



UNTERNEHMENSANALYSE 6/2/2017

## Bilanzielles Big Picture im Niedrigzinsumfeld

von KAI LEHMANN

- Die seit vielen Jahren sinkenden Zinsen dokumentieren sich nicht nur in einer rückläufigen Zinslast der Unternehmen, sondern haben auch bilanzielle Spuren in der Vermögens- und Kapitalstruktur der Unternehmen hinterlassen.
- So hat das schwache Investitionsniveau zu einer sinkenden Intensität des Sachanlagevermögens geführt, während immaterielle Vermögenswerte eine steigende bilanzielle Relevanz erfahren haben. Diese ist sowohl Resultat barwertorientierter Rechnungslegungsregeln als auch verstärkter M&A-Aktivität, die durch die expansive Geldpolitik gefördert wurde.
- Da niedrige Zinsen tendenziell zu einer Bewertungsausweitung von Vermögensgegenständen geführt haben, könnten künftig etwaige Zinsanstiege zu Wertberichtigungen bei diesen Assets führen, was das Eigenkapital und die Gewinne der Unternehmen belasten könnte.

### Die Problemlage

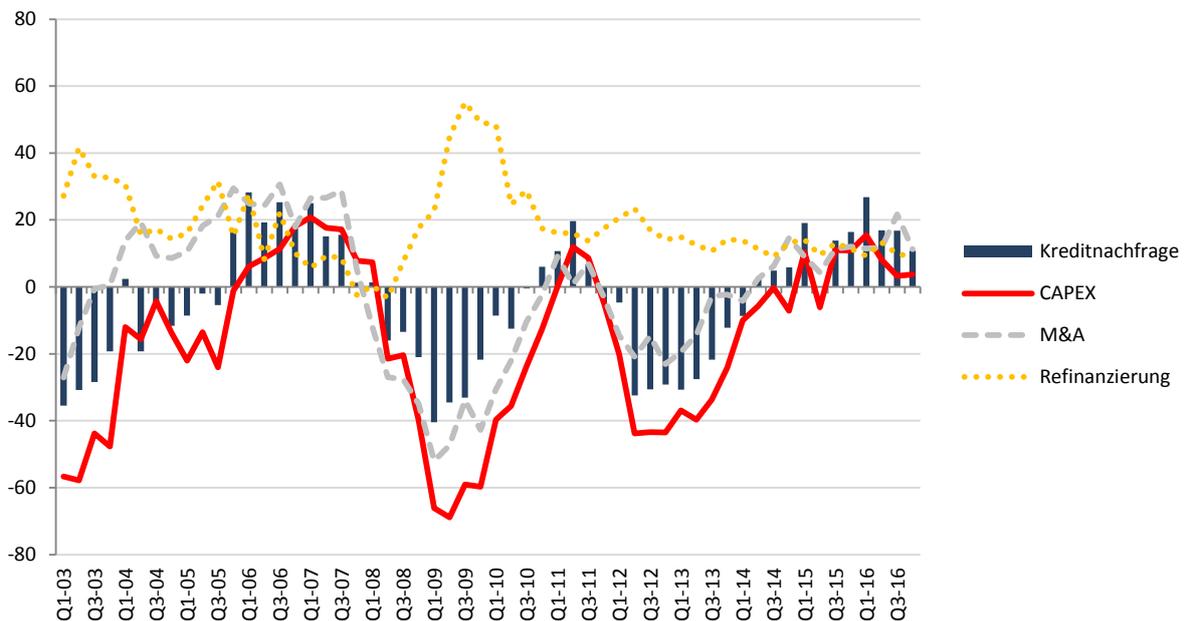
Im Spätsommer 2016 konnten Unternehmen von einer bis dahin einmaligen Konstellation profitieren. Sie konnten Anleihen mit einer negativen Effektivverzinsung begeben und somit durch die Neuaufnahme von Schulden Geld verdienen. Auch Unternehmen, die sich nicht über börsennotierte Anleihen finanzieren, profitieren seit vielen Jahren durch fortwährend günstigere Konditionen ihrer Hausbank von den sinkenden Kapitalmarktzinsen. Trotz des leichten Anstiegs der Renditen in den vergangenen Wochen, gilt auf dem aktuellen Niveau nach wie vor, dass die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen im historischen Vergleich selten

besser waren. Man sollte vermuten, dass sich diese günstigen Konditionen auch im Investitions- und Finanzierungsverhalten der Unternehmen in der Eurozone reflektieren und sich somit in der Vermögens- und Kapitalstruktur niederschlagen.

Indes wird seit geraumer Zeit moniert, dass die Unternehmen das günstige Finanzierungsumfeld mitnichten zur Neuaufnahme von Investitionskrediten nutzen. Betrachtet man die aktuellen Umfragewerte des Bank Lending Survey der Europäischen Zentralbank (EZB), so zeigt sich, dass Banken zwar bereits seit einigen Quartalen über eine anziehende Kreditnachfrage der Unternehmen berichten können, wie Abbildung 1



Abbildung 1: Veränderung der unternehmerischen Kreditnachfrage und ausgewählte Kreditzwecke



Quelle: European Central Bank, Haver Analytics, Stand: Februar 2017.

aufzeigt.<sup>1</sup> So sind die Wachstumsraten der Kreditnachfrage seit etwa zwei Jahren positiv. Allerdings ist die erhöhte unternehmerische Kreditnachfrage zuletzt offenbar weniger auf Überlegungen hinsichtlich einer Ausweitung der Investitionen in längerfristige Anlagegüter (CAPEX) zurückzuführen. Vielmehr scheinen in den jüngsten Quartalen andere Beweggründe, wie bspw. M&A-Aktivitäten oder Refinanzierungsmaßnahmen, einen größeren Erklärungsbeitrag zur erhöhten Kreditnachfrage zu leisten.<sup>2</sup> Zudem muss konstatiert werden, dass sich die Kreditnachfrage offenbar recht zyklisch verhält und der Kreditzyklus nachfrageseitig bereits im Abschwung begriffen zu sein scheint. Eine

seitens der Geldpolitik intendierte verstärkte Investitionsdynamik, die sich in einer Ausweitung des in der Bilanz ausgewiesenen Produktivkapitals dokumentieren würde, lässt sich offenbar mitnichten ausmachen.

Doch übt der Zins nicht nur über eine veränderte Kreditnachfrage Einfluss auf die Unternehmensbilanzen aus. Auch bereits bestehende Bilanzpositionen werden von einer Veränderung des Zinsumfeldes tangiert. Denn der Zins fließt bei vielen Vermögens- und Schuldenpositionen als wesentliche Annahme in die Bewertung ein. So sorgt der Zins dafür, dass Vermögenswerte und Schulden zum jeweiligen Bilanzstichtag auf Basis der erwarteten Zahlungsströme wertmäßig adäquat, d.h. mit ihrem Barwert, abgebildet werden. So lastet eine Schuld, die erst in einigen Jahren beglichen werden muss im Vergleich zu jener, deren Erfüllung kurzfristig bevorsteht, bei gleichem nominellen Rückzahlungsbetrags weniger stark auf der Bilanz. Auch bei Vermö-

<sup>1</sup> European Central Bank (ECB): "The euro area bank lending survey, Third quarter of 2016", S. 33, abrufbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey\\_201610.pdf](https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201610.pdf), letzter Abruf am 01.02.2017.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu Gehringer (2015), Flossbach von Storch Research Institute: „M&A waves, capital investment and Tobin's q“, abrufbar unter: [http://www.fvs-ri.com/files/m\\_a.pdf](http://www.fvs-ri.com/files/m_a.pdf), letzter Abruf: 01.02.2017.



genswerten greift ein solches Wertkonstrukt. So hat eine langfristige Forderung, die erst in ferner Zukunft einen Zahlungsmittelzufluss erzeugt, heute (ein positiver Zins unterstellt) einen geringeren Gegenwart, da durch den späteren Geldzugang Opportunitätskosten entstehen. Ebenso verhält es sich bei so manch anderen materiellen und immateriellen Vermögenswerten, bei denen der „faire“ Wert auf Basis der erwarteten Zahlungsströme ermittelt wird.

Vor dem Hintergrund dieses Einflusses wollen wir den seit Jahren beobachtbaren Zinsverfall zum Anlass nehmen, die Unternehmensbilanzen auf strukturelle Veränderungen hin zu untersuchen. Grundlage für die Analyse sind die zum Ende des dritten Quartals 2016 im EUROSTOXX 50 vertretenen Unternehmen. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich über die Jahre 2000 bis 2015. Banken und Versicherungen werden aufgrund der abweichenden Bilanzstruktur nicht berücksichtigt.

## Auswertung der Unternehmensbilanzen

Tabelle 1 führt die wesentlichen Vermögens- und Kapitalpositionen der Unternehmen im Zeitablauf in aggregierter Form auf. Das Gesamtvermögen als Summe aller Werte des Anlage- und des Umlaufvermögens der Unternehmen ist von ca. 1,8 Bio. EUR im Jahr 2000 auf 3,2 Bio. EUR im Jahr 2015 angewachsen. Besonders deutlich fällt der Anstieg der immateriellen Vermögenswerte aus, die von 311 Mrd. EUR auf 818 Mrd. EUR angestiegen sind. Das Sachanlagevermögen hat mit insgesamt 940 Mrd. EUR nach wie vor die größte Bedeutung, auch wenn der Zuwachs hier etwas geringer ausfällt. Der prozentual höchste Zuwachs lässt sich bei den Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalenten ausmachen, deren Bestand von 117 Mrd. EUR auf 310 Mrd. EUR angestiegen ist. Während Forderungen, Vorräte und sonstige Vermögensbestandteile in etwa in gleichem Maße gestiegen sind wie das Gesamtvermögen, ist der Bestand an Finanzanlagen sogar zurückgegangen.

**Tabelle 1: Aggregierte Vermögens- und Kapitalpositionen der EUROSTOXX 50 Unternehmen im Untersuchungszeitraum**

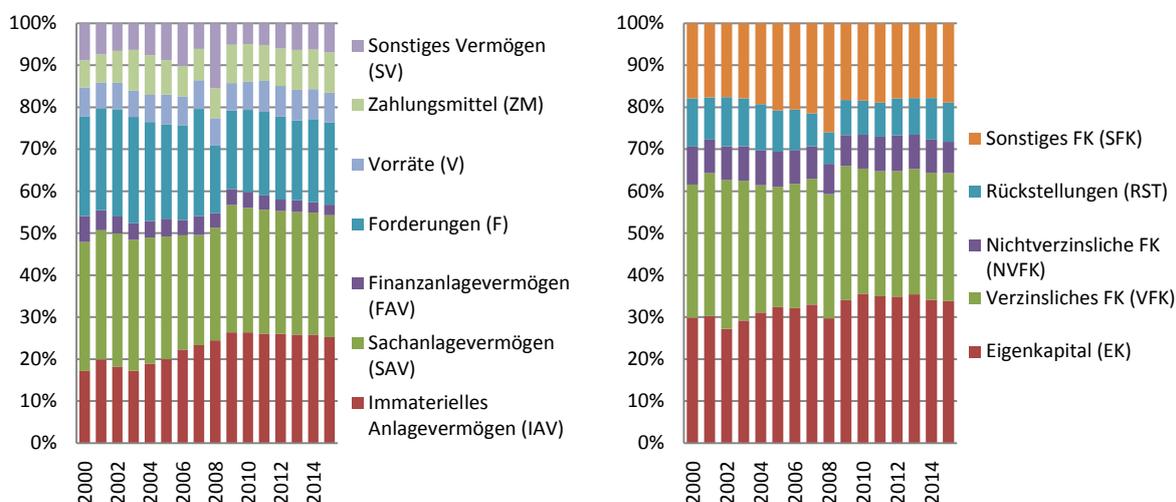
in Mrd. EUR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Aktivseite</b>	<b>1.815</b>	<b>1.918</b>	<b>1.748</b>	<b>1.701</b>	<b>1.788</b>	<b>2.013</b>	<b>2.169</b>	<b>2.325</b>	<b>2.647</b>	<b>2.480</b>	<b>2.676</b>	<b>2.873</b>	<b>2.947</b>	<b>2.908</b>	<b>3.075</b>	<b>3.241</b>
IAV	311	382	318	293	338	402	483	541	646	653	705	748	765	750	794	818
SAV	558	590	554	530	537	587	590	610	711	754	794	849	865	850	893	940
FAV	112	92	70	68	71	86	79	105	92	93	101	98	79	82	77	82
F	431	466	447	431	421	453	490	594	426	465	522	572	583	552	607	635
V	125	117	111	107	116	142	150	159	172	163	183	212	215	212	221	230
ZM	117	129	133	164	169	166	159	174	191	226	238	245	263	277	291	310
SV	161	142	114	107	136	176	219	141	408	126	133	149	178	185	191	226
<b>Passivseite</b>	<b>1.815</b>	<b>1.918</b>	<b>1.748</b>	<b>1.701</b>	<b>1.788</b>	<b>2.013</b>	<b>2.169</b>	<b>2.325</b>	<b>2.647</b>	<b>2.480</b>	<b>2.676</b>	<b>2.873</b>	<b>2.947</b>	<b>2.908</b>	<b>3.075</b>	<b>3.241</b>
EK	542	580	475	496	555	651	698	767	786	844	951	1.003	1.029	1.029	1.049	1.096
VFK	576	654	619	567	543	578	642	695	783	793	798	857	879	870	930	988
NVFK	165	153	142	139	148	168	174	181	193	182	215	236	251	236	244	243
RST	209	192	205	194	197	198	211	182	198	208	218	233	260	254	303	302
SFK	325	339	307	304	345	418	445	499	688	453	494	544	528	519	549	613

*IAV= Immaterielles Anlagevermögen, SAV= Sachanlagevermögen, FAV= Finanzanlagevermögen, F= Forderungen, V= Vorräte, ZM= Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente, SV= Sonstiges Vermögen, EK= Eigenkapital, VFK= Verzinliches Fremdkapital, NVFK= Nichtverzinliches Fremdkapital, RST= Rückstellungen, SFK= Sonstiges Fremdkapital.*

*Quelle: Geschäftsberichte, Worldscope, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Februar 2017.*



**Abbildung 2: Vermögens- und Kapitalstruktur**



Quelle: Geschäftsberichte, Worldscope, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Februar 2017.

Kapitalseitig zeigt sich eine im Zeitablauf steigende Eigenkapitalquote bei einem leicht schwächeren, aber dennoch beträchtlichen Wachstum des verzinslichen Fremdkapitals. Abbildung 2 stellt die absoluten Werte ins Verhältnis zueinander und verdeutlicht die auf den ersten Blick nur mäßige Veränderung der Bilanzrelationen. Gerade bei den Rückstellungen hätte man aufgrund des Zinsverfalls der letzten Jahre mit einem deutlichen Anstieg rechnen können, da der Zins hier einen beträchtlichen Einfluss auf die Bewertung ausübt.

Da die Zinsentwicklung über die Jahre nicht stets gleichgerichtet ist, sondern auch Phasen steigender Zinsen beobachtet werden konnten, lohnt ein Blick auf die empirischen Korrelationen des Zinsniveaus und der einzelnen Bilanz-

positionen. Wie Tabelle 2 aufzeigt, korrelieren sinkende Zinsen im zugrundeliegenden Zeitraum offenbar in der Tat mit einem steigenden relativen Anteil des immateriellen Anlagevermögens und dem Bestand an Zahlungsmitteln sowie der Eigenkapitalquote. Demgegenüber sinkt der Anteil des Finanzanlagevermögens sowie überraschenderweise auch des verzinslichen Fremdkapitals bei fallenden Zinsen, während zwischen dem Anteil des Sachanlagevermögens sowie der Rückstellungen und dem jeweiligen Zinsniveau kein nennenswerter Zusammenhang ausgemacht werden kann.

Im Folgenden wird die Entwicklung einiger ausgewählter Bilanzpositionen im Detail analysiert und Gründe für den jeweiligen Verlauf diskutiert.

**Tabelle 2: Korrelationskoeffizienten**

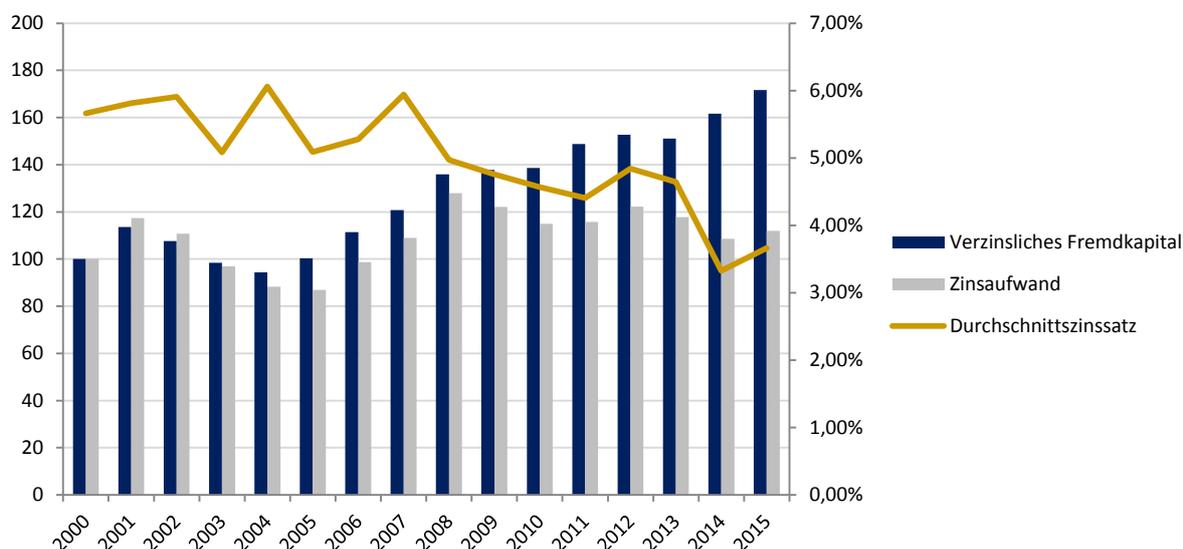
	IAV	SAV	FAV	F	V	ZM	SV	EK	VFK	NVFK	RST	SFK
Rendite IBOXX € Non-Financials	-0,56*	-0,05	0,80**	0,41	-0,66**	-0,81**	0,49	-0,68**	0,34	0,05	0,12	0,42

\* p ≤ 0,05.  
\*\* p ≤ 0,01.

Quelle: Geschäftsberichte, Worldscope, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Februar 2017.



Abbildung 3: Verzinsliches Fremdkapital und Zinsaufwand (indexiert, 2000=100) sowie Durchschnittszinssatz



Quelle: Geschäftsberichte, Worldscope, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Februar 2017.

### Verzinsliches Fremdkapital und Zinsaufwand

Die eingangs beschriebene zuletzt leicht erhöhte Kreditnachfrage der Unternehmen dokumentiert sich in einem Anstieg der verzinslichen Verbindlichkeiten. Abbildung 3 zeigt die indexierten Reihen von verzinslichem Fremdkapital und dem entsprechenden Zinsaufwand. Wie die Abbildung verdeutlicht, sind die ausgewiesenen verzinslichen Verbindlichkeiten der EUROSTOXX 50 Unternehmen in den letzten Jahren deutlich angestiegen und haben jüngst einen neuen Höchststand erreicht. Wie bereits aufgezeigt, ist ihr relativer Anteil an der Bilanzsumme jedoch mehr oder weniger konstant geblieben, so dass sich keine bedeutenden Variationen im Finanzierungsverhalten der Unternehmen erkennen lassen. Sehr deutlich erkennbar ist hingegen das seit 2008 rückläufige Zinsniveau, das sich auf die ausgewiesenen Zinsaufwendungen ausgewirkt hat. So laufen die indexierten Reihen von verzinslichem Fremdkapital und Zinsaufwand seitdem deutlich auseinander. Mussten die Unter-

nehmen im Jahr 2000 bei einem Fremdkapitalbestand von aggregiert 576 Mrd. EUR noch insgesamt 20 Mrd. EUR an Zinsaufwand verbuchen, waren es mit 23 Mrd. EUR zuletzt nur geringfügig mehr, allerdings bei deutlich höheren Bestand von verzinslichem Fremdkapital von 988 Mrd. EUR. Als Resultat ergibt sich ein deutlich gesunkener Fremdkapitalzinssatz, der zuletzt im Median bei etwa 3,7 % lag, nach 5,7 % im Jahr 2000.

### Rückstellungen, insbesondere für Altersvorsorgeverpflichtungen

Rückstellungen unterliegen aufgrund ihres langfristigen Charakters einer besonders hohen Zinssensitivität. Demnach wäre davon auszugehen, dass sich an dieser Bilanzposition der Einfluss der niedrigeren Kapitalmarktzinssätze sehr deutlich zeigt. Insbesondere Rückstellungen für Altersvorsorgeverpflichtungen weisen eine hohe Duration auf, da zwischen Gewährung und der korrespondierenden Zahlung häufig ein Zeitraum von zehn Jahren und mehr liegt. Je



nach Altersstruktur der Anspruchsberechtigten der Pensionsleistungen, die unternehmensindividuell sehr verschieden sein kann, und Zinsniveau, kann eine Veränderung des Rechnungszinses um 100 Basispunkte eine Veränderung der Schuld von etwa 15 bis 20 % bewirken. Im Falle von extern finanzierten Pensionsvereinbarungen muss jedoch berücksichtigt werden, dass die Ansprüche mit dem dafür ausgelagerten Vermögen saldiert werden, so dass lediglich der nicht ausfinanzierte Teil der Pensionsvereinbarung als Nettoschuld in Form einer Rückstellung bilanziell abzubilden ist. Da sinkende Zinsen tendenziell zu einer Bewertungsausweitung von Vermögensgegenständen führen (Vermögenspreisinflation), steigt die Nettoschuld bei Unternehmen mit einem hohen Deckungsgrad nur moderat an. Dies gilt allerdings weniger für deutsche Unternehmen, bei denen die externe Ausfinanzierung, bspw. über Pensionsfonds, traditionell eine verhältnismäßig geringe Relevanz hat. Hier sind die Nettoschulden, in der Bilanz als Rückstellungen erkennbar, dementsprechend stärker angestiegen. Im Durchschnitt aller Unternehmen haben Rückstellungen jedoch gegenüber der Jahrtausendwende keinen höheren bilanziellen Stellenwert. Ihr Anteil an der Bilanzsumme schwankt um 10 %.

### **Zunehmender Kapitalverzehr**

Die Abfrage der Kreditzwecke des Bank Lending Survey zeigte eine recht schwache Nachfrage nach Investitionskrediten. Folgerichtig haben die tatsächlichen Ausgaben für langfristige Anlagegüter keinen signifikanten Anstieg erfahren (Abbildung 4). Zwar lagen diese Ausgaben in Summe aller EUROSTOXX Unternehmen zuletzt mit 147 Mrd. EUR etwas höher als in den Jahren zuvor, doch kann mitnichten von einer tatsächlichen Aufwärtsdynamik gesprochen werden und das Niveau der Jahre 2000 und 2008 konnte trotz der zu diesem Zeitpunkt weitaus ungünsti-

geren Finanzierungskonditionen für die Unternehmen nicht erreicht werden. Zudem überstieg der buchhalterische Werteverzehr zuletzt die Ausgaben für Neuinvestitionen, was einen abschmelzenden Kapitalstock indiziert. Unternehmen würden also von ihrer Substanz leben, hätten sie nicht Ausgaben für Forschung und Entwicklung getätigt, die zumindest in gewissem Umfang als Vermögenswerte Eingang in die Bilanz finden.<sup>3</sup> Allerdings spielen diese nach wie vor eine untergeordnete Rolle und auch hier lässt sich kein deutlicher Wachstumstrend ausmachen.

Doch warum nutzen die Unternehmen die derzeitige Situation nicht aus, um gerade jetzt in ihre Produktionsstätten zu investieren. *Sharpe/Suarez* (2015) kommen im Rahmen einer umfangreichen Befragungsstudie zu dem Ergebnis, dass die Investitionsaktivitäten der Unternehmen offensichtlich weitaus weniger zinsensitiv sind, als man vermuten könnte.<sup>4</sup> So antworteten mehr als zwei Drittel der befragten CFOs, dass die Investitionsbereitschaft völlig unabhängig vom Zinsniveau sei und auch bei einer noch so starken Zinsabsenkung nicht steigen würde. Lediglich 13 % der Finanzchefs gaben an, bei einer Reduktion des Zinssatzes von bis zu 200 Basispunkten ihre Investitionspläne tatsächlich zu überdenken. Als Begründung für die geringe Nachfrageelastizität führten die Befragten an, dass ihre Firmen ohnehin über hohe Liquiditätsreserven verfügten und dass ein weiteres Absinken des

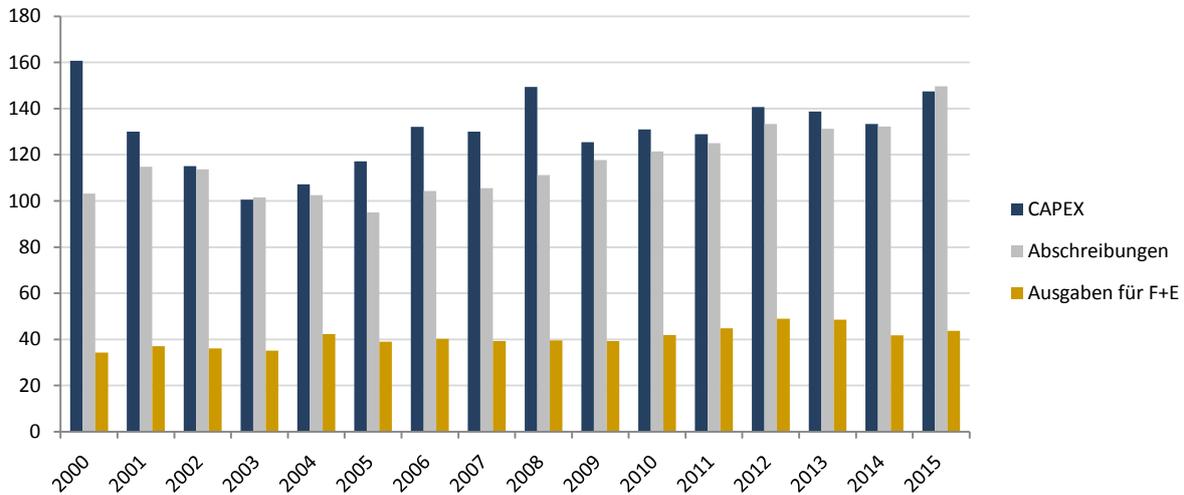
---

<sup>3</sup> Gemäß International Accounting Standard 38 dürfen die im Rahmen der Entwicklungsphase anfallenden Kosten bei kumulativer Erfüllung der in Textziffer 38.57 genannten Kriterien aktiviert werden. Eine Aktivierung von reinen Forschungsaufwendungen ist hingegen untersagt, da nicht davon ausgegangen werden kann, dass künftige ein wirtschaftlicher Nutzen aus dem Vermögenswert hervorgeht.

<sup>4</sup> Vgl. *Sharpe/Suarez* (2015), *Why isn't Investment more sensitive to Interest Rates: Evidence from Surveys*, Federal Reserve Board, abrufbar unter: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2014/files/201402r.pdf>, letzter Abruf: 01.02.2017.



**Abbildung 4: Sachanlageinvestitionen (CAPEX), Abschreibungen und Ausgaben für Forschung- und Entwicklung in Mrd. EUR**



Quelle: Geschäftsberichte, Worldscope, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Februar 2017.

Zinsniveaus bei dem bereits schon sehr niedrigerem Niveau keine Wirkung auf die Vorteilhaftigkeitsbeurteilung von Investitionen hätte, da der Return on Investment als relevanter Vergleichsmaßstab bei der Bewertung von Investitionen ohnehin übertroffen sei.<sup>5</sup>

Die Auswirkungen zwischen dem Zinssatz für Fremdkapital und den gewichteten Kapitalkosten (WACC), die bei den Kapitalwertberechnungen der Investitionen zum Tragen kommen, ist zudem nur schwach ausgeprägt. So lagen die von den EUROSTOXX Unternehmen berichteten gewichteten Kapitalkosten im Jahr 2008 im Mittel bei ca. 8,5 %, während sie im letzten Geschäftsjahr bei 7,8 % lagen.<sup>6</sup> Die deutliche Re-

duktion der Fremdfinanzierungskosten schlägt sich also nur in geringem Ausmaß in den Gesamtkapitalkosten nieder. Diese Beobachtung könnte darauf zurückzuführen sein, dass die im Rahmen der Kapitalkostenberechnung zu berücksichtigenden Eigenkapitalkosten mit sinkenden Fremdkapitalzinsen tendenziell steigen, da ein Umfeld niedriger Zinsen Bewertungsausweitungen von Eigenkapitaltiteln begünstigt, was sodann höhere Eigenkapitalanteile bei der Berechnung der gewichteten Kapitalkosten zur Folge hat.<sup>7</sup> Des Weiteren ist denkbar, dass die Skepsis der Shareholder hinsichtlich eines weiteren Anstieges der Kurse mit steigendem Bewertungsniveau zunimmt, so dass die Shareholder ihre eingeforderten Risikoprämien erhöhen. Zudem addieren viele Unternehmen auf die gewichteten Kapitalkosten noch ein Art Sicherheitsmarge, um die tatsächliche sog. *hurdle rate* (Mindestverzinsung) zu bestimmen. Diese wird

<sup>5</sup> Zudem führten einige Finanzchefs an, dass die langfristig zu erwartende Produktnachfragesituation weitaus wichtiger sei als das Zinsniveau und dass es derzeit keine rentablen Investitionsprojekte gebe. Darüber hinaus äußerten einige CFOs, dass die bilanzielle Verschuldung keine weitere Aufnahme von Fremdkapital zulasse.

<sup>6</sup> Vgl. hierzu Lehmann (2015), Flossbach von Storch Research Institute, „Investitionsschwäche trotz Niedrigzinsen - Kalkulatorische Kapitalkosten als Hemmschuh?“, abrufbar unter: <http://www.fvs-ri.com/files/kapitalkosten.pdf>,

letzter Abruf: 01.02.2017.

<sup>7</sup> Die Kapitalanteile im Rahmen der Berechnung der Weighted Average Costs of Capital werden auf Basis der jeweiligen Marktwerte von Eigen- bzw. Fremdkapital vorgenommen.



offenbar nur sehr selten angepasst. So zeigen Befragungsstudien, die zu verschiedenen Zeitpunkten durchgeführt wurden, dass diese *hurdle rates*, im Gesamtdurchschnitt recht konstant bei etwa 15 % liegen. Dies ist erstaunlich, da das Zinsniveau zwischen den unterschiedlichen Erhebungszeitpunkten der Studien zwischen den 1980er Jahren und Mitte der 2010er Jahre kaum unterschiedlicher hätte sein können.<sup>8</sup> Weniger überraschend ist folglich die geringe Reaktion hinsichtlich der zu beobachtenden Realinvestitionen.

### Immaterielles Vermögen

Die günstigen Finanzierungsbedingungen haben sich viele Unternehmen trotz des Mangels an organischen Wachstumsmöglichkeiten offenbar dennoch im Rahmen einer verstärkten M&A-Aktivität zu Nutze gemacht. Indikation dessen sind die im vergangenen Jahr auf globaler Ebene gezahlten Transaktionspreise, die mit 4,5 Bio. USD nur minimal unter dem Rekordniveau von 2007 lagen, als 4,6 Bio. USD für Fusionen und Übernahmen gezahlt wurden.<sup>9</sup> So wurde die Übernahme von Monsanto durch den Bayer Konzern, die größte Akquisition eines deutschen Unternehmens überhaupt, maßgeblich durch die niedrigen Finanzierungskosten ermöglicht.<sup>10</sup>

Bilanziell zeigt sich akquisitorisches Wachstum insbesondere in den ausgewiesenen Geschäfts- oder Firmenwerten, die als Übernahmeprämien Eingang in die Position der immateriellen Vermögenswerte finden (sog. Goodwill). Sie sind ein wesentlicher Treiber des Wachstums dieser Bilanzposition. Der Anteil des immateriellen Vermögens am Gesamtvermögen ist von durchschnittlich 16,6 % im Jahr 2000 auf 30,3 % zum

Ende des letzten Geschäftsjahres angestiegen.<sup>11</sup> Demgegenüber sank der Anteil des Sachanlagevermögens im gleichen Zeitraum von 31,9 % auf 25,9 %. Und dieser Trend scheint sich jüngst zu bestätigen, denn wie in Abbildung 1 bereits verdeutlicht, war einer der unternehmensseitig angeführten Gründe für eine erhöhte Kreditnachfrage zuletzt weniger die Bereitschaft zu Sachanlageinvestitionen als vielmehr eine Ausweitung der Akquisitionstätigkeit. Wie Abbildung 5 zeigt, sind die Goodwillbestände in den Bilanzen der EUROSTOXX 50 Unternehmen von etwa 200 Mrd. EUR im Jahr 2000 auf über 480 Mrd. EUR im Jahr 2015 deutlich angestiegen. Die gestiegene Relevanz der Bilanzposition Goodwill lässt sich auch anhand der Relationen zur Bilanzsumme und zum Eigenkapital eindrucksvoll aufzeigen, die nun verglichen mit dem Jahr Stand im Jahr 2000 in etwa auf dem doppelten Niveau liegen. Doch muss konstatiert werden, dass das eigentliche Wachstum bereits zu einem Zeitpunkt einsetzte, zu dem Zinsen auf einem weitaus höheren Niveau waren als heute. Insbesondere ab dem Jahr 2003 fällt die kontinuierliche Erhöhung der Goodwillbestände ins Auge. Dies ist auf die seit dem Jahr 2004 angepassten Bilanzierungsregeln zurückzuführen, nach denen der Goodwill nicht mehr planmäßig, sondern nur noch im Falle eines tatsächlichen Wertminderungsbedarfes abgeschrieben wird.

Bei der Prüfung der Werthaltigkeit kommen oftmals *discounted cashflow* Verfahren zur Anwendung, bei denen künftige, aus der Nutzung erwartete Zahlungsströme mittels eines Rechnungszinssatzes auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert werden. Seitdem sind Abschreibun-

<sup>8</sup> Siehe Sharpe/Suarez (2015), S. 36 für einen Überblick über entsprechende Studien.

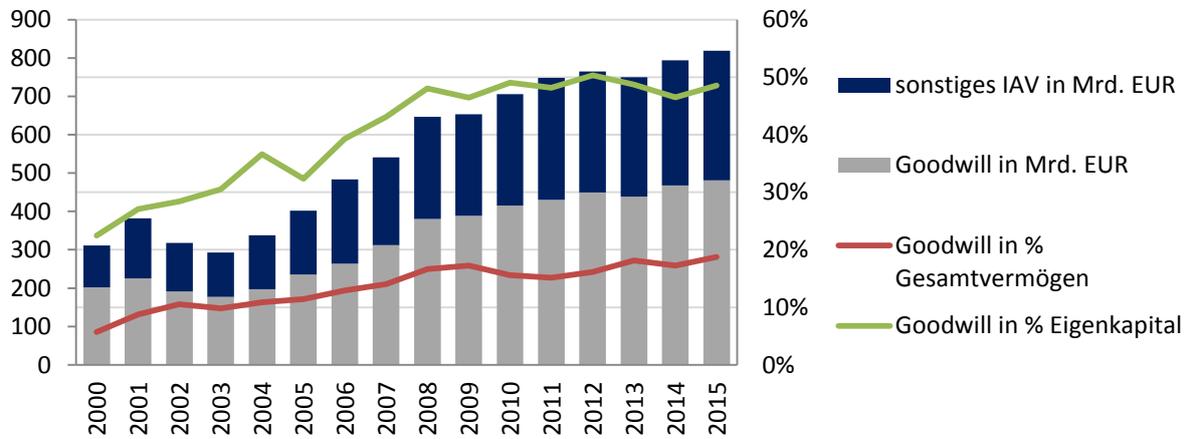
<sup>9</sup> Vgl. Gehringer (2015).

<sup>10</sup> Vgl. Rheinische Post vom 21.12.2016, *Billiges Geld macht Investieren leichter*.

<sup>11</sup> Abweichungen zu den in Abbildung 3 aufgeführten Werten ergeben sich daraus, dass die in Abbildung 3 gezeigten Relationen auf aufsummierten Werte basieren, die sodann in das Verhältnis zum Gesamtvermögen gesetzt wurden. Die an dieser Stelle aufgeführten Werte stellen Mittelwerte unternehmensindividueller Relationen dar, d.h. die Unternehmen gehen größenunabhängig mit dem gleichen Einfluss in die Berechnung ein.



Abbildung 5: Goodwill und sonstiges IAV in Mrd. EUR und in % des Vermögens bzw. des Eigenkapitals (jeweils Median)



Quelle: Geschäftsberichte, Worldscope, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Februar 2017.

gen zur Ausnahme geworden. Allein die im Jahr 2002 vorgenommenen Wertminderungen auf Goodwillbestände lagen über denen, die im gesamten Zeitraum 2008 bis 2015 vorgenommen wurden, was vor dem Hintergrund der in diesen Zeitraum fallenden Finanzkrise erstaunen muss. Doch kommt den Unternehmen der gesunkene Zins zugute, da bei der Werthaltigkeitsprüfung des Goodwills sowie einiger andere immaterieller Vermögenswerte wie beschrieben häufig Barwertkalküle herangezogen werden. Daher wird unternehmensseitig argumentiert, dass in Zeiten sinkender Zinsen selbst bei einem sich eintrübenden gesamtwirtschaftlichen Umfeld und damit nachlassenden Cashflows, recht stabile oder gar steigende Barwerte resultieren können, entsprechend lange Investitionszyklen unterstellt. Doch müssen es nicht zwingend eigens ermittelte Barwerte sein, die den Wert des Goodwills determinieren. Auch kommen bei der Werthaltigkeitsbeurteilung Marktwerte zum Tragen, doch zeigt sich aufgrund des Zinsverfalls und der dadurch gestiegenen Preisniveaus tendenziell das gleiche Resultat.

Auch die übrigen immateriellen Vermögenswerte sind vor dem Hintergrund der fortwährenden Verlagerung der wirtschaftlichen Aktivitäten in

den tertiären Sektor zu einem zentralen Werttreiber der Unternehmensgewinne geworden. Und auch hier kommen vornehmlich zahlungsstromorientierte Bewertungsverfahren zum Einsatz, so dass der Diskontierungszins auch in seiner Relevanz kaum überschätzt werden kann.<sup>12</sup> All dies birgt allerdings Gefahrenpotenzial. Sollten die Zinsen künftig steigen, ohne dass diese Zinsanstiege von entsprechenden Wachstumsraten begleitet werden, die die Cashflowprognosen positiv beeinflussen, könnte die Werthaltigkeit des ausgewiesenen immateriellen Vermögens in Mitleidenschaft gezogen werden.

### Finanzanlagen und Zahlungsmittel

Die Entwicklungen des Finanzanlagevermögens und der Zahlungsmittel (inkl. sogenannter Zahlungsmitteläquivalente) sind durchaus unterschiedlich. So ist der Bestand an Finanzanlagen, die per definitionem langfristigen Charakters sind und der Erzielung von Zinserträgen und

<sup>12</sup> Zur gestiegenen Relevanz immaterieller Werte und den in der Praxis vorherrschenden Bewertungsmethoden siehe exemplarisch Frey/Oehler (2014), "Intangible assets in Germany: Analysis of the German stock market index DAX and a survey among the German Certified Public Accountants", in: Journal of Applied Accounting Research, Vol. 15 (2), S. 235 – 248.



Gewinnbeteiligungen dienen, von 104,8 Mrd. EUR im Jahr 2007 auf 81,7 Mrd. EUR gesunken. Demgegenüber hat sich der Bestand an Zahlungsmitteln im gleichen Zeitraum von 174,2 Mrd. EUR auf 310,4 Mrd. EUR massiv erhöht. Unter diese Position fallen äußerst liquide Finanzinvestitionen, die jederzeit in bestimmte Zahlungsmittelbeträge umgewandelt werden können und nur unwesentlichen Wertschwankungsrisiken unterliegen.

Doch warum haben die Unternehmen über die Jahre so hohe Cashreserven angehäuft? Zunächst sind die hohen Bestände schlicht auf die gute Umsatz- und Gewinnentwicklung im Beobachtungszeitraum zurückzuführen, an der Aktionäre offenbar nicht vollumfänglich über entsprechende Ausschüttungen oder auch Aktienrückkäufe beteiligt wurden. Diese Entwicklung wurde unterstützt durch Sparprogramme, die im Zuge der Finanzkrise aufgelegt wurden und die wiederum Auswirkungen auf die zuvor thematisierte schwache Investitionsaktivität hatten. Weitere Gründe für die offensichtliche „Liquiditätspräferenz“ der Unternehmen dürften in den Erfahrungen der Finanzkrise liegen, in deren Umfeld einige Unternehmen unter einer restriktiven Kreditvergabepraxis der Banken zu leiden hatten. Zudem erscheint es gerade in Zeiten, in denen offenbar akquisitorisches Wachstum gegenüber organischem präferiert wird, sinnvoll, eine gut gefüllte „Kriegskasse“ vorzuhalten, ermöglicht diese doch das Wahrnehmen von Übernahmeopportunitäten. Steueroptimierungsstrategien, bei denen Gewinne ins steuerlich günstigere Ausland transferiert werden und die gegenwärtig vornehmlich in den USA im Rahmen von Gewinnrepatriierungsplänen diskutiert werden, könnten ebenso ursächlich sein. Resümierend erscheint es interes-

sant, dass Unternehmen offenbar lieber kurzfristige Sicht- und Termineinlagen favorisieren und nicht etwa in langfristigen Finanzanlagen, wie etwa Unternehmensbeteiligungen, eine Alternative zu Realinvestitionen sehen.

### **Fazit**

Das Investitions- und Finanzierungsverhalten der großen kapitalmarktorientierten Unternehmen im Euroraum hat sich seit vielen Jahren trotz kontinuierlich sinkender Kapitalmarktzinsen nicht wesentlich verändert. So haben die Unternehmen kaum auf die vergünstigten Finanzierungsbedingungen mittels Realinvestitionen reagiert. Demgegenüber konnte in den letzten Jahren eine verstärkte M&A-Aktivität nachgewiesen werden, die sich bilanziell unter anderem in einer Erhöhung der Goodwillbestände niedergeschlagen hat. Die Werthaltigkeit letzterer, aber auch die vieler anderer Vermögensgegenstände wird über ein niedriges Zinsniveau sichergestellt. Sollten die Zinsen eines Tages wieder ansteigen, müssten Abschreibungen folgen, die die Unternehmensgewinne und damit das Eigenkapital aufgrund der über die Jahre gestiegenen Relevanz deutlich belasten würden. Leider vermag man den Einfluss aufgrund bestehender Intransparenzen in der Berichterstattung nicht zu quantifizieren. Doch wäre es ohnehin nicht verwunderlich, wenn die Unternehmen im Zuge dieser mangelnden Berichterstattungstransparenz kreative Lösungen fänden, die die Werthaltigkeit dieser Assets auch in Zeiten steigender Zinsen anzeigen. Das durch den künstlich gedrückten Zins geförderte Auseinanderdriften von fundamentaler Entwicklung und bilanziellem Abbild könnte somit weiter anhalten.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2017 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 01. Februar 2017