

Vahlen kompakt

Financial Management

Die finanzielle Führung von Unternehmen

Bearbeitet von
Von Prof. Dr. Burkhard Kahre, Prof. Dr. Rainer Laier, und Ute Vanini

1. Auflage 2019. Buch. X, 275 S. Kartoniert
ISBN 978 3 8006 5333 1
Format (B x L): 21,0 x 29,7 cm

[Wirtschaft > Unternehmensfinanzen > Finanzierung, Investition, Leasing](#)

Zu [Inhalts-](#) und [Sachverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei


DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

2. Finanzielles Management des Umlaufvermögens

den liquiden Mitteln gezählt. Sämtliche sonstige Vermögenswerte des Umlaufvermögens fallen nach dieser Definition nicht unter die liquiden Mittel, auch wenn diese auch als liquide Mittel zweiter oder dritter Ordnung bezeichnet werden.

Traditionell werden liquide Mittel aus **Transaktions-, Vorsichts- und Spekulationsgründen** geführt (Perridon/Steiner/Rathgeber (2017), S. 165). Das Transaktionsmotiv ergibt sich aus der Notwendigkeit, Kauf- und Verkaufsgeschäfte tätigen zu können. Das Vorsichtsmotiv drückt das Erfordernis aus, ungeplante Schwankungen des Net Working Capitals auffangen und damit die Zahlungsbereitschaft erhalten zu können. Das Spekulationsmotiv schließlich ergibt sich aus der Hoffnung, durch Vorhalten einer Kriegskasse mögliche günstige Kaufgelegenheiten unverzüglich ergreifen zu können. Auch wenn durch Aufkommen sehr kurzfristig liquidierbarer Geldmarkt- und Kreditinstrumente die Kassenposition an praktischer Bedeutung verloren hat (Perridon/Steiner/Rathgeber (2017), S. 165), sind diese Kassenhaltungsmotive dem Grunde nach noch heute gültig. Je nach Geschäftsmodell können einzelne Motive sogar weiterhin von wesentlicher Bedeutung sein, wie beispielsweise in der Gastronomie oder im Einzelhandel eine Transaktionskasse zur Sicherstellung des Bargeldverkehrs unvermeidbar ist.

Die Minimierung liquider Mittel im Rahmen des Working Capital Managements erfordert einen integrierten **Liquiditätsmanagementprozess**, der von der Planung über die Disposition bis zum Zahlungsverkehr reicht. Werden überflüssige, d. h. nicht betriebsnotwendige liquide Mittel festgestellt, sind diese im Sinne des Rentabilitätsmanagements abzubauen. Dies kann zum einen über die Rückführung von Eigen- oder Fremdkapital erfolgen, da so Kapitalkosten reduziert werden können. Zum anderen besteht die Möglichkeit, vorhandene finanzielle Mittel für Investitionen in verzinsliche Anlagen zu nutzen (Abb. 94).

Die Frage, ob überflüssige finanzielle Mittel zur **Kapitalrückführung oder zur Investition** zu nutzen sind, ist theoretisch leicht zu beantworten. Orientiert man sich rein nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, sind liquide Mittel immer dann den Kapitalgebern zurück zu geben, wenn sie nicht durch das Unternehmen wertsteigernd verzinst werden können (sogen. **residuale**

Kapitalrückführung). Anders ausgedrückt sind liquide Mittel nur dann zu investieren, wenn die Investition eine höhere Verzinsung aufweist als die durch sie verursachten Kapitalkosten. Läge die interne Verzinsung der Investition nicht über den Kapitalkosten, würde sie einen negativen Kapitalwert erwirtschaften und damit gegen das Prinzip der Rentabilitätsmaximierung verstoßen. Dies lässt sich beispielhaft für einen Fall darstellen, in dem eine Investitionsmöglichkeit mit einer Rendite von 10 % besteht, während die Finanzierungskosten dieser Investition bei 11 % liegen. Eine solche Investition lohnt sich nicht, denn der Kapitalwert der Investition wäre negativ. Die Unternehmensleitung sollte somit die verfügbaren liquiden Mittel zur Kapitalrückführung (Tilgung von Finanzierungsverbindlichkeiten oder Ausschüttung an die Eigentümer) verwenden, um die Finanzierungskosten zu senken.

Ob **Fremd- oder Eigenkapital** zu tilgen ist, lässt sich betriebswirtschaftlich allerdings nicht so einfach klären. Zwar ist Eigenkapital aufgrund des höheren Risikos und der fehlenden steuerlichen Abzugsfähigkeit von Ertragszahlungen (Entnahmen, Ausschüttungen oder Dividenden) teurer als Fremdkapital und sollte daher aus Rentabilitätsaspekten zuerst abgebaut werden. Doch steigt mit erhöhtem Verschuldungsgrad und dem damit einhergehenden Bonitätsrisiko auch der Risikozuschlag auf die Finanzierungskosten, so dass der leveragebedingte Tilgungsvorteil irgendwann egalisiert wird (s. zum optimalen Verschuldungsgrad Abschnitt C.3.6.2). Somit sollte es auch vom Verschuldungsgrad und der damit zusammenhängenden Bonität des Unternehmens abhängen, ob die liquiden Mittel durch Eigen- oder Fremdkapitalrückführung abgebaut werden.

Diese der Betriebswirtschaftslehre entnommenen Grundsätze über die Verwendung überflüssiger liquider Mittel dürften in der Realität allerdings durch **praktische Überlegungen** dominiert werden. So ist es vor allem bei börsennotierten Unternehmen üblich, dass zur Unterstützung der Kapitalmarktkommunikation nach Möglichkeit konstante Ausschüttungsquoten gehalten werden. Aber die Ausschüttungen können auch durch spezielle Umfeldbedingungen bestimmt werden, in denen Ausschüttungsentscheide bspw. durch den Kapitalbedarf der Eigentümer oder durch eine beabsichtigte Gestaltung von Kapitalquoten beeinflusst werden (bspw. bei Kreditrestriktionen, sogen. Financial Covenants).

Erheblichen Einfluss übt zudem die **Besteuerung** aus, da in Deutschland thesaurierte Gewinne geringer besteuert werden als ausgeschüttete Gewinne. Somit sind durch Aufschiebung der Gewinnausschüttung Steuerstundungen möglich, die sich je nach Rentabilität des Unternehmens positiv auf den Unternehmenswert auswirken können (sogen. steuerinduzierter Thesaurierungseffekt). Ferner kann der Verwendungsentscheid über nicht betriebsnotwendige liquide Mittel auch ganz pragmatisch durch fehlende Möglichkeiten zur Kredittilgung beeinflusst werden.

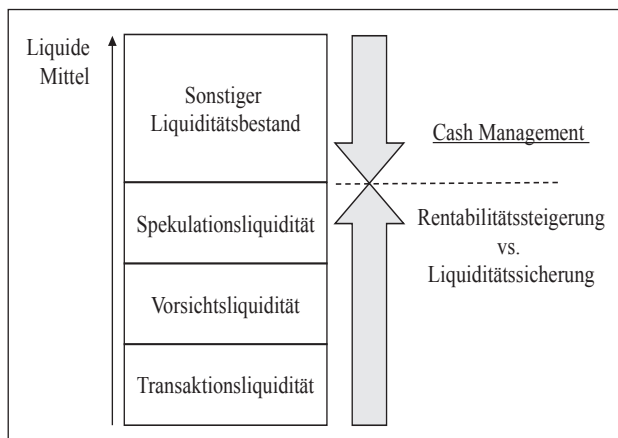


Abb. 94: Minimierung liquider Mittel

2.2.2 Maximierung der unverzinslichen Verbindlichkeiten

Das Working Capital Management beinhaltet nicht nur die Reduktion des Umlaufvermögens, sondern auch die Nutzung unverzinslicher (kurzfristiger) Verbindlichkeiten, da beide Ansätze das Net Working Capital im Sinne der Rentabilitätsmaximierung beeinflussen. Unter die **unverzinslichen Verbindlichkeiten** fallen regelmäßig sowohl die kurzfristigen operativen Verbindlichkeiten (die sogen. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen), soweit sie innerhalb einer möglichen Skontofrist beglichen werden, als auch die erhaltenen Anzahlungen, solange eine Verzinsung ausgeschlossen wurde (was üblich ist, da sie zumeist der Lastenverteilung aus der Vorfinanzierung dienen sollen).

Rückstellungen als der Höhe und/oder dem Grunde nach ungewisse Schulden gelten i. d. R. nicht als zinslos, auch wenn sie keine Zinszahlungen verursachen. Allerdings sind langfristige Rückstellungen zum Barwert des Erfüllungsbetrags zu passivieren und die nachfolgenden Barwertzuwächse als Zinsaufwand zu erfassen (§253 Abs.2 HGB; §§6 Abs.1 Nr.3 u. 6a Abs.2 S.3 EStG). Dass handels- und steuerbilanziell nur langfristige Rückstellungen mit kalkulatorischen Kapitalkosten zu belasten sind, ist auf Wesentlichkeitsaspekte zurückzuführen und ist der Bilanzierungsvereinfachung geschuldet.

Die **Maximierung der unverzinslichen Schulden dem Grunde und der Höhe nach** zeigt sich i. W. als Spiegelbild der oben diskutierten Einflussmöglichkeiten auf den Forderungsbestand. So sind großzügig ausgestaltete Lieferbedingungen (ideal: frei Haus statt bspw. ab Werk) und Zahlungsvereinbarungen anzustreben, um durch lange Zahlungsziele und ggf. auch lange Skontofristen die kostenlose Kreditfinanzierung zeitlich maximal ausnutzen zu können. Das schließt auch die weitgehendste Verzögerung der Abnahme des Produktes oder der Dienstleistung ein, um den Beginn der Zahlungsfrist verschieben zu können. Dies ist je nach Vertragsgestaltung und Leistungsgegenstand oft durch Verweis auf ausstehende Leistungen (bspw. technische Beschaffenheitsnachweise) möglich, obwohl das Produkt oder die Dienstleistung bereits im betrieblichen Leistungserstellungsprozess eingesetzt wird.

Auch beim Management der unverzinslichen Schulden gelten grundsätzlich dieselben **leistungswirtschaftlichen Einschränkungen** der finanzwirtschaftlichen Gestaltbarkeit wie bei den Forderungen, wenn auch mit umgekehrten Vorzeichen. Diese sind vor allem dann erreicht, wenn vorteilhafte Geschäftsbeziehungen gefährdet werden. So können offensichtlich gewollte Abnahmeverzögerungen nachteilige Reaktionen des Lieferanten verursachen, indem bspw. auf Kulanz, Erstellung von Gegenforderungen oder Rückbehalt anderer Leistungsbestandteile verzichtet wird. Oder es können die Konditionen nachfolgender Bestellungen negativ beeinflusst werden, bspw. wenn Preisaufschläge, Vorfinanzierung, geforderte Sicherheiten oder sonstige Vertragsverschärfungen gegen den Lieferanten durchgesetzt werden.

2.2.3 Kennzahlenmanagement

Zwar ist der Aussagegehalt des Net Working Capitals als statische Bilanzkennzahl begrenzt, da es weder das dispositive Liquiditätsmanagement ersetzt noch einen Einblick in die künftigen Zahlungsströme erlaubt. Allerdings kann es als wertvoller Indikator für die Qualität des Managements vom Umlaufvermögen dienen, der bspw. auf ein schwaches Forderungsmanagement oder eine unzureichende Lagerlogistik verweist.

Dabei wird im Regelfall nicht nur das Net Working Capital betrachtet, sondern auch das **Gross Working Capital**, das lediglich das Umlaufvermögen umfasst und nicht wie das Net Working Capital die kurzfristigen Schulden abzieht. Diese Kennzahl besitzt – anders als das Net Working Capital, das liquiditäts- und rentabilitätsbedingt im Regelfall bei null liegen sollte – keine allgemeine wertmäßige Zielgröße, sondern lässt sich allenfalls durch ihre Entwicklung zu den Vorperioden (Verbesserungen im Zeitablauf) oder im Branchenvergleich würdigen. Da aber das Gross Working Capital aufgrund unterschiedlicher Betriebsgrößen zwischen Unternehmen kaum absolut vergleichbar ist, bedient man sich öfters der Relation **Working Capital Intensität** (auch: Working Capital Ratio), durch die das Gross Working Capital zum Umsatz ins Verhältnis gesetzt wird:

$$\text{Working Capital Intensität} = \frac{\text{Gross Working Capital}}{\text{Umsatz}}$$

Weist ein Unternehmen ein schwaches, d.h. branchenunübliches oder sich verschlechterndes Working Capital bzw. Working Capital Intensität aus, sind die Ursachen zu erforschen. Dabei ist der tatsächliche Zusammenhang zwischen dem Working Capital und dem Umsatz unerheblich; es handelt sich lediglich um einen Maßstab zum Unternehmensvergleich. Doch ein solcher Vergleich ist nur dann sinnvoll, wenn die Vergleichsunternehmen in derselben Branche tätig sind und vergleichbare Geschäftsmodelle verfolgen (Bleiber (2015), S.64). Beispielsweise weist ein Gastronomieunternehmen mit leicht verderblicher Ware grundsätzlich eine wesentlich geringere Working Capital Intensität aus als produzierende Unternehmen des Maschinen- und Anlagenbaus oder Handelsunternehmen.

Im Rahmen des Working Capital Managements wurden in der Literatur und Praxis Kennzahlen bzw. Steuerungsgrößen entwickelt, die sich auf Basis des Operating Cycles in einen Bezugsrahmen setzen lassen (Abb. 95).

In der Praxis und der Literatur haben sich im Rahmen des Working Capital Managements eine Vielzahl von Kennzahlen etabliert, von denen insbesondere die Folgenden praxisüblich sind:

Die **Geldumschlagsdauer** (englisch: Cash Conversion Cycle, CCC; auch: Cash-to-Cash Cycle, C2C) bezeichnet die Dauer der Bindung liquider Mittel im Umlaufvermögen des Unternehmens. Sie stellt die Gesamtdauer von der Bezahlung der Lieferantenrechnung bis zum Zahlungseingang durch den Kunden dar und dient als Indikator für ein effizientes Working Capital Management. Somit bestimmen die Vorlaufzeit der Bestellung vor Produktionsbeginn (abzüglich des genutzten Zahlungsziels), die Dauer der Produktion, die Lagerdauer der Fertigpro-

2. Finanzielles Management des Umlaufvermögens

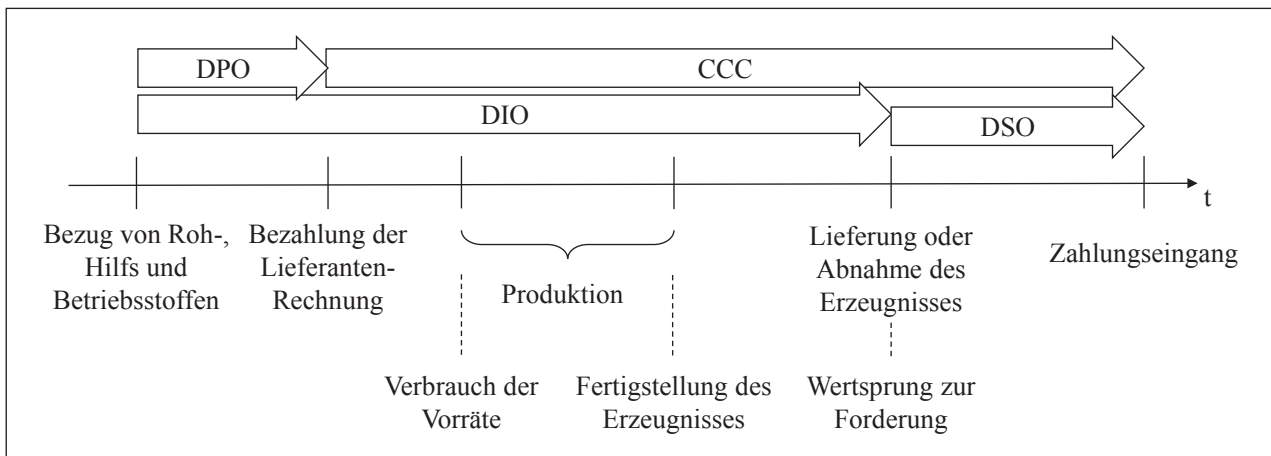


Abb. 95: Kennzahlen im Working Capital Management

dukte und die Inkassolaufzeit die Geldumschlagsdauer. Sämtliche Effizienzsteigerungsmaßnahmen in diesen Bereichen (bspw. Just-in-Time Management, effiziente Produktion) verbessern die Geldumschlagsdauer und mindern damit die Bindung toten Vermögens. Auch wenn die Geldumschlagsdauer branchentypisch sehr unterschiedlich ist, da sich die Produktionsprozesse und Zahlungsbedingungen teils stark unterscheiden, handelt es sich hierbei um die zentrale Kenngröße des Working Capital Managements. Darüber hinaus veranschaulicht die Geldumschlagsdauer, wie sich die weiteren Parameter des Working Capital Managements auf die Finanzierung des Unternehmens auswirken:

Geldumschlagsdauer (CCC)
 = Lagerreichweite (DIO)
 + durchschnittliche Debitorenlaufzeit (DSO)
 - durchschnittliche Kreditorenlaufzeit (DPO)

Die **Lagerreichweite** (Days Inventory Outstanding, DIO) beschreibt die Lagerdauer der Vorräte vom Lagereingang bis zur Auslieferung der Erzeugnisse an den Kunden und misst damit die durchschnittliche Kapitalbindung im Vorratsvermögen (der Kehrwert der Lagerreichweite wäre die **Lagerumschlagshäufigkeit**):

$$\text{Lagerreichweite in Tagen, DIO} = \frac{\text{Ø Lagerbestand}}{\text{Jahresbedarf}} \times 365$$

Der durchschnittliche Lagerbestand lässt sich aus der Bilanz des Unternehmens – ungeachtet möglicher genauerer Vorgehensweisen – vereinfachend als Mittelwert aus Anfangs- und Schlussbestand des bilanziellen Vorratsvermögens (Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, fertige und unfertige Erzeugnisse, Leistungen und Waren abzgl. erhaltener Anzahlungen) ermitteln:

$$\text{Ø Lagerbestand} = \frac{\text{Anfangsbestand} + \text{Schlussbestand des Vorratsvermögens}}{2}$$

Der Jahresbedarf an Lagergegenständen wird in der Literatur und Praxis oft anhand des jährlichen Waren- und Materialaufwands gemessen. Dieses Vorgehen mag für Händler nachvollziehbar sein, ist jedoch für wertschöpfende Unternehmen problematisch, da der Materialaufwand den Verbrauch an Inputprodukten, nicht aber an Outputprodukten misst: Der Verbrauch von fertigen und

unfertigen Erzeugnissen bleibt somit unbeachtet. Um dieses Problem zu umgehen, bietet es sich an, die Lagerreichweite für Input- und Outputprodukte getrennt zu betrachten und die Reichweiten zu einer gemeinsamen Kennzahl zusammenzuführen. Der Jahresbedarf an Outputprodukten ließe sich dabei als jährlichen bewerteten Abgang von Erzeugnissen festlegen:

$$\text{Lagerreichweite in Tagen, DID} = \left(\frac{\text{Ø Bestand RHB}}{\text{Materialaufwand}} + \frac{\text{Ø Bestand Erzeugnisse}}{\text{Erzeugnisse Abgang}} \right) \times 365$$

Teils wird die Lagerreichweite als Division des durchschnittlichen Lagerbestands durch die Herstellkosten des Umsatzes (Cost of Goods Sold) berechnet. Dies ist insb. deshalb problematisch, da in den Herstellkosten nicht nur der Materialverbrauch, sondern auch andere Sach- und vor allem Personalkosten enthalten sind, welche diese Berechnung verfälschen. Ferner wird auch hier nicht zwischen dem Verbrauch von Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen einerseits und Erzeugnissen andererseits unterschieden. Folglich kann dieser Ansatz allenfalls für eine vereinfachte Betrachtung im Zeit- oder Branchenvergleich gelten, bei dem es nicht auf die Genauigkeit der Berechnungen ankommt.

Ziel eines Unternehmens sollte sein, die Lagerreichweite zu minimieren, um so die Vorfinanzierungskosten der Produktion zu reduzieren. Dafür stehen die in Abschnitt C.2.2.1.1 genannten Methoden zur Verfügung.

Mit der **Forderungs-** oder **Debitorenlaufzeit** (Days Sales Outstanding, DSO) wird die Laufzeit der Forderung vom Tag der Lieferung (oft auch vom Zeitpunkt der Rechnungsstellung) bis zum Zahlungseingang gemessen. Sie stellt also das vom Kunden durchschnittlich beanspruchte Zahlungsziel zzgl. eventueller in Anspruch genommener Überfälligkeiten dar:

$$\text{Debitorenlaufzeit in Tagen, DSO} = \frac{\text{Ø Forderungen aus Lieferungen und Leistungen}}{\text{Umsatzerlöse zzgl. USt}} \times 365$$

Sowohl die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen als auch die Umsatzerlöse lassen sich der Bilanz und der Erfolgsrechnung entnehmen. Da jedoch die Um-

C Finanzielle Steuerung

satzerlöse bilanziell netto (d.h. ohne Umsatzsteuerlast, USt), die Forderungsbestände aber brutto (d.h. inkl. Umsatzsteuer) ausgewiesen werden, sollten die Forderungen oder die Umsatzerlöse entsprechend um die Umsatzsteuer korrigiert werden, um eine Vergleichbarkeit beider Positionen herzustellen (in obiger Formel wurden die Umsatzerlöse um die Umsatzsteuer erhöht, statt die Forderungen um die Umsatzsteuer zu mindern). Um saisonale Effekte zu berücksichtigen, bietet es sich zudem an, die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen als Jahresdurchschnittswert zu ermitteln:

$$\varnothing \text{ Forderungsbestand} = \frac{\text{Anfangsbestand} + \text{Schlussbestand} \text{ der Forderungen aus L. u. L.}}{2}$$

Die Debitorenlaufzeit erhöht die Geldumschlagsdauer und damit die Kapitalbindung im Werterstellungsprozess. Folglich ist sie zu minimieren, um die Bindung unproduktiven (toten) Vermögens zu vermeiden. Hierfür stehen die im Abschnitt C.2.2.1.2 genannten Methoden zur Verfügung.

Das Gegenstück zur Debitorenlaufzeit stellt die **Verbindlichkeiten-** oder **Kreditorenlaufzeit** (Days Payables Outstanding, DPO) dar, die als Laufzeit der Verbindlichkeiten vom Zeitpunkt des Rechnungseingangs bis zur Zahlungsausführung an den Lieferanten gemessen wird. Sie gibt damit an, wie lange das Unternehmen durchschnittlich Kredit bei seinen Lieferanten in Anspruch nimmt und beschreibt so das Zahlungsverhalten des Unternehmens:

$$\text{Kreditorenlaufzeit in Tagen, DPO} = \frac{\varnothing \text{ Verbindlichkeiten aus L. u. L. abzgl. VSt}}{\text{Materialaufwand}} \times 365$$

Analog zu der Kreditorenlaufzeit gilt auch hier, dass die Verbindlichkeiten oder der Materialaufwand um die Umsatzsteuer (hier: Vorsteuer, VSt) zu korrigieren sind (in obiger Formel erfolgt dies durch Minderung der Verbindlichkeiten um die Vorsteuer, um beide Werte auf ein vergleichbares Niveau zu heben). Ferner sollten auch hier zur Vermeidung von Saisonalisierungseffekten die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen als Durchschnittswert erhoben werden:

$$\varnothing \text{ Verbindlichkeiten - bestand} = \frac{\text{Anfangsbestand} + \text{Schlussbestand} \text{ der Verbindlichkeiten aus L. u. L.}}{2}$$

Anders als bei der Lagerreichweite oder der Debitorenlaufzeit erhöht die Kreditorenlaufzeit die Geldumschlagsdauer nicht, sondern sie mindert diese: Je später man empfangene Vorräte und Dienstleistungen bezahlt, desto kürzer ist die Vorfinanzierungsdauer der Umsätze. Anders ausgedrückt, wird durch die Kreditorenlaufzeit ein Teil der Vorfinanzierungskosten auf den Lieferanten abgewälzt. Somit gilt für die Kreditorenlaufzeit, dass sie unter Beachtung möglicher Skontoerträge und der Lieferantenbeziehungen zu maximieren ist, um so möglichst viel unverzinsliches Kapital zu nutzen. Hierfür stehen die in Abschnitt C.2.2.2 genannten Methoden zur Verfügung.

Der Zusammenhang zwischen den Kennzahlen des Working Capital Managements soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden:

Ein Unternehmen weist folgenden Jahresabschluss mit Vorjahresvergleichswerten aus (s. unten).

Die Geldumschlagsdauer stellt sich als Addition der Lagerreichweite und der Debitorenlaufzeit abzüglich der Kreditorenlaufzeit wie folgt dar:

$$\begin{aligned} &= \frac{\varnothing \text{ Lagerbestand}}{\text{Jahresbedarf}} \times 365 \text{ Tage} \\ &+ \frac{\varnothing \text{ Forderungen aus Lieferungen und Leistungen}}{\text{Umsatzerlöse zzgl. USt}} \times 365 \text{ Tage} \\ &- \frac{\varnothing \text{ Verbindlichkeiten aus L. u. L. abzgl. VSt}}{\text{Materialaufwand}} \times 365 \text{ Tage} \end{aligned}$$

In der Annahme, dass im Jahr 02 Erzeugnisse mit einem Wert von EUR 600 abgegangen sind und die USt uneingeschränkt 19% beträgt, ergibt sich eine Geldumschlagsdauer von 109 Tagen:

Schlussbilanz					
	31.12.02	31.12.01		31.12.02	31.12.01
<u>Anlagevermögen</u>	1.450	1.400	<u>Eigenkapital</u>	700	500
<u>Umlaufvermögen</u>			<u>Fremdkapital</u>		
Vorräte			Rückstellungen		
Roh-, Hilfs- u. Betriebsstoffe	50	100	Pensionsrückstellungen	700	700
Fertige und unfertige Erzeugnisse	100	50	Sonstige Rückstellungen (kurzfr.)	300	400
Forderungen			Verbindlichkeiten		
aus Lieferungen u. Leistungen	50	100	aus Lieferungen u. Leistungen	50	50
Sonst. Vermögensgegenstände	100	100	Sonst. Verbindlichkeiten (kurzfr.)	100	300
Liquide Mittel	100	200			
<u>GuV</u>	<u>Jahr 02</u>	<u>Jahr 01</u>			
Umsatzerlöse	1.000	800			
Bestandsveränderung	0	100			
Materialaufwand	-300	-250			
Personalaufwand	-300	-350			
Sonstiger Betriebsaufwand	-150	-200			
Finanzergebnis	40	50			
Steuern auf Einkommen und Ertrag	-90	-50			
Jahresüberschuss	200	100			

Geldumschlagsdauer (CCC)

$$= \left(\frac{50+100}{2} + \frac{100+50}{600} + \frac{(50+100)/2}{1.000 \times 1,19} - \frac{(50+50)/2}{300} \right) \times 365 \text{ Tage}$$

$$= 109 \text{ Tage}$$

Jeweils in Tagen ausgedrückt, binden die Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe Kapital für 91, die Erzeugnisse für weitere 46 und die Debitoren für 23 Tage. Die Geldumschlagsdauer wird schließlich durch die Vorfinanzierung aus der Kreditorenlaufzeit von 51 Tagen auf insgesamt 109 Tage reduziert.

Für das Working Capital Management birgt die hohe Reichweite der Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe sowie der Erzeugnisse Gestaltungspotential. Allerdings ist im obigen Fall die Kreditorenlaufzeit von 51 Tagen vor allem für das inländische Geschäft ungewöhnlich hoch, da hier zumeist ein Zahlungsziel von 30 Tagen gilt. Abseits des Working Capital Managements mag sich hier die Frage stellen, ob die Gesellschaft das Skontopotential auch ausschöpft.

Da die Kennzahlen zur Steuerung des Working Capital auch bei Unternehmensratings herangezogen werden, wirkt sich ein aktives Working Capital Management auch positiv auf die Bonität eines Unternehmens aus.

Aufgrund der spezifischen Situation der Unternehmen – bspw. bezogen auf das Geschäftsmodell, die Branche oder den Absatz- und Beschaffungsmarkt – lassen sich nur schwer absolute Ziel- oder Normalgrößen für die Working Capital Kennzahlen bestimmen. Die Beratungsgesellschaft PWC schließt aus einer umfassenden **Marktanalyse** von über 13.000 deutschen, österreichischen und schweizerischen Unternehmen für die Jahre 2012 bis 2016, dass die durchschnittliche Debitorendauer (DSO) bei 46 Tagen, die Lagerreichweite (DIO) bei 65 Tagen und die Kreditorendauer (DPO) bei 60 Tagen liegt (PWC (2017)). Zusammenfassend ergibt sich eine typische durchschnittliche Geldumschlagsdauer von 51 Tagen. Dabei ist allerdings zu beachten, dass sich die Kennzahlen teils deutlich unterschiedlich berechnen und das verfügbare Datenmaterial bei einer solchen externen Analyse sich von dem intern verwendbaren Datenmaterial stark unterscheiden kann. Beispielsweise berechnet die Studie die Lagerreichweite als Quotient des Vorratsbestands durch die Herstellungskosten des Umsatzes, was sich von der oben erläuterten Vorgehensweise deutlich unterscheidet. Schließlich weisen auch die Autoren der Studie darauf hin, dass die Branchendurchschnitte teils stark um diesen Gesamtdurchschnitt streuen: Unternehmen der chemischen Industrie weisen einen Working Capital Ratio von 93 Tagen, Unternehmen der Kommunikationsbranche dagegen von nur 7 Tagen aus.

2.3 Cash Management

Als **liquide Mittel** gelten die Vermögensbestandteile eines Unternehmens, die wie der Bargeldbestand ohne zeitliche Verzögerung und ohne Aufwand als Zahlungsmittel eingesetzt werden können (sogen. Barliquidität). Hierun-

ter fallen auch Fremdwährungsbestände, Bankguthaben und im weitesten Sinne auch freie Kreditlinien. Ihre besondere Bedeutung erhalten die Zahlungsmittel durch ihre Fähigkeit, Zahlungsansprüche an das Unternehmen befriedigen zu können. Ist ein Unternehmen vorübergehend nicht zahlungsfähig, handelt es sich um eine Zahlungsstockung, die schwerwiegende Konsequenzen für die Beziehungen zu den Partnern des Unternehmens wie den Lieferanten, Abnehmern und Kapitalgebern nach sich ziehen kann. Ist ein Unternehmen sogar dauerhaft nicht zahlungsfähig (insolvent), löst dies die Zwangsvollstreckung des Vermögens der Gesellschaft aus, um mit dem Gegenwert die Ansprüche der Gläubiger gemeinschaftlich zu bedienen (Insolvenzverfahren, §1 InsO).

Beides zu vermeiden sollte ein Kernanliegen der finanziellen Führung sein (Guserl/Pernsteiner (2015), S. 199f.). Die betriebswirtschaftliche Disziplin, die sich mit den notwendigen Maßnahmen zur Sicherung der Zahlungsbereitschaft auseinandersetzt, ist das **Cash Management**, das organisatorisch oft von einer gesonderten Treasury Abteilung übernommen wird. Das Cash Management übt allerdings nicht nur die Funktion der reinen Liquiditätssicherung aus, sondern es obliegt ihm darüber hinaus, den Einsatz der liquiden Mittel nach Rentabilitäts- und Risikoaspekten zu optimieren.

Daraus ergeben sich vier zentrale **Aufgabenbereiche** des Cash Managements (Abb. 96).

Anhand der **Liquiditätsplanung** erfolgt eine Vorschau über den Bedarf liquider Mittel im Rahmen des operativen Leistungsprozesses, der durch die Investitions- und Finanzierungstätigkeiten unterstützt wird. Ziel einer Liquiditätsplanung ist es, überschüssige oder fehlende Finanzmittel bereits vor ihrem Anfall zu erkennen und ggf. Steuerungsmaßnahmen einzuleiten. Die Liquiditätsplanung ist ein Kernbereich der Finanzplanung und wird in Abschnitt B.3 beschrieben.

Die **Liquiditätsdisposition** umfasst zum einen sämtliche Maßnahmen zur Deckung von Liquiditätsdefiziten, um die Zahlungsbereitschaft zu sichern. Zum anderen bezweckt die Disposition die Verwendung von Liquiditätsüberschüssen, um diese verzinslich anzulegen oder an die Kapitalgeber zurückführen zu können. Sie ist also die logische Folge aus den Erkenntnissen der Liquiditätsplanung, kann aber auch Reaktionen auf nicht vorhergesehene Liquiditätsschwankungen beinhalten. Auf die Liquiditätsdisposition wird bereits im Rahmen des Working Capital Managements in Abschnitt C.2.2.1.3 bzw. wird in Abschnitt C.3 zum Finanzierungsmanagement eingegangen.

Sollten die Unternehmensaktivitäten auch in fremden Währungen abgerechnet werden, sind **Währungskursrisiken** zu steuern. Aus einer Liquiditätsperspektive betreffen solche Wechselkurschwankungen sowohl Zahlungsmittelbestände, die in Fremdwährungen gehalten werden, als auch gegenwärtige und zukünftige Zahlungsströme in Fremdwährung. Die Aufgabe des Cash Managements liegt in der Begrenzung der Wechselkursrisiken durch Absicherungsmaßnahmen, die in Abschnitt E zum finanziellen Risikomanagement beschrieben werden.

Im Rahmen der **Zahlungsverkehrsgestaltung** ist zum einen die möglichst kostengünstige Zahlungsdurchfüh-

C Finanzielle Steuerung

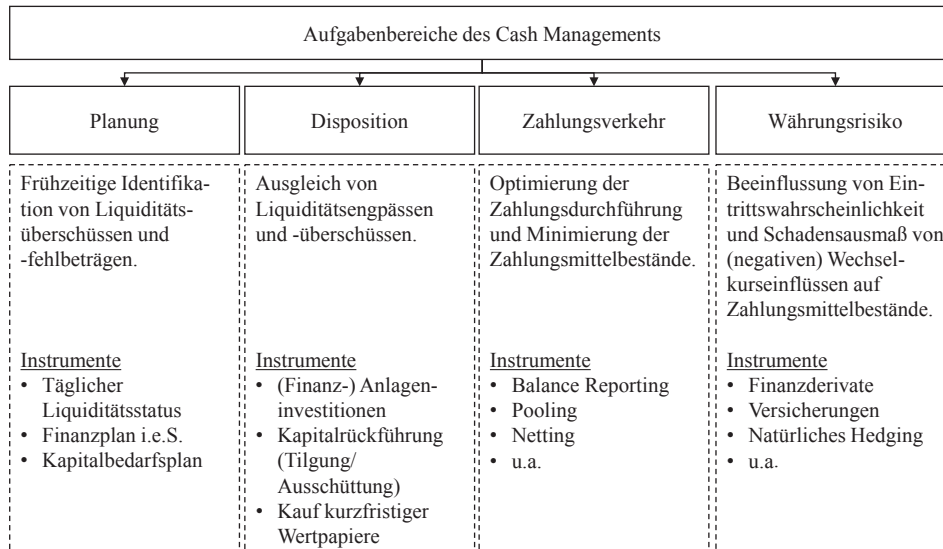


Abb. 96: Aufgabenbereiche des Cash Managements

zung, zum anderen aber auch die Reduktion benötigter liquider Mittel das Ziel. Vor allem bei komplexeren Unternehmensstrukturen und internationalen Unternehmenstätigkeiten ist ein professionelles Cash Management nicht ohne EDV-Unterstützung denkbar. Folglich wurden softwarebasierte **Cash Management-Systeme** (CMS) entwickelt, die Lösungen zur Erfassung, Durchführung und Optimierung von Liquiditätsbeständen und -strömen innerhalb eines Konzerns bieten. Konkret versteht man hierunter elektronische Informations- und Dispositionssysteme, die Geschäftsbanken ihren Firmenkunden zum Informationsaustausch und zur Liquiditäts- und Währungsrisikosteuerung anbieten (Abb. 97).

Typische Cash Management Systeme betreffen das Pooling, den Zahlungsverkehr sowie das Clearing. Auch Informationen über Kontosalde und Analysen über den relevanten Markt wie Inflations-, Wechselkurs- oder Leitzinsentwicklungen können als Dienstleistung von den Banken bereitgestellt werden. Der Nutzen solcher Cash Management Systeme steigt mit der Komplexität und Größe des Unternehmens bzw. des Konzerns, da mit zunehmender Anzahl von Konten, rechtlicher Einheiten und eingebundener Währungen die Herausforderung steigt, die Bargeldbestände, Transaktionskosten und Wechselkursrisiken zu minimieren sowie das Zinsergebnis zu maximieren.

2.3.1 Informationsmodule

Grundvoraussetzung für ein systematisches Liquiditätsmanagement ist die Verfügbarkeit von Informationen über Zahlungsströme, Bargeldbestände und ihre Einflussfaktoren wie Wechselkursentwicklungen oder politische Risiken (bspw. Moratorien). Banken bieten ihren Geschäftskunden hierfür Informationsmodule an, die Zahlungsverkehrsdaten aller weltweit geführten Konten elektronisch bereitstellen und ihre Verarbeitung ermöglichen. Dabei werden die Informationen aller Konten einschließlich der Kontostände, Währungen und Dispokreditlinien so aufbereitet und aggregiert, dass der Adressat einen taggenauen Einblick in die währungsbezogenen Barbestände und -reserven erhält und diese über Monats- und Jahresübersichten im Zeitablauf verfolgen

kann (**Balance Reporting**, Perridon/Steiner/Rathgeber (2017), S. 166).

Über die Bestandsmeldung hinaus bieten Banken ihren Geschäftskunden **Money Transfer** Module an, die elektronische Zahlungsverfügungen unter Festlegung der Zahlungsart und der Währung ermöglichen, um so die Transaktionskosten zu minimieren. Dies schließt auch eine Unterstützung der kurzfristigen Kreditaufnahme und Liquiditätsanlage zur Abdeckung von Liquiditätsungleichgewichten ein. Im Grunde ist dies mit den Internetportalen vergleichbar, mit denen auch Privatkunden ihre Zahlungsströme und Liquiditätsbestände steuern. Allerdings werden den Geschäftskunden zumeist weitere Funktionen wie die Einbindung **marktrelevanter Informationen** bspw. über die Entwicklung der Zinssätze und Devisenkurse sowie Marktanalysen über Kursentwicklungen und Risikoeinflüsse geboten, die über sogen. Treasury Work Stations Konto- sowie interne und externe Planungsdaten zu einer einheitlichen Datenbasis zusammenführen. Insofern werden solche Money Transfer Module hier auch unter den Informationsmodulen genannt, obwohl sie bereits dem Zahlungsverkehr dienen.

Die Informationsmodule stellen die Grundvoraussetzung für die **Finanzmodule** dar, durch welche die Liquiditätsströme des Unternehmens optimiert werden können.

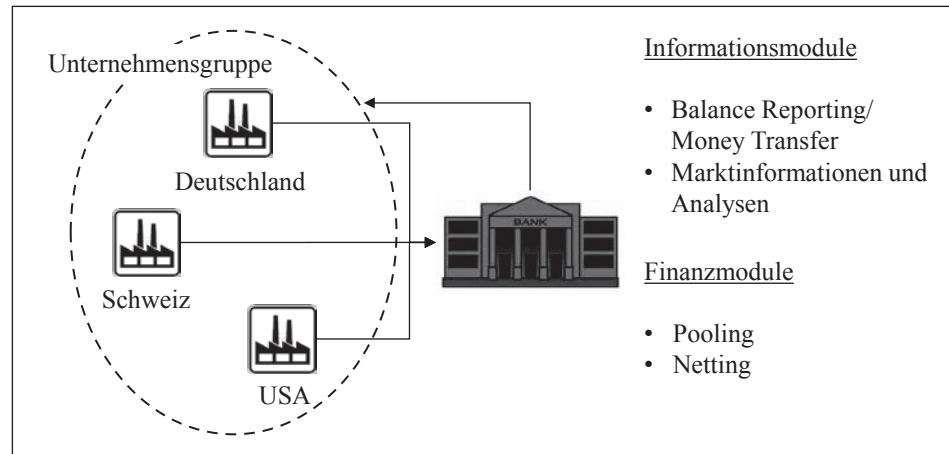
2.3.2 Finanzmodule

Die Finanzmodule stellen den Kernbereich der Cash Management Systeme dar, da durch sie die eigentliche Zahlungsmittelsteuerung unterstützt wird. Die typischerweise anzutreffenden Leistungen betreffen sowohl die unternehmens- oder konzerninterne Saldierung von Liquiditätsbeständen (Cash Pooling) als auch die konzerninterne Verrechnung von Forderungen und Verbindlichkeiten (Netting).

2.3.2.1 Cash Pooling

Aus Sicht einer rentabilitätsorientierten Unternehmensführung gebietet es sich, die liquiden Mittel als unproduktives aber zu finanzierendes Vermögen zu mi-

Abb. 97: Cash Management Systeme



minieren. Somit wird jedes Unternehmen bestrebt sein, Bargeldbestände auf den Zahlungsverkehrskonten zu vermeiden. Da aber Mindestbeträge aus Transaktions-, Vorsichts- oder Spekulationsgründen durchaus gewollt sein können, werden typischerweise Zahlungsmittelbestände in jeder juristischen oder wirtschaftlichen Einheit gehalten (Abschnitt C.2.2.1.3). Bei komplexeren Unternehmen mit vielen solcher Einheiten bedeutet dies, dass insgesamt ein hoher Liquiditätsbestand vorgehalten wird, der aus Gesamtsicht nicht in gleicher Höhe nötig wäre.

Beispielhaft lässt sich dies anhand von einer Unternehmensgruppe mit drei eigenständig geführten Gesellschaften darstellen, die alle aus Vorsichtsgründen einen Mindestbestand an liquiden Mitteln von EUR 100 definiert haben. Der Gesamtkonzern hält somit unverzinsliche Zahlungsmittelbestände von EUR 300. Die Wahrscheinlichkeit, dass die vollen EUR 100 in einer Tochtergesellschaft in Anspruch genommen werden müssen, liegt bei jeweils 10 %.

Wird vereinfachend angenommen, dass der Eintritt der Ereignisse voneinander unabhängig ist, liegt aus Gesamtsicht des Konzerns die Wahrscheinlichkeit, dass sämtliche EUR 300 beansprucht werden, bei nur 0,1 % ($10\% \times 10\% \times 10\% = 0,1\%$). Wenn alle drei Tochtergesellschaften auf denselben Liquiditätspool Zugriff hätten, ließe sich der Sicherheitsbestand – ungeachtet möglicher alternativer Risikoüberlegungen – bei gleichem Risikoniveau also deutlich reduzieren.

Der wohl üblichste Weg, die Liquidität in einer Unternehmensgruppe zu bündeln, ist das Cash Pooling. Dieses sorgt für einen **konzerninternen Liquiditätsausgleich** durch ein zentralisiertes Liquiditätsmanagement, das üblicherweise durch eine Finanzierungsgesellschaft oder durch die Konzernmuttergesellschaft übernommen wird. Diese entzieht den angeschlossenen Konzerngesellschaften über ein zentrales Ausgleichskonto sämtliche Liquiditätsbestände oder gleicht Liquiditätsdefizite aus. Die Finanzdisposition erfolgt dann durch diese Finanzierungsgesellschaft, die einen konzernweiten Transaktions-, Vorsichts- oder Spekulationsbestand definiert und diesen durch Mittelanlage oder -aufnahme zentral über das Ausgleichskonto sicherstellt. Die Konzerngesellschaften weisen statt Bankguthaben oder -schulden nun konzerninterne Forderungen oder Verbindlichkeiten aus. Rechtlich erfordert dieser konzerninterne Li-

quiditätsausgleich einen Darlehensvertrag zwischen der Betreibergesellschaft des zentralen Ausgleichskontos und dem jeweiligen Konzernunternehmen (Cash Pool Vertrag).

Der **Vorteil** dieses konzerninternen Liquiditätsausgleichs ist zum einen, dass lediglich die Finanzierungsgesellschaft Bankbeziehungen pflegt, was zumeist auch aufgrund des erhöhten Geschäftsvolumens zu besseren Konditionen führen dürfte (sogen. statischer Skaleneffekt). Zum anderen ermöglicht das Pooling eine optimale Allokation von Zahlungsmitteln, was grundsätzlich zu einer Minderung des Bestands an liquiden Mitteln und daraus zu einer Innenfinanzierung durch freigesetztes Vermögen führt. Dieses kann wiederum rentabel investiert oder an die Kapitalgeber zurückgeführt werden, was die Kapitalkosten senkt.

Ein weiterer Vorteil des Cash Poolings liegt in der Vermeidung von Schuldzinsen durch Kreditaufnahme in einer Konzerngesellschaft, während in den anderen Konzernbereichen Liquidität verfügbar wäre. Dies geht zwar zuungunsten der Anlagezinsen der liquiden Gesellschaft, doch ist dies aufgrund der üblicherweise unvorteilhaften Spanne zwischen Soll- und Habenzins für das Unternehmen per Saldo positiv.

Dieser positive Zinseffekt soll beispielhaft an einer Unternehmensgruppe erläutert werden, bei dem die drei Konzerngesellschaften A, B und C ihre liquiden Mittel mit 5 % verzinst bekommen, aufgenommene Mittel allerdings mit 10 % verzinsen müssen. Ohne Cash Pool entsteht mit u.s. Salden aus Gruppensicht ein Zinsertrag von EUR 6.

in EUR	Ohne Cash Pool		Mit Cash Pool		
	Liquide Mittel	Zinsertrag/(-aufwand)	Liquide Mittel	int. Ford./ (Verb.)	Zinsertrag/(-aufwand)
Unternehmen A	100	5		100	5
Unternehmen B	-40	-4		-40	-4
Unternehmen C	100	5		100	5
Finanzierungsgesellschaft			160	-160	2
Summe	160	6	160	0	8

Schließen nun alle drei Konzerngesellschaften einen Cash Pool Vertrag mit einer konzerninternen Finanzierungsgesellschaft ab, werden die Zahlungsmittelbestände bei dieser zusammengeführt und den drei

C Finanzielle Steuerung

Gesellschaften entsprechende konzerninterne Forderungen und Verbindlichkeiten zugewiesen. Die Finanzierungsgesellschaft kann nun in Summe EUR 160 zu 5 % anlegen und erhält einen Zinsertrag von EUR 8, der an die Konzerngesellschaften zu den üblichen Konditionen (sogen. Fremdvergleichsgrundsatz, englisch: Arm's Length Principle) weitergereicht wird. Dabei soll hier vereinfachend ignoriert werden, dass die Finanzierungsgesellschaft bessere Zinskonditionen verhandeln könnte als die drei Konzerngesellschaften jeweils für sich allein.

Im Vergleich zur Version ohne Cash Pool resultiert ein um EUR 2 höheres Zinsergebnis, da der hohe Sollzins von 10 % auf die Bankkredite des Unternehmens B entfallen (EUR 4), wobei aber im Gegenzug die mit 5 % verzinsten Cash Pool-Forderungen einen um EUR 2 geringeren Habenzins erwirtschafteten. Per Saldo steigt damit der Zinsertrag der Gesamtgruppe um EUR 2.

Dabei ist es allerdings nicht nötig, dass beim Liquiditätsausgleich tatsächlich Zahlungsmittel fließen (sogen. echtes oder physisches Cash Pooling). Vielmehr kann diese auch durch eine fiktive Gegenverrechnung der Salden der Unterkonten erfolgen (sogen. **unechtes Cash Pooling** oder Notional Pooling).

Allerdings sind auch **Risiken** zu beachten, die insb. im Verlust der dispositiven Unabhängigkeit der Konzerngesellschaften zu sehen sind. Durch Zusammenführung der Zahlungsmittel entsteht ein Klumpenrisiko bei der Finanzierungsgesellschaft, deren Ausfall zur Insolvenz der Tochtergesellschaften führen kann. Insofern entbindet ein konzerninternes Cash Pooling die Geschäftsführer der Tochtergesellschaften auch nicht von ihren Sorgfaltspflichten (§43 GmbHG, §93 AktG), die insb. durch eine vorteilhafte Ausgestaltung des Cash Pooling Vertrags und der Bonitätsbeurteilung der Finanzierungsgesellschaft ausgeübt werden kann. Diese Eigenverantwortlichkeit der Konzerngesellschaften schränkt die Gestaltbarkeit von Cash Pooling Verträgen mit Blick auf die internen Zinskonditionen, Sicherheiten und Kündigungsmöglichkeiten deutlich ein. Im Grundsatz gilt, dass die Vereinbarungen zu marktüblichen Konditionen erfolgen und einem Drittvergleich standhalten können.

2.3.2.2 Netting

Eine zweite gängige Möglichkeit der Zahlungsverkehrsoptimierung bietet das Netting, bei dem konzerninterne Forderungen und Verbindlichkeiten laufend miteinander verrechnet werden. Wird das Netting als Finanzmodul durch die Hausbank dem Unternehmen zur Verfügung gestellt, berechnet diese die Nettopositionen der konzerninternen Forderungen und Verbindlichkeiten. Das Netting kann allerdings auch durch die unternehmensinterne Konzern-Treasury Abteilung abgewickelt werden, die EDV-gestützt alle definierten konzerninternen Forderungen und Verbindlichkeiten der teilnehmenden Konzerngesellschaften elektronisch miteinander verrechnet und entsprechende Verrechnungsinformationen an das Finanzbuchhaltungssystem weiterreicht.

Das Netting kann bilateral, d.h. zwischen zwei Konzerngesellschaften, oder multilateral eingerichtet wer-

den. Da aber bereits in kleinen Unternehmensgruppen Liefer- und Leistungsverflechtungen zwischen mehr als zwei Konzernunternehmen bestehen, ist das **multilaterale Netting** im Rahmen eines umfassenden Cash Managements üblich. Im Kern werden dabei sämtliche konzerninternen Forderungen und Verbindlichkeiten in einer Verrechnungsmatrix erfasst und in einer gemeinsamen Währung, die zumeist der Haus- oder Berichtswährung der Konzernobergesellschaft entspricht, bewertet. Die sich aus dieser Verrechnungsmatrix ergebenden Nettoforderungen und -verbindlichkeiten der Konzerngesellschaften werden zu festgelegten Terminen durch effektive Zahlungen ausgeglichen. Aus dieser Zahlungsabwicklung ergibt sich eine Clearingfunktion, die entweder durch die dienstleistende Hausbank oder bei unternehmensinterner Abwicklung durch die Konzerngesellschaft übernommen wird, in der die Treasury Abteilung angesiedelt ist (im Regelfall die Konzernholding, das Mutterhaus oder eine Finanzierungsgesellschaft).

Das Verfahren des Nettings lässt sich im Beispiel eines Konzerns mit den drei Konzerngesellschaften A, B und C zeigen, das folgende Forderungen und Verbindlichkeiten untereinander ausweisen:

in EUR		Schuldner		
		Unternehmen A	Unternehmen B	Unternehmen C
Gläubiger	Unternehmen A		100	50
	Unternehmen B	200		100
	Unternehmen C	50	50	

Im Rahmen des multilateralen Nettings werden nun die Forderungen und Verbindlichkeiten untereinander verrechnet, so dass sich folgende Nettoansicht in der Verrechnungsmatrix ergibt:

in EUR		Schuldner		
		Unternehmen A	Unternehmen B	Unternehmen C
Gläubiger	Unternehmen A		0	0
	Unternehmen B	100		50
	Unternehmen C	0	0	

Beispielsweise ergibt sich in obiger Aufstellung der Nettoforderungsbetrag des Unternehmens B gegenüber Unternehmen A in Höhe von EUR 100, welcher durch Verrechnung der Bruttoforderung von EUR 200 mit der gegenläufigen Schuld von EUR 100 entsteht.

Ohne Nettingverfahren würden sämtliche Forderungen und Verbindlichkeiten aller Konzerngesellschaften einzeln ausgeführt werden, was zu sechs Zahlungsvorgängen mit einem Zahlungsvolumen von EUR 550 führen würde. Durch das Netting wird die Zahlungsabwicklung nun auf zwei Zahlungen mit einem Volumen von EUR 150 reduziert, indem das Unternehmen A EUR 100 und Unternehmen C EUR 50 jeweils an Unternehmen B überweisen.

Aus Sicht des Liquiditätsmanagements hat das Netting somit den **Vorteil**, dass effektive Zahlungsvorgänge zwischen den Konzerngesellschaften in Höhe des Nettingsbetrags vermieden und so die Transaktionskosten gemindert werden können. Positive Nebeneffekte aus dieser Verrechnung liegen zudem in der Verringerung des Aufwands für die Finanzbuchhaltung, die sowohl um die undankbare Aufgabe der Abstimmung konzerninterner Finanzbeziehungen im Rahmen der Schuldenkonsolidie-