



24. September 2007

Sehr geehrte Damen und Herren,  
liebe Geschäftspartner und Freunde,

wie rasch sich die Zeiten doch ändern können!

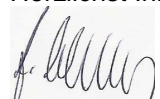
Es ist Herbst geworden. Nicht nur meteorologisch sondern auch wirtschaftlich. Es fallen nicht nur die Blätter, sondern auch die spekulativen Risiken einigen Banken auf die Füße. Das ist aber kein Grund, Schadenfreude zu üben, denn die derzeitige Krise wird sich in Form einer kritischeren Risikobewertung aller Bank-

geschäfte letztlich auch auf die Unternehmensfinanzierung auswirken: in Form höherer Margen und geringerer Risikoneigung. Banken werden sich wieder darauf besinnen, dass sie in ihren Kerngeschäftsfeldern Geld verdienen müssen. Weil sich das mit den Kreditpreisen der letzten Jahre nicht mehr machen ließ, sind manche Institute auf spekulative Geschäfte ausgewichen, um ihre GuV aufzupeppen. Der Markt hat diese Strategie jetzt bestraft.

Die nahezu paradiesischen Finanzierungsbedingungen der beiden letzten Jahre dürften vorerst Vergangenheit sein. Unternehmen mit schwachen Ratings werden das als erste zu spüren bekommen. Und das gerade jetzt, wo es eigentlich überall gut läuft. Denn besonders in Wachstumsphasen, wie sie viele Unternehmen zurzeit erleben, wird die Liquidität stark beansprucht. Steigende Debitoren und Vorräte an Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen, Komponenten und Fertigwaren wollen finanziert sein. Zusätzlich muss in Maschinen, Anlagen, Märkte, Produkte, Personal und Organisation investiert werden. Die Geschwindigkeit des Wachstums ist dabei oft höher als es die zur Verfügung stehenden Finanzmittel erlauben. Ich teile die Meinung vieler Fachleute nicht, dass das alles aus den verdienten Cash-Flows zu finanzieren ist. In Abwandlung eines an unfallträchtigen Strassen mitunter gesehene Plakats sollte gewarnt werden, dass Unternehmen nie schneller wachsen sollten als ihr Schutzengel zahlen kann.

Wachsende Unternehmen brauchen einen scharfen Blick für die Entwicklung ihrer liquiden Reserven und die entscheidenden Cash-Flow-Treiber. Nach wie vor ist die Innenfinanzierung die beste, billigste und sicherste Art der Liquiditätsgewinnung. Ich beginne meine Mandate daher stets mit einer gründlichen Cash-Flow-Analyse, aus der ich meine Handlungsempfehlungen für die Unternehmensfinanzierung ableite. Liquidität ist immer Trumpf und besonders wachsende Unternehmen können nie genug davon haben. In den folgenden Abschnitten werde ich auf einige Facetten des Liquiditätsmanagements eingehen, die relativ einfach beherzigt und umgesetzt werden können. Dazu gehören auch Hinweise auf pfiffige Förderprogramme im Rahmen der Technologie- und Innovationsförderung, die sowohl Liquidität schaffen als auch der Finanzierungsstruktur zu Gute kommen.

Herzlichst Ihr



Jürgen Herzig

Der Inhalt heute:

- Cash-Flow: Sauerstoff für Unternehmen
- Haftungsübernahmen
- Innovationsfinanzierung
- Programmvergleich L-Bank/KfW
- FRM aktuell: Expertenmeinungen
- Veranstaltungstipp
- Zitiert



### Der Cash-Flow: Sauerstoff für Unternehmen

Mal Hand aufs Herz: haben Sie Ihre Cash-Flow-Entwicklung täglich im Griff? Kennen und beobachten Sie regelmäßig Ihre kritischen Cash-Flow-Treiber? Liefert Ihnen Ihre monatliche BWA außer dem Ergebnis auch eine Cash-Flow-Rechnung über Mittelherkunft und Mittelverwendung? Kennen und planen Sie die Entwicklung Ihres Nettoumlaufvermögens? Falls ja, können Sie den folgenden Absatz gerne überspringen. Falls nicht, sollten Sie ihn lesen.

Liquidität, auf Neudeutsch der Cash-Flow, ist die Lebensgrundlage eines jeden Unternehmens. Üblicherweise wird unter dem Cash-Flow das um die nicht liquiditätswirksamen Ertrags- und Aufwandspositionen bereinigte Ergebnis verstanden. Also: Gewinn/Verlust + Abschreibungen + Neubildung Pensionsrückstellungen und Sonderrücklagen. Aus diesem Betrag müssen – vereinfacht ausgedrückt – das Wachstum der Bilanzsumme, also die Zunahme von Umlauf- und Anlagevermögen, sowie Kreditstilgungen und Ausschüttungen bezahlt werden, sofern keine Neukreditaufnahmen oder Kapitaleinzahlungen erfolgen.

In ausufernden Wachstumsphasen wird der verdiente Cash-Flow (Cash-Flow aus Ergebnis) sehr oft durch das zunehmende Umlaufvermögen aufgezehrt. Das heißt, dass dann keine liquiden Mittel mehr zur Finanzierung von Investitionen und Tilgungen zur Verfügung stehen. In diesen Fällen kommt es zu dem bekannten Phänomen, dass die langfristigen Verbindlichkeiten durch Tilgung abnehmen und die Kontokorrentschulden anwachsen. Die Finanzierungsstruktur des Unternehmens verschlechtert sich.

Für mich ist daher die Entwicklung des betrieblichen Cash-Flows (Cash-Flow aus Betrieb) die eigentlich entscheidende Größe. Entscheidender Treiber dieser Größe ist das bereinigte Nettoumlaufvermögen. Es beschreibt, wie sich in einer Rechnungsperiode Vorräte, Debitoren und Kreditoren zueinander entwickeln. Im Idealfall ist die Veränderung des bereinigten Nettoumlaufvermögens Null, d.h. ein steigendes Umlaufvermögen wird durch in gleicher Höhe steigende nicht verzinsliche Verbindlichkeiten (Kreditoren, Anzahlungen etc.) kompensiert.

Tableau: Cash-Flow Berechnung

Gewinn/Verlust
+ Abschreibungen
+ Erhöhung Pensionsrückstellungen
+ Erhöhung Sonderrücklagen
<b>= Cash-Flow aus Ertrag</b>
./. Finanzbedarf für das Umlaufvermögen
Veränderung der Debitoren
Veränderung der Vorräte
Veränderung sonstige Forderungen
+ Finanzierung aus kfr. Verbindlichkeiten
Veränderung der Kreditoren
Veränderung der kfr. Rückstellungen
Veränderung der Anzahlungen
<b>= Cash-Flow aus Betrieb</b>
./. investiver Bereich
Investitionen
Beteiligungen
sonst. lfr. Aktiva
<b>= verfügbarer Cash-Flow</b>
+ lfr. Fremdfinanzierung
Aufnahme lfr. Bankverbindlichkeiten
./. Tilgung lfr. Bankverbindlichkeiten
Aufnahme ./l. Tilgung sonstige lfr.
verzinsliche Verbindlichkeiten
<b>=Cash-Flow vor Eigenmitteländerung</b>
+ Finanzierung aus Eigenmitteln
Kapitaleinzahlungen
lfr. Gesellschafterdarlehen
andere private Darlehen
ausstehende Einlagen
Ausschüttungen
<b>= Änderung liquide Mittel</b>
(Diese Zahl muss der Veränderung Ihrer kreditorischen und debitorischen kfr. Banksalden gegenüber der Vorperiode entsprechen)



Die Veränderungsrate des bereinigten Nettoumlaufvermögens ist also der kritische Faktor der Innenfinanzierung von Unternehmen. Ein steigendes Nettoumlaufvermögen verbraucht die sauer verdiente Liquidität. Ein abnehmendes Nettoumlaufvermögen setzt zusätzliche Mittel frei. Gelingt es Unternehmen also, ihre Kundenforderungen schneller einzuziehen, die Lagervorräte abzubauen und möglicherweise zeitgleich die eigenen Zahlungsziele bei Lieferanten zu verlängern, entsteht ein einmaliger Liquiditätsgewinn, der manche Krediterhöhung unnötig macht.

Die Formel zur Berechnung des bereinigten Nettoumlaufvermögens lautet:

$(\text{Umlaufvermögen} - \text{flüssige Mittel}) - (\text{kfr. Fremdkapital} - \text{verzinsliches kfr. Fremdkapital})$ .

### **Öffentliche Fördermittel: Haftungsübernahmen als Finanzierungsvehikel**

Wachstumsfinanzierung bedeutet in der Regel steigende Kreditvolumen. Aber nicht alle wachsenden Unternehmen verfügen über ein Rating, das die zunehmende Verschuldung aushält. Oft ist die Grenze der Finanzierung bereits erreicht, wenn die verfügbaren Sicherheiten ausgeschöpft sind. Investitionen können aber nicht so lange warten, bis die nächste Bilanz ein besseres Rating erlaubt. In solchen Fällen bieten fast alle öffentlichen Förderprogramme den Hausbanken die Haftungsteilung an. Besonders vorteilhaft sind nachrangige Darlehen, wie sie z. B. die KfW anbietet. Sie müssen nicht besichert werden und die Sicherheiten stehen vollständig der Hausbank zur Verfügung. Und noch ein Vorteil gegenüber anderen Lösungen: das Nachrangdarlehen wird von vielen Banken als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt und wirkt dadurch ratingverbessernd. Natürlich sind Finanzierungen mit Haftungsübernahmen oder mit Mezzaninekomponente teurer als einfache Förderdarlehen mit voller Hausbankhaftung. Aber auch hier sollte gelten: Liquidität vor Rentabilität! Informationen über die wichtigsten öffentlichen Fördermittel mit Haftungsteilung oder mezzaninen Komponenten finden Sie im Internet unter [www.l-bank.de](http://www.l-bank.de) und [www.kfw-mittelstandsbank.de](http://www.kfw-mittelstandsbank.de).

### **Mit geförderter Innovationsfinanzierung Liquidität schöpfen die Bilanzstruktur verbessern**

Investitionen in neue Produkte und Verfahren verzehren Liquidität lange bevor der Markterfolg eintritt und Cash-Flows eingefahren werden können. Sowohl die KfW wie auch die L-Bank Baden-Württemberg haben Förderprogramme – ebenfalls mit dem Angebot von Haftungsteilungen – im Portfolio, die innovative Unternehmen zur Finanzierung ihres F&E-Aufwands nutzen können. Während die L-Bank in ihrem Technologieförderprogramm die Möglichkeit einer 60%-igen Haftungsübernahme der Bürgschaftsbank Baden-Württemberg vorsieht (Achtung: kein Effekt für die Bilanzstruktur, da ausschließlich Darlehen ohne Mezzaninekomponente), bietet die KfW im Rahmen ihres



ERP-Innovationsprogramms ein echtes Nachrangdarlehen in Höhe von bis zu 60% der förderfähigen Kosten an, wenn die Hausbank, über die die Antragstellung erfolgt, gleichzeitig ein Darlehen von 40% zusagt. Förderfähig im Rahmen dieses Programms sind alle dem Innovationsvorhaben zurechenbaren Personaleinzel-, Gemein-, Reise-, Material-, EDV- und Investitionskosten. Eine vereinfachte Rechnung erlaubt es, den zurechenbaren Personalkosten einen Gemeinkostenzuschlag von 120% hinzu zu addieren. Da der Innovationsbegriff von der KfW sehr weit gefasst wird, kann eine Vielzahl von Unternehmen diese Mittel beantragen. Mit Innovationen sind dabei sowohl Produkte wie Produktionsverfahren, auch Weiterentwicklungen, gemeint und Innovation im Sinne des Programms bedeutet nicht, dass Unternehmen eine Weltneuheit entwickeln müssen, sondern das Produkt oder Verfahren muss für das geförderte Unternehmen neuartig sein. Bei etwas Nachdenken, dürfte fast jedem produzierenden Unternehmen etwas dazu einfallen.

### L-Bank Technologieförderprogramm oder ERP-Innovationsprogramm?

Der Vorteil des ERP-Innovationsprogramms liegt zweifellos darin, dass es eine bis zu 60%-ige Nachrangkomponente beinhaltet, die der Bilanzstruktur zu Gute kommt und die Sicherheiten schont bzw. sie für die Hausbank verfügbar macht. Aber wie sieht es mit den Kosten aus?

Ich habe aktuelle für einen Mandanten einen Konditionsvergleich beider Programme – bei unterstellter Haftungsverteilung 40% Hausbank/60% KfW bzw. Bürgschaftsbank – gemacht. Beim ERP-Darlehen der KfW ist die Bandbreite der Kosten für gute und schlechte Bonitäten mit 4,2% am größten. Unternehmen der besten Ratingstufe erhalten die Mittel mit 4,91% dort immerhin um 0,32% billiger als beim vergleichbaren Angebot der L-Bank/Bürgschaftsbank-Kombination. Dafür ist das L-Bank-Angebot für schwache Bonitäten günstiger, allerdings tut es auch nichts für die Bilanzstruktur, das es ausschließlich erstrangiges Fremdkapital darstellt. Vor jeder Antragstellung sollten daher mit der Hausbank die Ratingeinstufung nach dem risikogerechten Zinssystem und das Für und Wider der Programme für das antragstellende Unternehmen besprochen werden.

Tabelle Förderprogramme Technologie und Innovation:

Institut	L-Bank Baden-Württemberg	KfW Mittelstandsbank
Programm	Technologieförderprogramm	ERP-Innovationsprogramm
max. Förderung	75% d. zurechenbaren Kosten	100% d. zurechenbaren Kosten
Nachrangteil	---	60% (Untern. bis 50 Mio € Umsatz)
Haftungsübernahme	60% Bürgschaftsbank	---
Zinsen (eff.) Erstrang	4,52% bis 7,58% p.a.	4,47% bis 7,45% p.a.
Zinsen (eff.) Nachrang	---	5,20% bis 10,22% p.a.
Kosten für Haftungsübernahme	0,65% bis 0,85% p.a. (zzgl. einmalige BG 1%)	---
Kosten bestes Rating	5,23%	4,91%
Kosten schlechtestes Rating	8,49%	9,11%



---

## FRM aktuell: Expertenmeinungen zu den Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf...

### ... die Zinsen:

Die Finanzmärkte haben die deutliche Leitzinssenkung der FED um 0,50% mit Erleichterung aufgenommen. Möglicherweise folgt eine weitere Zinssenkung um 0,25% im Oktober. Angesichts rückläufiger Konjunkturindikatoren dürfte die EZB vorerst weiter abwarten und die Leitzinsen in Euroland nicht anheben. Quelle: Deutsche Bank „Konjunktur und Märkte“ vom 21.09.2007

### ... die Konjunktur:

Die Angst, dass die Finanzkrise auf die Konjunktur drücken könnte, ist in einem gewissen Rahmen berechtigt. Allerdings besteht angesichts der aktuellen weltwirtschaftlichen Situation eher wenig Grund zur Sorge. Die Wahrscheinlichkeit einer Wirtschaftskrise ist geringer als jemals zuvor in den letzten 50 Jahren. Quelle: Prof. Dr. Norbert Walter in Manager Magazin v. 17.08.2007

### ... auf die Aktienmärkte:

Es gibt eine fundamentale Stärke der Realwirtschaft. Die Gewinne sind weltweit gut bis sehr gut. Die Kapazitätsauslastung in Europa ist hoch. Der weltweite Investitionsboom sorgt für Erfolge im Export. Der Exodus von den Aktienmärkten wird von kurzer Dauer sein, weil zu viel Liquidität am Markt ist und die Kurse günstig sind. Europas Aktien sind derzeit unterbewertet. Aber: die Euphorie ist weg. Der hohe Ölpreis und die Aufwertung des Euro bergen Risiken, die die Marktpsychologie beeinflussen und auch in Zukunft unkontrolliertes Herdenverhalten der Investoren auslösen können. Quelle: Prof. Dr. Norbert Walter in der Welt am Sonntag v. 19.08.2007.

---

## Veranstaltungstipp:

Familienunternehmertag Baden-Württemberg am 31.10.2007 im Haus der Wirtschaft, Stuttgart.  
Veranstalter: Wirtschaftsministerium Baden-Württemberg und ConVent GmbH. Diskussionen und Foren zu wichtigen Themen der Führung von Familienunternehmen. Infos im Internet unter [www.wm.baden-wuerttemberg.de/sixcms/detail.php/173887](http://www.wm.baden-wuerttemberg.de/sixcms/detail.php/173887).

---

## Zitiert:

„Wenn (die Banken) es fertig bringen, ihren ermittelten Risikokosten entsprechende Zinsmargen bei den Krediten hinzuzufügen, ... wäre das Finanzierungsparadies der vergangenen Jahre zwar Geschichte, aber auch in dieser ‚echten‘ Welt ließe es sich für Unternehmen gut leben.“ Markus Dents, FINANCE Magazin, Ausg. September 2007.