



**AgEcon** SEARCH  
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

*The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library*

**This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.**

**Help ensure our sustainability.**

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

[aesearch@umn.edu](mailto:aesearch@umn.edu)

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

---

Dunker, D.: Neue Wege der Kapitalbeschaffung landwirtschaftlicher Unternehmen.  
In: Kirschke, D.; Odening, M.; Schade, G.: Agrarstrukturentwicklungen und Agrarpolitik.  
Schriften der Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften des Landbaues e.V.,  
Band 32, Münster-Hiltrup: Landwirtschaftsverlag (1996), S.539-548.

---



## NEUE WEGE DER KAPITALBESCHAFFUNG LANDWIRTSCHAFTLICHER UNTERNEHMEN

von

D. DUNKER\*

### 1 Einleitung

Die Kapitalbeschaffung landwirtschaftlicher Unternehmen in den neuen Bundesländern ist im Vergleich zu den alten Bundesländern durch stark veränderte Rahmenbedingungen geprägt. Als wesentlicher, neuer Weg im Bereich der landwirtschaftlichen Kapitalbeschaffung ist die Beteiligungsfinanzierung als ein Teilbereich der externen Eigenfinanzierung anzusehen, der in den alten Bundesländern praktisch bedeutungslos war. Unter Beteiligungsfinanzierung versteht man die Bereitstellung von Eigenkapital durch Einlagen einer größeren Zahl von Eigentümern. Es soll an dieser Stelle auf die Bedingungen und möglichen Entwicklungen in diesem Eigenkapitalmarkt eingegangen werden, der als Markt für Risikokapital Ansätze zur Neuverteilung der Unternehmensrisiken, aber auch Renditen, auf verschiedene Kapitalgeber bietet. Die Analyse erfolgt anhand von theoretischen Betrachtungen zur Beteiligungsfinanzierung der LPG-Nachfolgeunternehmen (NFU), die die Rechtsformen der Genossenschaft, der GmbH oder der GmbH & Co. KG gewählt haben.

Ausgangspunkt der Überlegungen zur Eigenkapitalsituation der NFU ist die Verteilung des Kapitals auf die Gesellschafter. Die Eigenkapitalstruktur in den NFU ist durch eine Vielzahl von bis zu mehreren hundert Kapitalgebern geprägt, die jedoch nur über individuelle Beteiligungen in relativ geringer Höhe verfügen. Dieser Sachverhalt ist bedingt durch die Entstehung der Gesellschafterstruktur der NFU aus dem breiten Kreis der Mitarbeiter bzw. der Mitglieder der ehemaligen Produktionsgenossenschaft. Die Verhältnisse in bezug auf die Verteilung des Eigenkapitals sind im Vergleich zu nichtlandwirtschaftlichen Unternehmen dieser Größenordnung ungewöhnlich, da diese i. d. R. nur einen oder wenige Gesellschafter haben, die über hohe Anteile am Eigenkapital verfügen. Aus der besonderen Ausgangssituation in den NFU kann eine Instabilität des Eigenkapitals resultieren, weil bei den Interessen, die sich mit der Beteiligung verbinden, eine sehr weite Streuung zu vermuten ist (RIEVE 1992, S. 10). Die Positionen der einzelnen Kapitalgeber zum NFU weichen z.B. in bezug auf das Arbeitsverhältnis, aber auch in bezug auf die Höhe der individuellen Kapitalbeteiligung stark voneinander ab. Es besteht die Gefahr, daß durch die Meinungsverschiedenheiten zwischen den Kapitalgebern der Handlungsspielraum der Unternehmensleitung verringert und der Erfolg negativ beeinflusst wird (SCHÜRMAN 1980, S. 92f.). Vor allem Gesellschafter, die nicht mehr im Unternehmen beschäftigt sind, werden Renditeansprüche für ihre Unternehmensanteile erheben. Wenn diese Ansprüche nicht über Gewinnausschüttungen bedient werden, kann es zum Abfluß des Kapitals kommen.

Ein wesentlicher Bestimmungsgrund des Eigenkapitalbedarfs eines landwirtschaftlichen NFU ist damit der Ersatz von abfließendem Eigenkapital ausscheidender Kapitalgeber. Dieses Vorhaben ist häufig mit einer Konzentration des Kreises der Eigenkapitalgeber verbunden. Daneben kann ein zusätzlicher Eigenkapitalbedarf aufgrund der Zielsetzung einer absoluten Erhö-

\* Dipl.-Ing. agr. Dirk Dunker, Christian-Albrechts-Universität Kiel, Institut für Agrarökonomie, Olshausenstr. 40, 24118 Kiel

hung des Eigenkapitals des NFU bestehen. Die Liquiditätssicherung und die Durchführung von Rationalisierungsinvestitionen wird durch die Aufnahme von neuem, externem Eigenkapital erleichtert, wenn eine Eigenkapitalbasis für Rationalisierungen nicht über akkumulierte Erträge gebildet werden kann (BUNDESMINISTERIUM FÜR WIRTSCHAFT 1994, S. 4).

Die Eigenkapitalversorgung der NFU hängt von der finanziellen Infrastruktur ab, die durch die Gestaltungsformen des organisierten Kapitalmarkts und durch nicht organisierte Märkte als Reflex individueller Tauschvereinbarungen in Erscheinung tritt (SAEMANN 1992, S. 54). Bedingt durch die relativ geringe Höhe des Eigenkapitalbedarfs haben die NFU keinen Zugang zum organisierten Eigenkapitalmarkt, sondern nur zum nichtorganisierten, sogenannten grauen Kapitalmarkt. Die Bezeichnung grauer Kapitalmarkt umschreibt den Handel von Unternehmensanteilen außerhalb der Börse. Im folgenden soll erläutert werden, inwiefern die Situation auf diesem grauen Markt den Kapitalzugang beeinflusst und damit der häufig zitierte „Eigenkapitalmangel“ für die NFU zu erklären ist. Dazu wird auf die wertbestimmenden Faktoren der Unternehmensanteile und anschließend kurz auf mögliche Kapitalgeber eingegangen.

Die wesentlichen wertbestimmenden Faktoren der Unternehmensanteile auf dem Kapitalmarkt sind die erwarteten laufenden Ausschüttungen, die Teilnahme am Wertzuwachs, die Möglichkeiten der Liquidierbarkeit und die Informations-, Kontroll- und Mitspracherechte sowie die Risiken, die mit der Beteiligung verbunden sind.

## 2 Preisbildung für die Eigenkapitalanteile

Ein wesentliches Problem der Beteiligungsfinanzierung liegt in der Notwendigkeit einer Bewertung des Unternehmens bzw. dem daraus abzuleitenden Gesamtwert des Eigenkapitals. Auf organisierten Eigenkapitalmärkten wie der Börse ist die Feststellung des Marktpreises eines Unternehmens relativ problemlos, da sich die subjektiven Wertvorstellungen der Anbieter und Nachfrager zu einem objektiv beobachtbaren und akzeptierten Marktpreis verdichten (LOISTL 1986, S. 254).

Bei den NFU liegen unvollkommene Informationen mit dem Fehlen einer Bewertung der Unternehmensanteile über den Kapitalmarkt vor. Es besteht das Problem der Preisfindung, das zunächst unabhängig von der Rechtsform nur auf die Unternehmenssubstanz bzw. die zukünftigen Erträge bezogen betrachtet wird.

Eine *substanzorientierte Bewertung* der Anteile anhand des ausgewiesenen Eigenkapitals ist für die Anteilskäufer mit einer intensiven Analyse der Bilanzpolitik im Rahmen der DM-Eröffnungsbilanz verbunden. Eine annähernde Erfassung eventueller stiller Reserven ist nur möglich, wenn die Größen, die auf die Bewertung Einfluß ausüben, erfaßt werden können und die Bewertungstendenzen verdeutlichen. Diese Problematik dürfte bei den NFU im Vergleich zu anderen Unternehmen aufgrund der kurzen Zeitreihen der Bilanzen sowie der Möglichkeiten der Nachbewertung eine größere Tragweite haben.

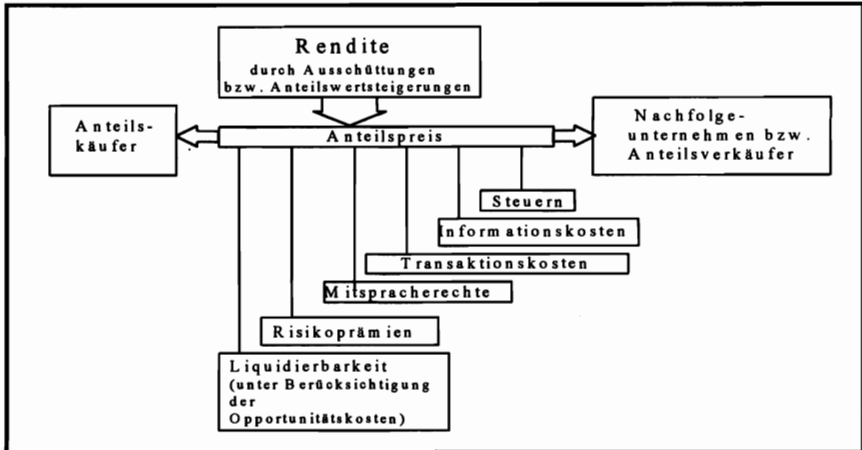
Stärkere Bedeutung für den Anteilskäufer dürfte die *ertragsorientierte Bewertung* erhalten, die aber beim Status quo in den NFU häufig negative Werte aufweist und unsichere Erwartungen in bezug auf die Steigerung der zukünftigen Erträge durch Rationalisierungsinvestitionen beinhaltet. Gerade die derzeit geringe Kapitalrentabilität der NFU wird die Nachfrage der Anteilskäufer stark reduzieren bzw. zu einer geringen Zahlungsbereitschaft pro Anteil im Verhältnis zum Substanzwert führen.

Die Problematik der Anteilsbewertung beinhaltet eine Informationsasymmetrie zu Lasten des bisher nicht am Unternehmen beteiligten Anteilskäufers. Er muß fürchten, daß das NFU bzw. die Anteilsverkäufer, die über interne Informationen verfügen, die Lage des Unternehmens zu

positiv darstellen bzw. negative Einflußfaktoren verschweigen und er einen zu hohen Preis für die Unternehmensanteile zahlt (PERRIDON und STEINER 1993, S. 458).

Der Preis läßt sich aus den Opportunitätskosten der risikofreien Anlage, dem Risikozuschlag, den Transaktionskosten bzw. Informationskosten sowie steuerlichen Rentabilitätseinflüssen ableiten (BOURN und COLLINS 1986, S. 1330). Die Möglichkeiten der Teilnahme am Wertzuwachs der Anteile sowie die Liquidierbarkeit und die Mitspracherechte beeinflussen den Preis (siehe Abbildung 1). Nur wenn über diese Kosten hinausgehende Gewinne zu erwarten sind, besteht ein Interesse am Erwerb der Unternehmensanteile.

**Abbildung 1:** Preisbestimmende Faktoren für Unternehmensanteile an NFU



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an PERRIDON und STEINER (1993, S. 16)

Einmalige Informationskosten entstehen für die Anteils-käufer durch die Suche und Bewertung der 'richtigen' Beteiligungsunternehmen. Einmalige Transaktionskosten ergeben sich für die Einigung mit den Verkäufern sowie für die formale Abwicklung des Beteiligungserwerbs. Laufende Informations- bzw. Transaktionskosten entstehen für das Monitoring und für die Ausübung der Mitspracherechte. Sowohl die laufenden als auch die einmaligen Kosten haben annähernd Fixkostencharakter, so daß mit einer rapiden Abnahme dieser Kosten mit zunehmender Zahl der erworbenen Anteile eines Unternehmens zu rechnen ist bzw. sich c.p. ein steigender Höchstpreis mit zunehmendem Kapitalvolumen ergibt. Die fixen Kosten senken insbesondere bei relativ kleinen NFU bzw. bei geringen Eigenkapitalanteilen den Höchstpreis des Erwerbers (CRANE und LEATHAM 1995, S. 223).

Bei einer Kapitalerhöhung durch das NFU ergibt sich der Preis des neuen Eigenkapitals für die bisherigen Gesellschafter aus dem Anteil der zukünftigen Erträge, der den neuen Eigenkapitalgebern zusteht.

Individuelle Abweichungen für die Höhe des Anteilspreises ergeben sich z.B. aus der Risikoneigung der bisherigen Anteilsverkäufer und der Einschätzung des vorhandenen Unternehmensrisikos. Das heißt, in die Beurteilung des Eigenkapitalwertes müssen das leistungswirtschaftliche Risiko und das Kapitalstrukturrisiko einfließen (LOISTL 1986, S. 256).

So werden risikoaverse Personen eher bereit sein, auf einen höheren Anteil der Erträge zu verzichten, wenn sie damit das Kapitalstrukturrisiko vermindern können. Nach der Wahl der Rechtsform und der geringen Bereitschaft zur zusätzlichen Kapitalbereitstellung könnte der

Grad der Risikoaversion der bisherigen NFU-Gesellschafter als hoch eingeschätzt werden. Das bedeutet, der von ihnen geforderte Anteilspreis für das neue Eigenkapital wird entweder relativ gering, oder die Bereitschaft zur Übertragung eines überproportionalen Anteils an zukünftigen Erträgen wird hoch sein. Damit besteht trotz geringer Gesamtkapitalrentabilitäten die Chance, Eigenkapital in das NFU einzubringen. Dies gilt insbesondere deshalb, weil ohne die Einbringung neuen Eigenkapitals die Erzielung von positiven zukünftigen Erträgen kaum möglich ist oder mit starken zeitlichen Verzögerungen eintritt. Allein niedrige Rentabilitäten eines Unternehmens bedeuten nicht unbedingt ein Argument für fehlende Zuflüsse an Eigenkapital. Es wird aber ein höherer Anteil des zu verteilenden Ertrages an die neuen Eigenkapitalgeber fließen (DODSON 1994, S. 44). Möglichkeiten für einen erweiterten Verhandlungsspielraum bestehen, wenn neben der Risikoneigung zusätzliche Differenzen zwischen Käufern und Verkäufern, z.B. durch Unterschiede in der Besteuerung, oder beim Know-how vorhanden sind. Es kommt zu Differenzierungen der Höchstpreise aufgrund abweichender Kosten. So sind z.B. geringere Informationskosten für im Sektor befindliche Anteilskäufer wie Landwirte zu erwarten, die damit c.p. einen höheren Preis zahlen können. Für die Manager des Unternehmens gilt dies in weit stärkerem Maße, da sie über die besten Informationen auch in bezug auf die Bilanzierung sowie künftige Ertragswerte verfügen und die geringsten Informationskosten haben.

Mit zunehmender Höhe der bei der Beteiligung entstehenden Kosten wird die Möglichkeit des Unternehmens, Risiken auf neue Eigenkapitalgeber zu verteilen, negativ beeinflusst. Ein Eigenkapitalmangel für die NFU ergibt sich, wenn die erwarteten Erträge zu niedrig sind und der potentielle Anteilskäufer z.B. seine Risikoprämien nicht decken kann.

Neben den bisher aufgeführten Bewertungsmaßstäben bestehen in Abhängigkeit von der Rechtsform des Unternehmens weitere Einflußfaktoren auf den Anteilspreis. Es soll im folgenden kurz auf die rechtsformabhängigen Ausstattungsmerkmale der Unternehmensanteile und ihre Bedeutung als preisbestimmende Faktoren eingegangen werden.

### **3 Liquidierbarkeit**

Neben der laufenden Liquidität über Gewinnausschüttungen kommt der Möglichkeit der Liquidierbarkeit, also des späteren Verkaufs der Anteile, aus Sicht des Anteilskäufers hohe Bedeutung zu. Die Möglichkeiten der Kündigung oder der Handelbarkeit der Unternehmensanteile sind maßgebend. In dieser Hinsicht bestehen wesentliche Unterschiede zwischen Genossenschafts- und GmbH- bzw. Kommanditanteilen. Die Anteile an Genossenschaften sind bei Einhaltung der Kündigungsfrist ohne eine Beteiligung an den Rücklagen durch das NFU zurückzuzahlen. Damit bestimmt die Kündigungsfrist das zeitliche Risiko der Genossenschaftsmitglieder.

Für die Anteile an einer GmbH resultiert aus der fehlenden Rückzahlbarkeit der Anteile durch das Unternehmen und aus der notwendigen Ermittlung des Anteilswertes zwischen Käufern und Verkäufern eine geringe Liquidität auf dem Eigenkapitalmarkt. Es zeigt sich im Vergleich zu börsennotierten Aktien ein hohes zeitliches Risiko, da zunächst ein Käufer für die Unternehmensanteile gefunden werden muß, um aus dem Beteiligungsverhältnis auszuschneiden. So ist bei GmbH-Anteilen gegenüber börsennotierten Aktien c.p. eine höhere Renditeforderung der Anteilskäufer zu erwarten bzw. durch die antizipierten Probleme der Wiederveräußerung mit einem entsprechenden Preisabschlag als Illiquiditätsprämie zu rechnen (SÖCHTING 1989, S. 373; BOURN und COLLINS 1986, S. 1331). Aufgrund der mangelnden Liquidierbarkeit insbesondere bei den Rechtsformen der GmbH und GmbH & Co. KG liegt bei den NFU eine Tendenz zu dauerhaften Beteiligungen von Seiten der Anteilskäufer vor. Ziele einer kurzfristigen Spekulation sind von geringer Bedeutung.

#### 4 Informationsrechte und Mitsprache

Der Grad des Eingriffes in die Unternehmensentscheidungen, also der *Mitsprache- und Informationsrechte* bzw. *Kontrollrechte*, wird für Anteilskäufer zur Wahrung ihrer Interessen bei einer langfristigen Beteiligung von Bedeutung sein. Informationsrechte sind eine Voraussetzung zur Kontrolle des Managements der NFU und zur Reduktion der Risikoprämien.

Auf dem grauen Kapitalmarkt haben Mitspracherechte entscheidende Bedeutung für die Anteilskäufer, aber auch für die Verkäufer, die Entscheidungsrechte abgeben. Dies gilt besonders für die NFU, die im Gegensatz zu börsennotierten Aktiengesellschaften weniger als rein passive Kapitalanlagen, sondern als aktiv zu steuernde Beteiligungsunternehmen anzusehen sind. Ein Eigenkapitalgeber kann eine Kompensation der Risikoprämien über Mitspracherechte als Form der Risikosteuerung vornehmen. Angesichts der geringen Ertragskraft vieler NFU kann die Abgabe von Mitspracherechten zur Senkung der Renditeansprüche der neuen Eigenkapitalgeber beitragen und überhaupt erst zu einem Kapitalzufluß führen. Ein entscheidendes Kriterium bezüglich der Mitspracherechte ist der Unternehmensanteil, der durch die Kapitalgeber erworben werden kann. Das Interesse an Minderheitsbeteiligungen (< 50 %) wird geringer sein als an Mehrheitsbeteiligungen (> 50 %), da durch Mehrheitsbeteiligungen ein diskreter Übergang der effektiven Entscheidungsbefugnisse erfolgt und die Bedeutung der Mitspracherechte sich überproportional erhöht. Der graue Markt läßt sich nach Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen trennen, wobei Mehrheitsbeteiligungen c.p. tendenziell durch höhere Veräußerungsfähigkeit und durch höhere Preise gekennzeichnet sind.

Es ergibt sich ein klassisches Dilemma für die Anteilskäufer, weil zwar ein hoher Kapitalbedarf vorhanden ist, die Gefahr des Verlustes der Entscheidungsgewalt im 'eigenen' Unternehmen aber als negativ empfunden wird und eine Beteiligung verhindert. Dieser Aspekt erweist sich in den mittelständischen, nichtlandwirtschaftlichen Unternehmen als größtes Hindernis für den Eintritt neuer Kapitalgeber. Für die bisherigen Gesellschafter der NFU dürfte aber aufgrund der geringen individuellen Kapitalanteile nur eine begrenzte Bedeutung der eigenen Mitspracherechte gegeben sein.

Insbesondere bei den Agrargenossenschaften ergibt sich aus der Gestaltung der Stimmrechte keine Möglichkeit des Erwerbs einer Stimmrechtsmehrheit durch Kauf von Geschäftsanteilen für einen einzigen Kapitalgeber. Damit besteht quasi kein 'Markt für Mehrheitsbeteiligungen' an Genossenschaften. Nur wenn sich mehrere Kapitalgeber zusammenfinden, die Anzahl der bisherigen Genossenschaftsmitglieder gering ist und möglichst eine Erweiterung des Stimmrechts auf drei Stimmen pro Genossen besteht, könnte eine Mehrheitsbeteiligung gelingen. Diese Konstellation dürfte für externe Kapitalgeber sehr selten gegeben sein<sup>1</sup>. Das wichtige Motiv einer Mehrheit am Unternehmen als Kaufargument für Genossenschaftsanteile fehlt somit weitestgehend. Insbesondere Genossenschaftsanteile, die zu keiner weiteren Stimmrechtserhöhung beitragen, sind damit als reine Kapitalanlage zu sehen. Aus diesem Grund sind höhere Risikoprämien für diese Genossenschaftsanteile zu erwarten. Die Anteilseigner müssen daher über eine differenzierte höhere Ausschüttung ähnlich wie bei Vorzugsaktien der Aktiengesellschaften kompensiert werden, wenn ein Abfluß des Eigenkapitals verhindert bzw. neues Eigenkapital angezogen werden soll.

---

<sup>1</sup> So ist bei Beschränkung der Satzung auf ein einfaches Stimmrecht eine Mindestanzahl von 4 Mitgliedern notwendig, um eine Mehrheit zu erlangen, wenn die Genossenschaft die Mindestmitgliederzahl von 7 Personen umfaßt. Bei der satzungsmäßigen Festlegung von bis zu drei Stimmrechten kann bei dieser seltenen Konstellation theoretisch durch 2 Personen eine Mehrheit erworben werden. Da die Anzahl der Mitglieder der Agrargenossenschaften zumeist aber sehr viel höher liegt (i.d.R. ca. 70 Mitglieder), ist eine Übernahme durch einen 'kleinen' Personenkreis quasi ausgeschlossen.



Besondere Bedeutung haben die Mitspracherechte dagegen bei der Rechtsform der GmbH. Es kann durch den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung an einem NFU zu einer 'Übernahme' durch externe Kapitalgeber kommen. Relevanz bekommt ein derartiges 'Übernahmeszenario', wenn eine starke Abweichung zwischen der potentiellen Rentabilität der NFU nach einer Übernahme und der derzeitigen Ertragslage, die als Ausgangspunkt der Anteilspreisforderung durch die Anteilsverkäufer zu sehen ist, vorliegt. Es besteht die Möglichkeit für neue Kapitalgeber, zu für sie 'günstigen Kursen' einzusteigen und damit eine relativ hohe Rendite der Anlage zu erzielen. Dies ist dann zu erwarten, wenn eine weitgehende Orientierung des Kaufpreises an den aktuellen Ertragswerten erfolgt und die neuen Kapitalgeber z.B. aufgrund 'besseren' eigenen Know-hows eine Steigerung der zukünftigen Ertragswerte zugrunde legen. In Form von Übernahmen kann durch den Kapitalmarkt indirekt eine Kontrolle der Kapitalverwendung im Unternehmen mit einer ungünstigen Ertragslage erfolgen. Wenn die Ertragslage der Unternehmen dagegen gut ist und dies den bisherigen Kapitalgebern durch Gewinnausschüttungen vermittelt wird, besteht ein geringeres Potential für Übernahmen, da eine relativ hohe Kaufpreisforderung der Anteilsverkäufer zu erwarten ist.

Daß eine Übernahme durch externe Anteils Käufer auch für die bisherigen Eigner sinnvoll sein kann, zeigt sich bei Übernahmen von Unternehmen, die durch drohende Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung existentiell gefährdet sind. Der sich alternativ ergebende Liquidationswert für die bisherigen Eigenkapitalgeber ist häufig gleich Null oder zumindest geringer als der Fortführungswert. Anteils Käufer können einer Fortführung des Unternehmens dienen, wenn sie einen Preis zahlen, der über dem Liquidationswert, aber unter dem Fortführungswert liegt. Die Differenz zwischen Liquidationswert und Fortführungswert kann auf die jeweiligen Partner je nach Verhandlungsstärke verteilt werden (SWOBODA 1986, S. 60). Eine Übernahme kann auch mit dem Ziel einer zunächst notwendigen Sanierung und einem anschließenden Wiederkauf zu höheren Preisen erfolgen, nachdem das Unternehmen in die Gewinnzone geführt worden ist.

Gerade bei NFU, deren schlechte Lage auf unzureichende Managementleistungen zurückzuführen ist und die damit klassische Übernahmekandidaten sind, besteht die Problematik, daß das Management bei einem Mehrheitserwerb externer Kapitalgeber befürchten muß, entlassen zu werden. Daher könnten die Manager versuchen, externen Kapitalgebern den Zutritt zu erschweren. Das heißt, trotz einer positiven Differenz zwischen zu erwartender Preisforderung der Anteilsverkäufer und der Zahlungsbereitschaft der Anteils Käufer entsteht kein Markt, da die Manager nicht im Interesse der bisherigen Eigentümer, sondern in eigenem Interesse mit dem Ziel der Erhaltung ihrer Arbeitsplätze agieren. Die 'Kontrolle des Kapitalmarktes' über die effiziente Kapitalverwendung in den NFU wird damit reduziert.

Im Gegensatz zu börsennotierten Gesellschaften, bei denen sich Fehlleistungen des Managements nicht nur in der Ausweisung von Verlusten, sondern auch in Kursrückgängen darstellen, ist für die Gesellschafter der NFU mangels eines 'Kurses' der Anteil dieser Zusammenhang weniger transparent. Es ergibt sich ein Gegensatz zu typischen 'mittelständischen Unternehmen', die sich in der Hand einiger gut informierter Kapitalgeber befinden. Die Eigentümer können in diesen Unternehmen eine effektive Kontrolle des Managements vornehmen und sind nicht auf die Kontrolle des Kapitalmarktes angewiesen. Für die NFU gilt dies aufgrund der im Verhältnis zu ihrem Anteil hohen Informationskosten der Anteilseigner und der geringen Bedeutung der Mitspracherechte nicht. Damit wird die eigentliche Abhängigkeit der Stellung des Managements von den bisherigen Gesellschaftern zum Teil konterkariert. Gerade Genossenschaften weisen aufgrund der Stimmrechtsgestaltung eine Immunität gegen die schwach ausgeprägten 'Kontrollmechanismen' des Beteiligungskapitalmarktes auf. Diese durch die fehlende Möglichkeit eines Mehrheitserwerbs begründete Immunität ist insofern negativ zu werten, als keine Übertragung der Unternehmensanteile zu kapitalkräftigeren und besser informierten Kapitalgebern erfolgt, die eine effektive Managementkontrolle vornehmen können.

Im Fall einer Vinkulierung der Geschäftsanteile einer GmbH kann ebenfalls eine Beschränkung der Kontrolle durch den Kapitalmarkt erfolgen. Die Vinkulierung läßt sich z.T. durch die Interessen der Manager erklären, die fürchten müssen, daß die bisherigen Eigner ihre Anteile bei ungenügenden Gewinnen verkaufen, neue Anteils Käufer ins Unternehmen kommen und die Position des Managements gefährdet ist. Durch die Vinkulierung wird die Möglichkeit der Entscheidung über die Anteils Käufer auf das Unternehmen übertragen, so daß sich für die Manager eine Mitbestimmung über den eigenen Gesellschafterkreis und für die Anteilsverkäufer nur ein reduzierter Preis ergibt. Ohne die Vinkulierung kann es durch die Rechtsform der GmbH bei Übernahme der Anteile durch externe Kapitalgeber zu einer internen Eigenkapitalumstrukturierung kommen, von der gerade Unternehmen mit einer managementbedingt ungünstigen Ertragslage und geringen Eigenkapitalquoten betroffen sind.

Vorteile der Beteiligungsfinanzierung zeigen sich darin, daß der Strukturwandel nicht durch Auflösung eines NFU und damit Zerschlagung der Unternehmenseinheiten, sondern durch Neugestaltung der Gesellschafterstruktur erfolgen kann.

## **5 Steuerliche Einflüsse**

Auch steuerliche Einflüsse können auf dem Eigenkapitalmarkt der NFU wirken. Bei GmbH-Anteilen bietet sich die Möglichkeit einer Nutzung steuerlicher Vorteile durch den Erwerb von weniger als 25 % der Unternehmensanteile durch Anteils Käufer. In diesem Fall ist ein späterer Verkauf der Anteile ohne eine Besteuerung der Differenz zwischen erzieltm Kauf-Verkaufspreis möglich (GRÄPER 1993, S. 113). Für Genossenschaftsanteile und Kommanditanteile ist dieses Kaufmotiv aufgrund der fehlenden Beteiligung an Rücklagen nicht relevant.

Gefördert werden kann die Eigenkapitaleinbringung auch durch die Möglichkeit der Übernahme von steuerlichen Verlusten. Diese Möglichkeit besteht nur bei der GmbH & Co. KG über die anteiligen Verluste der Kommanditisten, so daß diese Gesellschaftsform für steuerlich hoch belastete Kapitalgeber interessant ist und sie c.p. einen höheren Anteilspreis zahlen.

## **6 Relevante Kapitalgebergruppen**

Auf dem Kreditkapitalmarkt herrscht ein starker Wettbewerb durch die Banken, die als institutionelle Kapitalgeber den Markt dominieren, so daß die NFU relativ schnell eine Markttransparenz bekommen können. Dagegen ist die Situation auf dem Eigenkapitalmarkt durch das Fehlen spezialisierter, institutioneller Kapitalgeber als Finanzintermediäre geprägt, die eine Eigenkapitalbereitstellung zu marktgerechten Preisen anbieten und auf diesem Wege eine Orientierung für die NFU bzw. für die Anteilsverkäufer bieten können.

Im folgenden soll in einer verkürzten Darstellung auf die Nachfrage potentieller Anteils Käufer eingegangen werden. Es wird - ohne Anspruch auf Vollständigkeit - versucht, in Form eines groben Stärken-Schwächen-Profiles die Positionen der möglichen Anteils Käufer zu charakterisieren (siehe Tabelle 1). Die für die jeweiligen Anteils Käufer bestehenden Schwächen sind als zusätzliche Kosten zu interpretieren und führen zu einer starken Reduktion der zu erwartenden Erträge, so daß ein 'Kapitalmangel' im eigentlichen Sinne für die NFU entstehen kann.

**Tabelle 1: Stärken und Schwächen verschiedener möglicher Kapitalgeber**

Kapitalgeber	Stärken	Schwächen
Management	Produktionstechnisches Know-how, interne Informationen	geringe Finanzierungsmittel
Vor- und nachgelagerte Unternehmen	Branchenspezifische Informationen, Synergieeffekte	geringe Finanzierungsmittel (z.B. Fleisch- und Milchverarbeitung)
Banken	Finanzierungsmittel, Unternehmensbeurteilungskapazität	keine Risikokapitalfinanzierung, gesetzliche Beschränkungen
Kapitalbeteiligungsgesellschaften	Managementkapazität, Risikokapital	hohe Kapitalkosten ohne Zinsverbilligung
Private Anleger	Finanzierungsmittel, Verlustübernahmepotential	hohe Transaktionskosten, fehlendes Know-how
Landwirte	Branchenspezifisches Know-how, Synergieeffekte	Zielsetzung der Übernahme

Quelle: Eigene Darstellung

Zu den wesentlichen Defiziten bei einzelnen Gruppen zählen z.B. Risikoaversionen und gesetzliche Beschränkungen der Eigenkapitalbereitstellung bei den Banken; fehlende Möglichkeit der Kontrolle der Managemententscheidungen bei privaten nichtlandwirtschaftlichen Kapitalgebern; beschränkte Finanzierungsmittel bei nachgelagerten Unternehmen; eine Beschränkung von Zinsverbilligungen ausschließlich auf Fremdkapital und nicht für spezialisierte Eigenkapitalgeber wie etwa Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Zwei Gruppen von Kapitalgebern kommen insbesondere als Anteilserwerber in Frage.

Bei NFU, die durch eine relativ gute Ertragslage gekennzeichnet sind, ist eher ein Anteilskauf durch die Manager - ein sogenanntes Management-Buy-Out - zu erwarten. Die Manager haben einen erheblichen Informationsvorsprung gegenüber den Anteilsverkäufern, aber auch gegenüber potentiellen externen Anteilskäufern, da die bisherige Unternehmensentwicklung weitestgehend durch das Management gesteuert wurde. Als ungünstig für die Durchführung eines Management-Buy-Outs erweisen sich die beschränkten finanziellen Mittel der Manager in den NFU. Sie hatten zumeist nicht die Möglichkeit, umfangreiches Privatvermögen aufzubauen, das zum Kauf von Anteilen an den Unternehmen genutzt werden kann. Daher kommt in erster Linie ein zumindest teilweise kreditfinanzierter Beteiligungskauf für diese Manager in Frage (SCHÖMER 1995, S. 8). Es ergibt sich dann eine Ablösung des bisherigen Beteiligungskapitals durch Fremdkapital über die Manager. Die Stabilität des gesamten Finanzierungskonzeptes wird verringert, weil der Kapaldiens für den resultierenden Privatkredit aus dem Unternehmen sichergestellt werden muß, wenn der Manager nicht über andere Einkommensquellen verfügt (SCHÖMER 1995, S. 8).

Erfolgt die Bedienung des Kapaldiens nicht, so kommt über die Gefährdung des Privatkredits ein Schneeballeffekt zustande, der auch das Unternehmen betrifft. Damit wird das schon im Unternehmen vorhandene Verschuldungsrisiko durch ein privates Verschuldungsrisiko verstärkt. Es bietet sich zur Reduktion dieses Risikos die Einbindung von Kofinanziers an, die zwischenzeitlich einen Teil des Eigenkapitals erwerben. Dies kann durch Investmentbanken oder Kapitalbeteiligungsgesellschaften geschehen, die eine Beratung und Koordination der Kaufaktivitäten zwischen Käufern und Verkäufern durchführen und evtl. auch als Finanzierungspartner bei Management-Buy-Outs in Aktion treten (KRAMER 1990, S. 18).

Auf diesem Wege wird der Übergang von einem Unternehmen mit einer starken Zersplitterung der Interessen innerhalb des Kreises der bisherigen Gesellschafter zu einer Konzentration bei einigen Unternehmern möglich.

Bei Unternehmen mit einer managementbedingt ungünstigen Ertragslage besteht tendenziell eher die Möglichkeit eines Einstiegs externer Kapitalgeber, die über spezifisches Know-how verfügen wie etwa westeuropäische Landwirte. Aufgrund des Widerstands der Manager ist aber mit einer Verzögerung des Einstiegs zu rechnen, bis eine unmittelbar bevorstehende Insolvenz oder Überschuldung keine andere Alternative mehr zuläßt. Gerade Insolvenzen stellen bei nichtbörsennotierten Gesellschaften oftmals die einzige Möglichkeit zur Übernahme dar.

## 7 Zusammenfassung

Die Wege der Eigenkapitalbeschaffung der NFU sind als 'steinig' zu bezeichnen. Eine direkte Einbringung von Eigenkapital in die NFU hat es bisher nur in relativ wenigen Fällen gegeben (ISERMEYER 1995, S. 13). Bedingt durch die geringen Rentabilitäten in den NFU ist zunächst ein schwaches Interesse an einer Kapitalbereitstellung durch potentielle Anteilskäufer zu vermuten. Eine alleinige Kapitalbereitstellung reicht oftmals nicht aus, denn die Investition muß auch gemanagt werden, und gerade bei dieser Aufgabe versagen die Kapitalmärkte (ENGELS 1995, S. 158). Die Zuführung von Eigenkapital muß aus diesem Grunde i.d.R. Hand in Hand gehen mit einem Management-Know-how-Transfer (BUNDESMINISTERIUM FÜR WIRTSCHAFT 1994, S. 5).

Die Eigenkapitalmärkte für die NFU weisen Trennungen nach Rechtsformen auf, die für die Marktteilnehmer unterschiedliche Transaktionskosten sowie Risikoprämien beinhalten (ALBACH 1988, S. 623). Vor allem die Genossenschaft ist für externe Kapitalgeber uninteressant. Es gibt keinen funktionstüchtigen Markt für Beteiligungen an kleinen und mittleren Unternehmen, so daß Engagements praktisch nur für langfristig denkende Daueranleger mit guten Informationen möglich sind. Für externe Anteilskäufer wird sich die Zielsetzung ergeben, entweder eine Mehrheit zu erwerben oder ganz auf eine Beteiligung zu verzichten. Durch Marktzugangsbeschränkungen von Seiten des bisherigen Managements gegenüber externen Kapitalgebern können zusätzliche Barrieren entstehen, die gerade bei Unternehmen mit schlechter Ertragslage positive Effekte einer Beteiligungfinanzierung verhindern. Wenn Unternehmen keinen Zugang zu Eigenkapital von außen haben, so stellt dies ein Hindernis bei solchen Produktionsprozessen dar, die in hohem Maße risikofinanzierte Investitionen erfordern (WEICHERT 1987, S. 117). Dies zeigt sich in der tierischen Produktion in den NFU. Die Einbringung von Eigenkapital in die NFU wird zusätzlich durch die Altschuldenregelung und die hohen steuerlichen Belastungen erschwert.

Die NFU befinden sich in bezug auf ihre Kapitalmarktlage und ihren Zugang zu Eigenkapital in einer ähnlichen Situation wie mittelständische nichtlandwirtschaftliche Unternehmen, die sich seit langem mit der Thematik einer 'Eigenkapitalücke' befassen müssen.

## Summary

The process of restructuring the East German agricultural enterprises causes a high demand for capital. The article deals with some aspects of the equity capital market. The legal forms of cooperative and private companies, in particular, determine the relations between the firms and potential shareholders. The resulting barriers and the potentials of the equity market as a new financial source for agricultural firms are shown. Obviously, the most difficult issue on the supply and demand sides is the influence of new shareholders on the enterprise's policies. This influence depends strongly on the distribution of equity shares and the related voting rights.

Observations and theoretical considerations referring to the potential shareholders lead to the tentative conclusion that management buy-outs or takeovers by wealthy West European farmers are the most probable solutions.

Nevertheless, the position of agricultural enterprises on the capital market is similar to that of comparably sized non-agricultural firms. Firms have to face a lack of equity capital for a long time. In view of these facts, and the relatively low returns on investment in agriculture, a strong inflow of external equity capital into agricultural firms can not be expected.

### Literaturverzeichnis

- ALBACH, H. (1988): *Finanzierungsregeln und Kapitalstruktur der Unternehmung*. In: Christians, F. W. (Hrsg.): *Finanzierungshandbuch*. Wiesbaden
- BUNDESMINISTERIUM FÜR WIRTSCHAFT (1994): *Bericht der Arbeitsgruppe „Möglichkeiten der Verbesserung der Eigenkapitalausstattung im industriellen Mittelstand in den neuen Bundesländern“*. Bonn (BMWi Dokumentation 357)
- BOURN, H. J.; COLLINS, R. A. (1986): *Market Requirements and Pricing for External Equity Shares in Farm Businesses*. In: *American Journal of Agricultural Economics* 68, Dezember
- CRANE, L. M.; LEATHAM, D. J. (1995): *External Equity Financing in Agriculture Via Profit and Loss Sharing Contracts*. In: *Agribusiness* 11, Nr. 3
- DODSON, C. B. (1994): *Economic Feasibility of Farm Real Estate Equity Investments*. In: *Agricultural Economics Research (USDA)* 45, Nr. 3
- ENGELS, W. (1995): *Ein doppeltes Finanzsystem*. In: *Wirtschaftswoche*, 27.4.
- GRÄPER, M. (1993): *Management-Buy-Out*. Kiel
- ISERMAYER, F. (1995): *Umstrukturierung im Osten : Lehren für den Westen*. In: *Neue Landwirtschaft*, Nr. 7, S. 13
- KRAMER, J. (1990): *Die Welle wird überschwappen*. In: *Management-Buy-Out*. Frankfurt am Main
- LOISTL, O. (1986): *Zur Aussagefähigkeit der Eigenkapitalquote*. In: *Kapitalmarkt und Finanzierung*. Berlin (Schriften des Vereins für Sozialpolitik 165)
- PERRIDON, L.; STEINER, M. (1993): *Finanzwirtschaft der Unternehmung*. München
- RIEVE, D. (1992): *Probleme der landwirtschaftlichen Betriebe in den neuen Ländern*. In: *Deutsche Gesellschaft für Agrar- und Umweltpolitik (Hrsg.): Meinungen zur Agrar- und Umweltpolitik*. Bonn
- SCHÜMER, J. (1995): *Kapitalanteile konzentrieren - aber wie ?* In: *Top agrar spezial*, 22.4.
- SCHÜRMMANN, W. (1980): *Familienunternehmen und Börse*. Wiesbaden
- SAEMANN, P. (1992): *Finanzierung innovativer Klein- und Mittelbetriebe im Gründungsprozeß unter Berücksichtigung der Entwicklungen in den neuen Bundesländern*. Berlin, Dissertation
- SÜCHTING, J. (1989): *Finanzmanagement*. Wiesbaden
- SWOBODA, P. (1986): *Kapitalmarkt und Unternehmensfinanzierung : zur Kapitalstruktur der Unternehmung*. In: *Kapitalmarkt und Finanzierung*. Berlin (Schriften des Vereins für Sozialpolitik 165)
- WEICHERT, R. (1987): *Probleme des Risikokapitalmarktes in der Bundesrepublik*. Tübingen