

von Hinten: Unternehmensfinanzierung

12.09.2007

1. Langfristige Finanzplanung

- Unternehmensfinanzierung ist **langfristige Finanzplanung**, dabei geht es nicht darum, Zahlungsströme zu prognostizieren, sondern die **Kapitalstruktur** nach Normen an der **Investitionsstruktur auszurichten**
 - ⇒ es gibt **Bilanzstrukturnormen**, die man nach horizontalen und vertikalen Bilanzstrukturnormen unterscheidet
 - ⇒ die sich dabei ergebenden **Bilanzkennzahlen** orientieren sich an der Bilanz, woraus folgende Probleme resultieren
 - Orientierung an der **Vergangenheit**
 - aus der **Stichtagsbezogenheit** folgt eine nur geringe Nutzbarkeit zur Planung, – besser sind Bewegungsbilanzen¹, z.B. Planungsbilanzen
 - es gibt **Bewertungsspielräume**, so entsprechen z.B. Buchwerte nicht den Liquidationswerten (z.B. stehen Grundstücke immer mit den Anschaffungskosten in der Bilanz; Abwertungen sind bindend, aber es muss nicht aufgewertet werden)

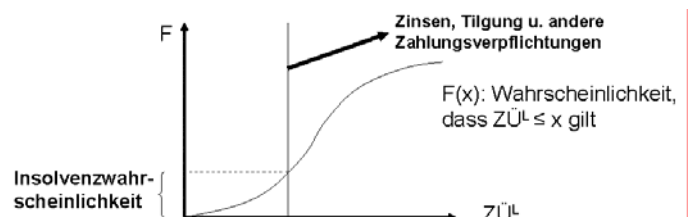
- Vertikale Bilanzkennzahlen²** sind z.B. der **Verschuldungsgrad** als Quotient aus Fremdkapital und Gesamtkapital oder auch die **Eigenkapitalquote** als Quotient aus dem Eigenkapital und dem Gesamtkapital

$$VG = \frac{FK}{EK}$$

$$EKQ = \frac{EK}{GK}$$

Buchwerte sind für eine „**1. Interpretation**“ ungeeignet, wonach der **Verschuldungsgrad** gegen die Wahrscheinlichkeit wächst, dass Verluste zu Gläubigerverlusten führen.; für eine „**2. Interpretation**“ ist davon auszugehen, dass mit wachsendem Verschuldungsgrad die sich daraus ergebende Verpflichtung aus dem Kapitaldienst³ und damit die Insolvenz-wahrscheinlichkeit steigen – die dargestellte

- Grafik zeigt die kumulierte Normalverteilung
- ⇒ die sich ergebenden **Belastungen** fallen nicht in den Leistungs-, sondern den **Finanzbereich**



¹ Die **Bewegungsbilanz** zeigt die Veränderung der Bestandskonten zwischen zwei Bilanzstichtagen. Es wird detailliert dargestellt, aus welchen Quellen des Unternehmens in der Berichtsperiode Mittel zugeflossen sind (Mittelherkunft) und wofür sie verwendet wurden (Mittelverwendung). Die Mittelherkunft resultiert aus dem Cash Flow, aus Erhöhung der Schulden (Aufnahme von Fremd- oder Eigenkapital) und Abnahme von Vermögensbeständen (Lagerabbau, Verkauf von Anlagen). Die Mittelverwendung ergibt sich aus Vermögenszunahmen (Investitionen ins Anlagevermögen, Debitorenwachstum) und Schuldenabnahme (Rückzahlung eines Kredits, Abnahme der Lieferantenverbindlichkeiten). Entweder stellt man die Bewegungsbilanz in Kontenform dar - dazu lassen sich Schichten bilden z.B. nach Fristigkeiten - oder die Flüsse/Bewegungen präsentieren sich in der Staffelform. Dann spricht man von Kapitalflussrechnung. [manalex]

² bei Banken sind 5% Eigenkapital, in der Industrie 1/3 Eigenkapital häufig; im Allgemeinen geht man von minimal 1/4 Eigenkapital aus

³ Der **Kapitaldienst** ist die Summe aus Zins und Tilgung, die ein Schuldner an den Gläubiger zu entrichten hat. Ein stets gleich hoher Kapitaldienst, bei dem die sinkenden Zinszahlungen aufgrund der abnehmenden Schulden durch eine stetig höhere Tilgung ausgeglichen wird, bezeichnet man als Annuität. [unternehmerinfo.de]

In einer „3. Interpretation“ geht man davon aus, dass mit steigendem Verschuldungsgrad die Risikotreue steigt und eher versucht wird, das Risiko auf den Gläubiger abzuwälzen. Dieses Risikoanreizproblem⁴ kann durch Beschränkung des Verschuldungsgrads gemindert werden, – die Schwierigkeit ist dabei, dass man „Beschränkung“ nicht allgemein definieren kann

- **Horizontalen Bilanzkennzahlen** liegt die Idee der **Fristenkongruenz** („fristenkongruente Finanzierung“) zugrunde, wonach die Kapitalüberlassungsdauer stets die Kapitalbindungsdauer übersteigen soll, bspw. beim **Anlagendeckungsgrad**, der als Quotient aus der Summe des Eigenkapitals und des langfristigen Fremdkapitals und dem Anlagevermögen definiert ist und stets größer oder gleich 1 sein soll.

$$ADG = \frac{EK + \text{langfr. FK}}{AV} \geq 1$$

- ⇒ anstelle der fristenkongruenten Finanzierung kann man auch mit **revolvierender Finanzierung**⁵ arbeiten; günstig ist dabei die Möglichkeit, von positiven Entwicklungen am Kapitalmarkt zu partizipieren, negativ wirkt sich aber die Gefahr aus, bei negativer Kapitalmarktsituation aufgrund sofortiger Verschlechterung der Bonität des Unternehmens die Liquidität zu gefährden, – es kann passieren, dass nurmehr ein Anschlusskredit zu schlechten Konditionen gewährt oder das Darlehen ganz verweigert wird
- im Grunde spielen sich bei fristenkongruenter Finanzierung die gleichen Vorgänge ab, da sie aufgrund der längeren Laufzeiten aber verzögert auftreten, nutzen positive Effekte weniger und negative Effekte schaden weniger⁶

Beachtung des Prinzips der Fristenkongruenz:

- mindert das Risiko, dass Kapital zurückgezahlt werden muss, bevor es aus dem Umsatzprozess freigesetzt ist.
- garantiert nicht die Erhaltung der Zahlungsfähigkeit, denn **Fristenkongruenzregel setzt voraus, dass:**
 - ▶ der tatsächliche Mittelrückfluss mindestens der planmäßigen Kapitalfreisetzung entspricht,
 - ▶ darüber hinaus allen Auszahlungen, die nicht zu einer Kapitalbindung führen (AZ^L_A, G_1), zahlungswirksame Erträge (EZ^L_E) in mindestens gleicher Höhe gegenüberstehen.

Eine Verletzung der Fristenkongruenzregel gefährdet umgekehrt nicht zwangsläufig die Liquidität. Denkbar ist, langfristige Investitionen durch revolvingierende kurzfristige Kreditaufnahmen zu finanzieren.

wobei: AZ^L = Auszahlung im Leistungsbereich
 G_1 = Steuern und ähnliche Abgaben

- beim **dynamischen Verschuldungsgrad** werden gezielt abgegrenzte Bereiche der Verbindlichkeiten (z.B. nur ein Teil der Rentenverpflichtung) ins Verhältnis zum Cash-Flow⁷ gesetzt, wobei die Idee ist, eine Vorstellung davon zu bekommen, wie lange es dauerte, durch die laufenden Einnahmen bestehende Verbindlichkeiten zu tilgen
- ⇒ häufig gesetzte Obergrenze: 3,5

$$DVG = \frac{FK}{\text{Cashflow}}$$

⁴ „Für den Kapitalgeber bestehen zwei Risiken:
 • das exogene Risiko, das aus der Unsicherheit über das Eintreten des zukünftigen Umweltzustandes und damit über das bei der gewählten Aktion überhaupt erzielbare Ergebnis resultiert und
 • das Risiko, das im Verhalten des Agenten liegt, d.h., ob und in welchem Ausmaß der Kapitalnehmer sich opportunistisch verhält.
 Konsequenz: schon beim Abschluss des Finanzierungsvertrages muss darauf geachtet werden, welche Anreizwirkungen zu opportunistischem Verhalten ein gegebener Finanzierungsvertrag haben könnte und durch welche Vorkehrungen ein Fehlverhalten des Kapitalnehmers eingeschränkt werden kann.“
 ⇒ rationale Kreditgeber antizipieren das Risikoanreizproblem bei der Höhe des Zinssatzes [von Hinten, SS 2005]

⁵ eine dauernde Fremdfinanzierung durch wiederholte, aufeinander folgende, kurzfristige Darlehensnahme erreichen

⁶ man denke nur an Müllermann, dann sieht man, wie's passieren kann

⁷ Der Cash-Flow ist eine aus dem angelsächsischen Raum stammende Gewinnkennzahl der Unternehmensanalyse. Er beschreibt die Veränderung der liquiden Mittel in einer Abrechnungsperiode. Seine Höhe ergibt sich im Wesentlichen aus der Addition von Jahresüberschuss, Steuern vom Ertrag und Einkommen, Abschreibungen sowie Veränderungen der langfristigen Rückstellungen. Aus seiner Höhe und Entwicklung lassen sich Rückschlüsse auf die Qualität der Finanzierung eines Unternehmens ziehen. Eine wichtige Größe zur Aktienanalyse ist das KCV (Kurs-Cash Flow-Verhältnis).

[boersenlexikon.faz.net]

2. Aspekte der Finanzierungsbeziehung (P/A-Problematik)

- die **Informationsasymmetrie** lässt opportunistisches Verhalten *befürchten*, sodass der Prinzipal aufgrund eingeschränkter (oder fehlender) Kontrollmöglichkeiten dieses wider sein Interesse laufendes Verhalten des Agenten einpreisen wird

⇒ die Gefahr opportunistischen Verhaltens und die Folgen seiner Vermutung werden durch einen **effizienten Vertrag** vermindert, der die „richtigen“ Handlungsanreize für den Agenten enthält⁸

→ der Vertrag hat **Pareto-Gleichgewicht** („Pareto-Effizienz“), wenn keine Veränderung des Vertrages mit positiven Folgen für einen Partner denkbar wäre, ohne dass der andere Partner einen Nachteil erlitt
- aufgrund einer (potentiellen) Risikobeschränkung des Agenten (GmbH, ...) kommt es zu einem **Risikoanreizproblem**, weil der Agent unter der Erwartung einer „Reichtumsverschiebung“ ein größeres Risiko eingeht als er einginge, wenn er mögliche Verluste vollständig (mit)tragen müsste

⇒ zusätzlich nutzt der Agent dabei potentiell bessere⁹ Ertragsmöglichkeiten *nicht*, indem er im Zweifelsfalle ein Projekt niedrigeren Kapitalwerts realisiert

Investitionsprojekt I ₁ : Kredit 80, $\gamma = 90$					
s	1	2	3	E[a _{1s}]	K ₀ (I ₁)
w _s	0,2	0,6	0,2		
a _s (I ₁)	80	120	160	120	9,09
FK _s	80	90	90	88	0,00
EK_s	0	30	70	32	9,09

Investitionsprojekt I ₂ : Kredit 80, $\gamma = 90$					
s	1	2	3	E[a _{2s}]	K ₀ (I ₂)
w _s	0,2	0,6	0,2		
a _s (I ₂)	30	120	180	114	3,64
FK _s	30	90	90	78	- 9,09
EK_s	0	30	90	36	12,73

⁸ vgl. u.a. „martens_06_060530.pdf“

⁹ das „Bessere“ meint hier ein Projekt, das *kollektiv* vorteilhafter ist