium emittiert und grenzüberschreitend platziert werden. Als zentraler Handelsplatz hat sich London herauskristallisiert, da es dort eine geringe Anzahl behördlicher Beschränkungen zu beachten gilt.<sup>60</sup> Zu den Unternehmen, die Euroaktien platziert haben zählen u.a. Daimler Chrysler, die Deutsche Telekom und Volvo.

Als Vorteil einer Aktienemission eines MNU kann angesehen werden, dass die Kapitalbasis verbreitet werden kann, was vor allem für Unternehmen interessant ist, die Investitionen im Ausland tätigen wollen. Ein weiterer Vorteil ist, dass ein gewisser Werbeeffekt eintritt, der den Bekanntheitsgrad des MNU deutlich erhöhen kann. Als dritter Punkt kann angeführt werden, dass feindliche Übernahmen unterbunden werden können, da der Kreis der Eigenkapitalgeber grenzüberschreitend sehr groß ist, und es somit fast unmöglich wird große Aktienpakete zu erwerben.<sup>61</sup> Neben all den Vorteilen sind aber auch die Risiken nicht außer acht zu lassen. So ist es nicht von unerheblicher Bedeutung, wenn die Platzierung scheitert, da das internationale Ansehen dadurch sehr stark in Mitleidenschaft gezogen werden kann. Gründe für ein Scheitern könnten sein, dass ungenügend Werbung gemacht wurde, dass der Ausgabepreis falsch gewählt wurde oder dass die Emission zum falschen Zeitpunkt durchgeführt wurde. Das finanzielle Risiko wird komplett von der

---

<sup>58</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 246f

<sup>59</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 247-250

<sup>60</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 138f

<sup>61</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 139

Konsortialbank getragen, so dass dieser Punkt bei dem MNU keine Rolle spielt, aber es kann eben aufgrund der oben beschriebenen Risiken kurzfristig zu Problemen kommen.<sup>62</sup>

#### 4.1.1.2 Sonstige Beteiligungen

Hierzu zählen Beteiligungen an nicht in Wertpapieren verbrieften Anteilen der MNU. Diese Form kommt i.d.R. in der Spitzeneinheit vor und seltener in den Grundeinheiten. Hauptsächlich zu finden sind sonstige Beteiligungen in Entwicklungsländern, wo staatliche Mindestbeteiligungen vorgeschrieben werden. Zu Problemen kommt es, wenn die nötige Kapitalkraft des ausländischen Partners fehlt und somit nur Sacheinlagen getätigt werden können. Die Bewertung der Sacheinlagen führt somit häufig zu Konflikten, woraus sich dann häufig Desinvestitionen ergeben.

Die Aufbringung des Beteiligungskapitals erfolgt wegen der staatlichen Beteiligung nicht über die Börse. Als Konsequenz für das MNU ergibt sich, dass das Beteiligungskapital aus konzerninternen Quellen erbracht werden muss. In der Praxis läuft dies so ab, dass die Spitzeneinheit das notwendige Kapital der Grundeinheit zur Verfügung stellt und die nötigen Mittel über das in Kapitel 4.1.1.3 beschriebene fremdfinanzierte Eigenkapital beschafft. Diese Konstellation wird häufig durch die Umweltsituation erzwungen, weniger aus rationalen betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten. Die Lösung für dieses Problem könnte sein, dass Direktinvestitionen unterlassen werden sollten, was aber auf der anderen Seite dazu führt, dass gegebenenfalls Marktchancen nicht genutzt werden können.<sup>63</sup>

#### 4.1.1.3 Fremdfinanzierte Eigenkapitalbeschaffung

Wenn eine selbständige Aktienemission der Grundeinheit nicht möglich ist, da die Einheit nicht emissionsfähig ist und eine echte Beschaffung von Beteiligungskapital aufgrund der Valutarisiken unvorteilhaft erscheint, dann gibt es die Möglichkeit der fremdfinanzierten Eigenkapitalbeschaffung. Hierbei nimmt die Spitzeneinheit beispielsweise über den Eurokredit- oder den Eurokapitalmarkt Mittel auf und stellt sie der Grundeinheit zur Verfügung. Die Rückführung der Verbindlichkeiten der

---

<sup>62</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 140

<sup>63</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 251

Grundeinheit an die Spitzeneinheit erfolgt aus den Erträgen der Grundeinheit. Ob diese Möglichkeit der Finanzierung in Frage kommt hängt stark ab von den Kosten und der Befristung des Kredits. Darüber hinaus sollten die Tilgungsbeträge nur so hoch sein, dass sie zusammen mit den Kreditkosten aus den Erträgen der Grundeinheit gedeckt werden können. Als weitere Voraussetzung gilt, dass die Absatzmarktverhältnisse konstant sein müssen.<sup>64</sup>

#### 4.1.2 Kreditfinanzierung

Unter Kreditfinanzierung versteht man die Finanzierung, die eine Kreditaufnahme sowohl außerhalb als auch innerhalb des MNU nach sich zieht.<sup>65</sup> Bei der Außenfinanzierung sind somit verschiedenen Kreditmöglichkeiten von Bedeutung, auf die im Folgenden näher eingegangen wird.

##### 4.1.2.1 Internationale Anleihen

Diese Form der Außenfinanzierung ist langfristig angelegt. Internationale Anleihen werden meist dann emittiert, wenn das MNU den langfristigen Kapitalbedarf nicht am Kapitalmarkt oder durch Innenfinanzierung decken kann.<sup>66</sup>

Unter den internationalen Anleihen werden sowohl Euro-Anleihen (Eurobonds) als auch Auslandsanleihen (Foreign Bonds) zusammengefasst.<sup>67</sup>

Euro-Anleihen sind langfristige Forderungspapiere. Sie werden mittels internationalen Bankenkonsortien von Unternehmen oder der öffentlichen Haushalte emittiert. Die Währung muss hierbei nicht der Währung des Platzierungslandes entsprechen.<sup>68</sup> Auslandsanleihen hingegen werden im jeweiligen Land in dessen Währung emittiert.<sup>69</sup> Die gebräuchlichsten Anleihen stellen sich im Einzelnen wie folgt dar.

Zum einen gibt es die festverzinslichen Anleihen. Sie haben eine Laufzeit von fünf bis zehn Jahren, in Einzelfällen können aber auch längere Laufzeiten vereinbart werden. Der Zinssatz ist über die gesamte Laufzeit fix. Vorteil dieser Anleihe ist die sichere Kalkulationsbasis sowohl für den Kapitalnachfrager als auch den

---

<sup>64</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 252

<sup>65</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 253

<sup>66</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 253

<sup>67</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 254

<sup>68</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 132

<sup>69</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 253

Kapitalgeber. Nachteil ist allerdings das inhärente Zinsänderungsrisiko, das sich dadurch auszeichnet, dass bei steigenden Zinssätzen am Markt der Kapitalgeber zu günstig angelegt hat, wogegen bei sinkenden Zinsen am Markt der Kapitalnachfrager zu teuer begeben hat.<sup>70</sup>

Des Weiteren existiert die Null-Kupon-Anleihe oder Zero Bond. Sie ist eine Variante der festverzinslichen Anleihen, die allerdings keine Zinserträge während der Laufzeit realisiert. Rendite ergibt sich aus der Differenz zwischen Ankaufspreis und Tilgungsbetrag bzw. Verkaufspreis. Zinsänderungen wirken sich deutlich kurskonformer aus als bei der festverzinslichen Anleihe. Vorteil für das MNU liegt bei dieser Anleihe darin, dass keine Zinszahlungen geleistet werden müssen bis das Papier fällig ist.<sup>71</sup>

Den dritten großen Bereich bilden variabel verzinsliche Euroanleihen (Floating Rate Notes). Das Zinsänderungsrisiko wird hierbei durch verschiedene Ausgestaltungsformen eingedämmt. So gibt es beispielsweise eine Anleihe mit Boden, d.h. mit Mindestzinssatz, eine Anleihe mit Deckel, d.h. mit Höchstzinssatz und eine Anleihe mit Kragen, bei der es sich um eine Kombination der Anleihe mit Boden und Deckel handelt. Hierbei werden beide Parteien vor übermäßigen Zinsentwicklungen in beide Richtungen geschützt.<sup>72</sup>

Darüber hinaus existieren Anleihen, denen bestimmte Sonderrechte unterliegen.<sup>73</sup> Wandelanleihen bieten dem Inhaber die Möglichkeit die Anleihe innerhalb einer bestimmten Frist in Aktien umzuwandeln. Wobei aber auch häufig der Emittent das Recht hat die Anleihe vorzeitig zu tilgen. Weiter gibt es Optionsanleihen. Hierbei gibt der Optionsschein dem Inhaber das Recht eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem vorher festgesetzten Preis zu erwerben.<sup>74</sup>

Eine weitere Möglichkeit bieten die so genannten Doppelwährungsanleihen (Dual Currency Bonds). Diese sind Schuldverschreibungen, bei denen Kapitalaufnahme und Zinszahlungen des Emittenten in einer anderen Währung erfolgen, als die Rückzahlung der Fremdkapitalmittel.<sup>75</sup> Sie dienen somit dem Zweck der Währungssicherung.<sup>76</sup>

Internationale Anleihen bieten dem MNU eine gute Möglichkeit schnell und kostengünstig an Fremdkapital zu kommen, da die Einführung auf verschiedenen

---

<sup>70</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 132

<sup>71</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 133

<sup>72</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 134

<sup>73</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 135

<sup>74</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 255

<sup>75</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 137

<sup>76</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 258

Märkten auch für die Grundeinheiten möglich ist und sowohl Zinsänderungs- als auch Währungsrisiken mit in die Entscheidung einbezogen und letztendlich auch eingeschränkt werden können.

#### 4.1.2.2 Mittel- und langfristige Kredite

Im Bereich mittel- und langfristiger Kredite bewegen wir uns auf dem Sektor des Eurokreditmarktes. Charakteristisch für diesen Markt ist die Bildung von Bankenkonsortien, um das Kreditausfallrisiko für die einzelnen Banken des Konsortiums so gering wie möglich zu halten.

Der Eurokreditmarkt wird in zwei große Bereiche unterteilt. Zum einen in den Markt für Eurofestzinskredite und zum anderen in den Markt für Roll-over-Kredite.<sup>77</sup>

Eurofestzinskredite sind dadurch gekennzeichnet, dass ein bestimmter Zinssatz für die gesamte Laufzeit festgelegt ist. Des Weiteren muss der Kredit in voller Höhe in Anspruch genommen werden.<sup>78</sup> Vorteil des Eurofestzinskredits ist die Planungssicherheit für den Fremdkapitalnehmer<sup>79</sup>, wobei auf der anderen Seite zu beachten ist, dass im evtl. Zinsanpassungen nach unten entgehen können. Ebenfalls als Nachteil zu werten ist die Tatsache, dass das MNU aufgrund der vollen Inanspruchnahme nicht in der Lage ist flexibel zu reagieren, wenn beispielsweise unvorhersehbare Mittelzuflüsse z.B. durch Erträge der Grundeinheit eintreten.<sup>80</sup>

Roll-over-Kredite zeichnen sich dadurch aus, dass dem Fremdkapitalnehmer über einen längeren Zeitraum Fremdkapitalmittel zugesagt werden, die von den Mitgliedern des Konsortiums kurzfristig refinanziert werden. Somit trägt der Kreditnehmer das volle Zinsänderungsrisiko, da von Periode zu Periode andere Zinssätze gelten können.<sup>81</sup> Allerdings liegt der Vorteil dieser Kreditform darin, dass eine Rückzahlung jederzeit in einer Summe oder in Teilbeträgen möglich ist. Darüber hinaus ist eine flexible Anpassung an den aktuellen Finanzmittelbedarf jederzeit möglich und der Kredit muss nicht in voller Höhe in Anspruch genommen werden.<sup>82</sup>

---

<sup>77</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 126

<sup>78</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 262

<sup>79</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 127

<sup>80</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 262

<sup>81</sup> Vgl. Matschke/Olbrich, Internationale und Außenhandelsfinanzierung, 2000, S. 129

<sup>82</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 261

### 4.1.2.3 Kurzfristige Kreditaufnahme

MNU mit erstklassiger internationaler Bonität haben die Möglichkeit den Euro-Geldmarkt zu nutzen. Es können kurzfristige Liquiditätsengpässe kompensiert aber auch Liquiditätsüberschüsse angelegt werden. Sinn und Zweck ist es die Verwendung der liquiden Mittel zu optimieren, Zinserträge zu maximieren und auf Devisenkurse flexibel zu reagieren. MNU werden hierdurch in ihrem Vorhaben unterstützt Rationalisierung und Arbeitsteilung voranzutreiben.<sup>83</sup>

## 4.2 Organisation der Kapitalbeschaffung

Die in Kapitel 4.1 beschriebenen Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung können grundsätzlich auf zwei Arten durchgeführt werden. Zum einen besteht die Möglichkeit der zentralen Kapitalbeschaffung auf der anderen Seite kann Kapital dezentral beschafft werden. Allerdings eignen sich nicht alle Finanzierungsformen gleichermaßen für zentrale oder dezentrale Durchführung. Bei Beteiligungsfinanzierungen dominiert beispielsweise, wie bereits unter Kapitel 4.1.1.2 beschrieben die zentrale Kapitalbeschaffung durch die Spitzeneinheit. Vorteil hierbei ist der Kostenvorteil aufgrund der hohen Außenfinanzierungsvolumina.<sup>84</sup> Dezentrale Kapitalbeschaffung dagegen hat eher den Vorteil, dass die Transferkosten der Spitzeneinheit auf die Grundeinheit eingespart werden können, Devisenrestriktionen können umgangen werden und es wird eine größtmögliche Flexibilität geben. Allerdings erfordert die dezentrale Kapitalbeschaffung eine Mindestkapitalaufnahme und eine Mindestgröße der Grundeinheit.

### 4.2.1 Zentrale Kapitalbeschaffung durch Zwischeneinheiten

Für MNU hat es sich in der Vergangenheit durchaus bezahlt gemacht, langfristige Finanzmittel über Zwischeneinheiten, so genannten Finanzierungsholdings, aufzunehmen. Die Zwischeneinheiten haben ihren Sitz meistens in Ländern, die steuerliche Vorteile bieten und keine Beschränkungen in der Abwicklung finanzwirtschaftlicher Transaktionen kennen. Es bilden sich große internationale Finanzzentren, die die Zwischeneinheiten der MNU anziehen, und somit den

---

<sup>83</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 262

<sup>84</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 271f



regionalen Finanzmittelbedarf der Grundeinheiten zentral decken können. Ein weiterer Vorteil der Zusammenfassung der Beteiligungen in Zwischeneinheiten ist die Sicherung der langfristigen Mittelversorgung der Grundeinheiten, wie z.B. Emissionen langfristiger Anleihen und Aufnahme von Krediten an internationalen Finanzmärkten.<sup>85</sup> Zwischeneinheiten unterscheiden sich von den Konzernbanken insoweit, als dass sie gegenüber der Umwelt des MNU als Emittent bzw. Kreditnehmer auftreten, im Innenverhältnis selbst aber als Gläubiger der Grundeinheit gelten.<sup>86</sup>

#### 4.2.2 Dezentrale Finanzmittelbeschaffung durch Grundeinheiten

Dezentrale Finanzmittelbeschaffung beschränkt sich auf kurz- und mittelfristige Kredite zur Deckung des eigenen Kapitalbedarfs. Neben einer Reihe von Restriktionen, die eine Kapitalaufnahme für andere Grundeinheiten nahezu ausschließen, ist aber zu erwähnen, dass durch die größere Marktnähe durchaus Vorteile in der Dezentralisierung liegen. Es ist somit für die Grundeinheit möglich flexibler auf den Finanzmittelbedarf zu reagieren und Zinskosten sowie Weiterleitungskosten zu sparen, die durch eine zentrale Aufnahme der Spitzeneinheit entstehen würden. Es können Finanzmittel in der Währung beschafft werden, die zur Finanzierung bestimmter Investitionen benötigt werden.<sup>87</sup> Als weiterer wichtiger Vorteil der dezentralen Kapitalbeschaffung ist anzuführen, dass staatliche Restriktionen, die bei einer zentralen Beschaffung wirksam würden, umgangen werden können. Das wichtigste Argument für eine dezentrale Finanzmittelbeschaffung ist aber, dass ein MNU nicht in der Lage sein wird eine derartig große Zahl an Transaktionen in verschiedenen Währungen zentral zu steuern.<sup>88</sup>

#### 5. Fazit

Die wirtschaftlichen Umfeldbedingungen auf den internationalen Märkten haben sich in den letzten Jahren deutlich verändert. Die zunehmende Globalisierung der Märkte, eine fortschreitende Integration der Europäischen Union, ständig wachsende

---

<sup>85</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 273f

<sup>86</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 274

<sup>87</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 277ff

<sup>88</sup> Vgl. Guido Eilenberger, Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen, 1987 S. 279

multinationale Großkonzerne und die Anreize ausländischer Regierungen, die versuchen, ausländische Investoren in ihre Länder zu locken, sorgen für immer bessere Voraussetzungen für multinational aufgestellte Unternehmen. Dennoch ist es ein gewagter Schritt, Zweigstellen zu eröffnen und im Ausland zu produzieren.

Hierbei ist es notwendig Investitionen, wie oben beschrieben, zu tätigen, wobei die Innenfinanzierung den wichtigsten Bestandteil der Finanzierungsmöglichkeiten darstellt. Die Außenfinanzierung dient vor allem der Deckung des Kapitalbedarfs, der über die Innenfinanzierung nicht gedeckt werden kann. Allerdings sollte das Unternehmen auf eine externe Kapitalaufnahme nicht verzichten, um auf den ausländischen Kredit- oder Kapitalmärkten präsent zu sein.

Wenn man sich die oben aufgeführten Vor- und Nachteile von multinationalen Unternehmen ansieht, muss man feststellen, dass die Vorteile eindeutig überwiegen.

## Literaturverzeichnis

Bacher Urban, *BWL kompakt – Kompendium der Bilanzierung und Finanzierung*, 3. Auflage, Wiesbaden 2004

Controllerspielwiese, [www.controllerspielwiese.de](http://www.controllerspielwiese.de), Datum des Abrufs 29.11.2005

Deutscher Industrie und Handelskammertag, *Investitionen im Ausland*, Berlin 2005

Deutscher Industrie- und Handelskammertag, [www.dihk.de](http://www.dihk.de), Datum des Abrufs: 22.11.2005

Eilenberger Guido, *Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen*, 1. Auflage, Würzburg 1980

Eilenberger Guido, *Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen*, 2. Auflage, Heidelberg 1987

Eilenberger Guido, *Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkurssicherung von Unternehmungen*, 3. Auflage, Frankfurt 1990

Gann Jochen, *Internationale Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmungen*, Wiesbaden 1996

Hahn Oswald, *Absicherung von Investitionsrisiken im Ausland*, Frankfurt 1982

Matschke/Olbrich, *Internationale und Außenhandelsfinanzierung*, München 2000

Olfert Klaus, *Finanzierung*, 9. Auflage, Ludwigshafen 1997

Olfert Klaus, *Investition*, Ludwigshafen 1992

Pflaumer Peter, *Investitionsrechnung*, München 1995

Wöhe/Bilstein, *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*, 8. Auflage, München 1998