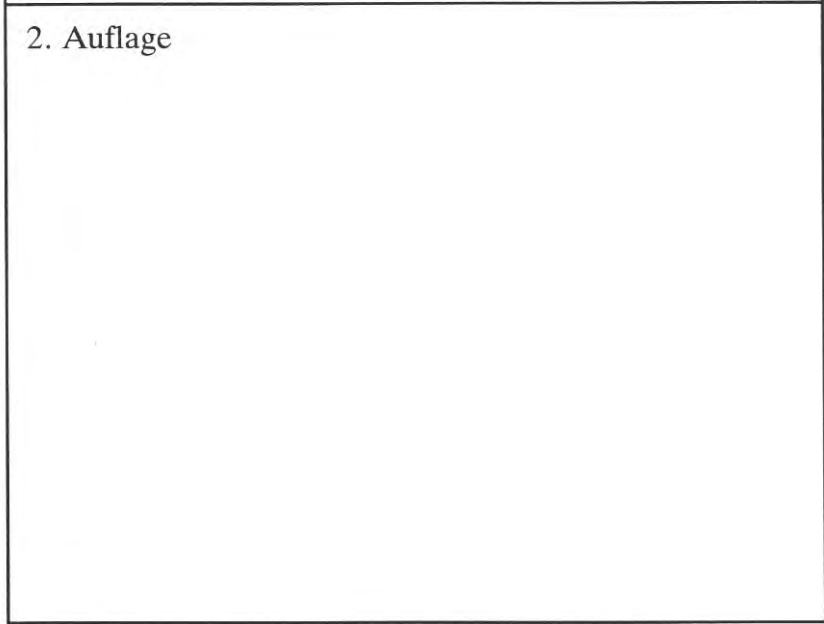


2. Auflage



Prof. Dr. Marlene Kück (Hrsg.)

# Allgemeine Betriebswirtschaftslehre

Grundlagen



Nomos Verlagsgesellschaft  
Baden-Baden

## 5. Finanzierung

*Prof. Dr. Marlene Küick*

### Kapitel I: Grundlagen

#### 1. Finanzierungsbegriff

Der Geschäftsführer der Privatbrauerei Müller & Co teilt auf der diesjährigen Gesellschafterversammlung mit, daß die geplante Produktionsausweitung nicht finanzierbar ist, weil die Banken dem Vorhaben kritisch gegenüberstehen würden und entsprechende (liquide) Eigenmittel nicht aktiviert werden könnten, auch nicht durch die Erhöhung der Stammeinlagen der Gesellschafter. Die geschilderte Situation deutet an, daß der Begriff Finanzierung im engeren Sinne mit Kapitalbeschaffung gleichzusetzen ist. Es geht vorwiegend um die Aufbringung von Geldmitteln, die ihren Niederschlag auf der Passivseite der Bilanz finden und dort im allgemeinen einen bilanzsummenerhöhenden Effekt auslösen. Finanzierung in dieser Interpretation entspricht der *klassischen Begriffsfassung* (klassischer Finanzierungsbegriff).

Jedoch wäre es verkehrt, anzunehmen, daß Finanzierung immer zu einer Erhöhung der Bilanzsumme führt. Denkbar ist auch genau das Gegenteil, nämlich die Verkürzung der Bilanzsumme im Rahmen einer Finanzierungsmaßnahme oder die völlige Konstanz, d. h., die Bilanzsumme verändert sich überhaupt nicht (Umfinanzierung).

Die Erörterung der scheinbar gegenläufigen Pole kann mit Hilfe einer kurzen Fallbeschreibung geschehen. Eine Unternehmung X muß zu einem bestimmten Zeitpunkt einen kurzfristigen Kredit (z. B. einen Lieferanten- oder Kontokorrentkredit) zurückführen, ohne daß dafür auf den jeweiligen Bankkonten die liquiden Mittel

vorhanden sind. Um den drohenden Liquiditätsengpaß zu vermeiden, entschließt sich das Unternehmen, ein überflüssiges, für die Produktion nicht mehr benötigtes Aggregat zu veräußern. Der Veräußerungserlös entspricht – so die unterstellte (vereinfachte) Annahme – der Höhe des zu tilgenden Kredits.

Nach Abwicklung der Transaktion hat sich die Bilanzsumme verkürzt, das Anlagevermögen auf der Aktivseite und die (kurzfristigen) Kredite auf der Passivseite der Bilanz sind kleiner geworden.

Das mit einem Liquiditätsengpaß konfrontierte Unternehmen hätte auch einen anderen Lösungsweg beschreiten können: Anstelle der Vermögensliquidation wäre gegebenenfalls die Neuaufnahme eines (vermutlich mittelfristigen) Bankkredites, die Einlage eines Gesellschafters in der erforderlichen Höhe usw. in Frage gekommen.

Die akquirierten Mittel berühren hier nur die Passivseite der Bilanz. Der zu tilgende Kredit wird mit Hilfe des neu aufgenommenen Bankkredites oder der Gesellschaftereinlage zurückgeführt. Die Bilanzsumme ändert sich nicht, lediglich innerhalb der Passivpositionen kommt es zu (anpassenden) Bewegungen.

Die Konstellationen machen deutlich, daß Finanzierung mehr als Kapitalbeschaffung im engeren Sinne ist. Unter Finanzierung wird hier deshalb die Beschaffung von Kapital und die Vermögensliquidation verstanden.

Der vorgestellte Finanzierungsbegriff stellt lediglich auf Kapital- und Mittelzufluß bzw. -abfluß ab. *Andere Aspekte* einer Finanzierungsmaßnahme *bleiben unberücksichtigt*. Dazu gehört vor allem die *Vertragsgestaltung* (Drukarczyk 1989: 1) bei der Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital. Wichtige Vertragselemente beziehen sich auf die Laufzeiten, auf die Tilgungsmodalitäten, die Kreditsicherheiten und weitere Auflagen.

Die *Laufzeiten* bestimmen die Dauer der Kapitalbereitstellung. Je kürzer diese Frist ist, desto größer ist das Problem der Anschlußfinanzierung und umgekehrt. Bereits in der oben erwähnten Fallbeschreibung wurde auf diese Problematik im Zusammenhang mit der notwendigen Umfinanzierung eingegangen.

Die *Tilgungsmodalitäten* – genauer: die vereinbarten Tilgungsbeiträge – beeinflussen entscheidend die Liquiditätssituation des Unternehmens. Befinden sie sich nicht im Einklang mit der individuellen

Kapitalfreisetzung oder sind die Beträge höher als die verfügbaren Innenfinanzierungsmittel des Unternehmens, verursachen sie automatisch einen (externen) Finanzierungsvorgang: Es müssen neue Mittel beschafft und zur Tilgung eingesetzt werden (teilweise Umfinanzierung). Angepaßte Tilgungsmodalitäten hätten im Gegensatz dazu den Finanzierungsvorgang vorausschauend vorweggenommen. Mithin stellen solche Modalitäten einen Finanzierungstatbestand dar.

Dies gilt auch für die verfügbaren *Kreditsicherheiten*. Ihr Volumen und ihre Qualitäten beeinflussen, ob überhaupt ein Finanzierungsvorgang zustande kommt. Der Kapitalgeber wird davon seine (Investitions- bzw.) Kapitalvergabeentscheidung abhängig machen. Sind Kreditsicherheiten Bestandteil des vereinbarten Vertrages geworden, verliert der Kapitalnehmer (Unternehmer) an dem Objekt bzw. dem Recht ganz oder teilweise den Zugriff. Wurde z. B. das erwähnte Aggregat (s. o.) »sicherungsübereignet«, muß der Kapitalnehmer die Veräußerung mit dem Kapitalgeber abstimmen, u. U. wird der Kapitalgeber der Veräußerung widersprechen und nicht bereit sein, auf das Sicherungsgut zu verzichten. Die unmittelbare Folge: Eine Finanzierung über die Liquidation eines Vermögensgegenstandes ist nicht mehr möglich.

Unter weiteren Auflagen sind in den Finanzierungsverträgen (Kredit- und Beteiligungsverträge) oft *Informationspflichten* des Kapitalnehmers und *Mitwirkungsrechte* des Kapitalgebers vorgesehen. Diese können sich auf die regelmäßige Vorlage der Bilanzen, der betriebswirtschaftlichen Auswertungen, der Mitteilung von außerordentlichen Vorkommnissen, der Abstimmung von Finanzierungsmaßnahmen etc. beziehen. Sie haben die Aufgabe, den Kapitalgeber möglichst früh vom Betriebsgeschehen zu unterrichten, damit er relevante Veränderungen erkennen kann und Maßnahmen zum Schutz der hingegebenen Gelder einleiten kann. Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, daß Finanzierungsverträge z. T. sehr weit in die Zukunft hineinreichen und deshalb mit großen Unsicherheiten für den Kapitalgeber bezüglich der ökonomischen Entwicklung des Unternehmens und seinen Möglichkeiten zur Vertragserfüllung belegt sind.

Informationspflichten und Mitwirkungsrechte stellen hier also einen Schutzwall dar, der die Autonomie des Unternehmens und seine finanzielle Handlungsfreiheit mehr oder weniger stark einschränkt.

Zusammenfassend kann deshalb in Anlehnung an Drukarczyk (1989) festgestellt werden, daß *Finanzierung alle Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und der Kapitalrückzahlung sowie der Gestaltung der Vertragsbedingungen*, von den Laufzeiten, den Tilgungsmodalitäten bis hin zu den Kreditsicherheiten und Informationspflichten umfaßt. Es geht also nicht nur um Mittelbeschaffung i. e. S.

## 2. Finanzwirtschaftliche Rechnungsgrößen

Mit der Klärung des Finanzierungsbegriffes wurde eine wichtige Voraussetzung zum Verständnis finanzwirtschaftlicher Fragestellungen geschaffen. Allerdings genügt dies allein noch nicht. Wie in allen betriebswirtschaftlichen Bereichen wird auch in der Finanzabteilung mit Zahlen und Daten gearbeitet. Sie stammen zum überwiegenden Teil aus dem Bereich des betrieblichen Rechnungswesens.

Das Rechnungswesen hat grundsätzlich die Aufgabe, das Geschehen im Unternehmen und die Beziehungen zur Umwelt zahlenmäßig abzubilden. Dies geschieht mit Hilfe von Rechnungsgrößen, die für die hier interessierenden finanziellen Fragestellungen eine unterschiedliche Relevanz haben.

Die wichtigsten Rechnungsgrößen sind die *Ein- und Auszahlungen*. Einige Autoren, so Dieter Schneider, verwenden diese Größen als ausschließliche Bestandteile ihres Finanzierungsbegriffs. Sie definieren: »Die Finanzierungsmaßnahme beginnt mit einer Einzahlung an das Unternehmen und endet mit einer späteren Auszahlung.« (Schneider 1986: 151).

Ein- und Auszahlungen stehen hier also – was gerechtfertigt ist – im Mittelpunkt der finanzwirtschaftlichen Überlegungen. Weitere Rechnungsgrößen beziehen sich auf Einnahmen und Ausgaben, Erträge und Aufwendungen, Leistungen und Kosten.

Ein- und Auszahlungen berühren unmittelbar die Geld- und Zahlungsmittelbestände im Unternehmen. Einzahlungen führen zu Geldzuflüssen, während Auszahlungen Geldabflüsse nach sich ziehen.

Anders dagegen bei *Einnahmen und Ausgaben*. Sie beziehen den Bereich der Forderungs- und Verbindlichkeitsentstehung mit ein. Eine Einnahme, die nicht gleichzeitig mit einer Einzahlung verknüpft ist, führt zur Erhöhung des Forderungsbestandes. Diese Situation liegt immer dann vor, wenn ein Unternehmen eine Rechnung zwar fakturiert, aber nicht gleichzeitig von seinem Kunden eine Zahlung erhält. Der umgekehrte Fall tritt bei einer Ausgabe ein: Das Unternehmen ist Adressat einer Lieferantenrechnung, bezahlt diese aber wie der Kunde nicht sofort. Die Ausgabe führt zur Erhöhung des Verbindlichkeitsbestandes. Je nach dem, welcher Tatbestand angesprochen ist, ergibt sich eine Veränderung der entsprechenden Aktiv- und Passivpositionen der Bilanz.

Das dritte Begriffspaar (*Erträge und Aufwendungen*) findet seinen Niederschlag zunächst in der Gewinn- und Verlustrechnung und erst später über die Veränderung des (Eigen)Kapitals bzw. des Reinvermögens in der Bilanz. Die Erträge verkörpern dabei den gesamten Wertzugang einer Periode, während die Aufwendungen den gesamten Werteverzehr einer Abrechnungsperiode dokumentieren. Übersteigen die gesamten Erträge die Aufwendungen, erhöht der Überschufsbetrag das Eigenkapital, ein Defizitbetrag (Aufwendungen sind höher als Erträge) reduziert das Eigenkapital.

Eine den Erträgen und Aufwendungen untergeordnete Form stellen die *Leistungen und Kosten* dar. Sie sind die zentralen Rechnungsgrößen der Betriebsbuchhaltung und umschreiben den Wertezugang (Leistung) und den Werteverzehr (Kosten), der *ausschließlich* durch die betriebliche Tätigkeit verursacht wurde.

Die Relevanz der einzelnen Rechnungsgrößen für die betriebliche Finanzwirtschaft wird von der primären Zielsetzung finanzwirtschaftlichen Handelns, nämlich der Erhaltung der Liquidität des Unternehmens, determiniert. Die primäre Liquiditätszielsetzung kommt in dem folgenden Punkt ausführlich zur Sprache. Festzuhalten bleibt an dieser Stelle, daß Ein- und Auszahlungen unmittelbar die Liquiditätssituation berühren und deshalb als finanzwirtschaftli-

che Rechnungsgrößen das bevorzugte Interesse genießen. In einer etwas längeren Sicht dürfen jedoch auch Einnahmen und Ausgaben, Erträge und Aufwendungen nicht vernachlässigt werden. Sie führen in späteren Perioden zu Ein- und Auszahlungen und beeinflussen entscheidend die zukünftige Liquidität des Unternehmens. Leistungen und Kosten stellen aus der Perspektive der Finanzwirtschaft weitgehend unbedeutende Größen dar; ihre Finanzwirkungen werden bereits über die jeweils erfaßten Erträge und Aufwendungen ermittelt.

### 3. Finanzwirtschaftliche Zielsetzungen

Von der primären finanzwirtschaftlichen Zielsetzung, der *Liquiditätserhaltung*, war schon die Rede. Jede ökonomische Aktivität ist zum Scheitern verurteilt, wenn nicht im erforderlichen Umfang Geldmittel vorhanden sind, um die betriebsnotwendigen Aktiva zu erwerben oder die aus ihrem Erwerb entstandenen Verpflichtungen zu begleichen. Dies wird besonders deutlich bei der Gründungsfinanzierung. Es müssen zur Einrichtung des Unternehmens und zur Durchführung der Leistungsprozesse bestimmte Vermögenspositionen (Maschinen, Warenlager, sonstige Betriebsmittel) angeschafft werden. Lassen sich die dafür erforderlichen Mittel nicht aufbringen, ist das Unternehmen von Anfang an illiquide, und die Gründung kann nicht realisiert werden.

Obwohl die Liquiditätssicherung als zwingende Anforderung an die Finanzwirtschaft und an das Finanzmanagement verstanden werden kann, wird sie in der Literatur häufig nur als Nebenbedingung, wenn auch mit entscheidender Bedeutung, genannt. An erster Stelle rangiert das *Rentabilitätsziel*, das als allgemeine Vorgabe auch Einfluß auf alle übrigen betrieblichen Bereiche hat. Unter Rentabilität wird der Gewinn, bezogen auf das eingesetzte Kapital, verstanden. Sie spiegelt die Verzinsung des eingesetzten Kapitals wider. Grundsätzlich wird von einer Maximierung der Rentabilität als Oberziel ausgegangen. In der betrieblichen Praxis finden sich hierzu auch andere Positionen. Es geht im Prinzip nicht, so die Praktiker-



auffassung, um die Maximierung des Gewinnes bzw. der Rentabilitäten, sondern um die *Maximierung von finanzwirtschaftlichen Überschüssen* und von »Cash«.

»Der Gewinn ist ein nebelhaftes Buchhaltungskonzept. Der Cash-flow ist dagegen etwas Klares und Eiskaltes: Entweder ich habe Cash oder ich habe kein Cash. Punktum« (Hohenstein 1990: 19). Auf die mit dieser Frage verbundenen Aspekte wird später noch eingegangen. Zunächst ist festzuhalten, daß zwischen dem Rentabilitäts- und dem Liquiditätsziel ein *Zielkonflikt* besteht: Eine hohe Liquidität geht in der Regel zu Lasten der Rentabilität und umgekehrt. Zwei Beispiele machen den Konflikt deutlich:

- Ein Unternehmen kann eine hohe Liquiditäts- und Geldreserve halten, um so gegenüber allen möglichen Auszahlungsverpflichtungen gewappnet zu sein. Das Halten der Geldreserve, vergleichbar mit dem Halten eines gefüllten Sparstrumpfes durch Privatleute, ist aber vergleichsweise teuer für das Unternehmen, da die Mittel nicht anderweitig angelegt und nicht für investive Vorhaben verwendet werden können. Dem Unternehmen entgeht auf diese Weise ein möglicher Gewinn, der grundsätzlich die Rentabilität verschlechtert.
- Viele Risiken, mit denen ein Unternehmen konfrontiert ist, können abgesichert werden. So bieten sich zur Vermeidung von Forderungsausfällen und damit von Zahlungsausfällen sogenannte Kreditversicherungen an. Sie übernehmen im Insolvenzfall des Abnehmers ganz oder teilweise die Forderungsbegleichung.

Kreditversicherer verlangen über die Erhebung von Beiträgen eine Risikoprämie für ihren Versicherungsschutz. Diese verschlechtert natürlich als Aufwandsposten die betriebliche Erfolgssituation und mindert die Rentabilität. Ein Verzicht auf die Versicherung gefährdet andererseits die Liquidität (Zahlungsausfall).

Außer der Liquiditätssicherung gilt als Nebenbedingung im finanzwirtschaftlichen Zielsystem die Sicherheits- und Unabhängigkeitsorientierung. *Sicherheitsorientierung* setzt beim Prinzip der uneingeschränkten (Eigen-)Kapitalerhaltung an: Es soll jede Verlustentstehung und damit Kapitalaufzehrung vermieden werden. Eine totale Sicherheitsorientierung verhindert jegliche Unternehmensak-

tivität. Es muß also ein Kompromiß gefunden werden, der zwangsläufig das Eingehen eines gewissen Risikos, verbunden mit einer entsprechenden Rentabilitätserwartung, vorsieht.

Die einzelnen Maßnahmen der Risikopolitik (z. B. in Form der erwähnten Kreditversicherung) begrenzen wiederum die Rentabilität; jedoch fördern sie andererseits die Liquidität.

Die letzte Nebenbedingung des finanzwirtschaftlichen Zielsystems ist die *Unabhängigkeit*. Das Unternehmen möchte nach Möglichkeit die Einflußnahme des Kapitalgebers auf das Betriebsgeschehen verhindern und versucht deshalb, die Kapitalbeschaffung so durchzuführen, daß damit keine Beeinträchtigungen der unternehmerischen Souveränität verbunden sind. Inwieweit dies möglich ist, hängt von der Kreditwürdigkeit des Unternehmens, d. h. von seiner Ertragskraft und seinen Sicherungsangeboten, ab. Sind diese von hoher Qualität, wird eine autonomiewahrende Kapitalbeschaffung durchaus möglich sein; ist dies nicht der Fall, muß das Unternehmen Zugeständnisse machen und sein Unabhängigkeitsstreben zurückstellen.

In der Praxis kommt den möglichen Zugeständnissen eine unterschiedliche Bedeutung zu. Bei der Fremdfinanzierung sind sie häufig als Informationspflichten und Verwendungsbeschränkungen<sup>1</sup> anzutreffen; sie begrenzen die Unabhängigkeit des Unternehmens relativ gering. Bei der Beteiligungsfinanzierung gilt etwas anderes. Häufig ist sie mit Mitspracherechten verknüpft und führt daher zu einer mehr oder minder starken Einflußnahme der Kapitalgeber. Ein Ausschluß der Mitspracherechte ist nur über die Gewährung eines besonderen Zinses, der über den normalen Ansätzen liegt, möglich. Der auf diese Weise herbeigeführte Ausgleich zwischen Autonomie und Mitsprache geht zu Lasten der Rentabilität: Der höhere Zins begrenzt den Gewinn; es entsteht ein weiterer Zielkonflikt, und zwar derjenige zwischen Rentabilitäts- und Unabhängigkeitsstreben.

Höhere Zinssätze sind oft mit der Zeichnung von stillen Beteiligungen, Genußrechtkapital usw. verknüpft. Auf diese speziellen Beteiligungsformen wird später noch eingegangen.

<sup>1</sup> Bereitgestellte Kreditmittel dürfen nur für bestimmte (nachgewiesene) Verwendungen (Investitionsvorhaben) eingesetzt werden.

#### 4. Finanzierungsformen und Finanzierungsquellen

Die einem Unternehmen zur Verfügung stehenden Finanzierungsformen und Finanzierungsquellen lassen sich anhand unterschiedlicher Merkmale qualifizieren. Diese können sich auf die Rechtsstellung des Kapitalgebers, auf die Herkunft der Finanzierungsmittel und die Fristigkeit beziehen.

Die Unterscheidung nach der *Rechtsstellung des Kapitalgebers* führt zur Bildung zweier Gruppen, der Eigenfinanzierung und der Fremdfinanzierung.

Die *Eigenfinanzierung* sichert dem Kapitalgeber Herrschaftsrechte, Vermögensrechte und einen Anspruch am Gewinn zu. Die *Herrschaftsrechte* können je nach Vertragsvereinbarung unterschiedlich breit gestaltet sein und von den sehr weitgehenden Entscheidungsrechten bis zu den relativ schwachen Informationsrechten reichen. Unter dem *Vermögensrecht* wird der Anspruch des Eigenkapitalgebers am Liquidationserlös verstanden. Diese Rechte haben bei der Auflösung oder beim Verkauf des Unternehmens ihre Bedeutung. Ist die Auflösung durch eine Insolvenz verursacht, kann ein Anspruch an dem Liquidationserlös eher als Anspruch am Verlust umgedeutet werden. Zumeist erbringen die in einem solchen Fall veräußerten Aktiva lediglich einen Erlös, der ganz oder teilweise zur Deckung der Verbindlichkeiten ausreicht; für den Eigenkapitalgeber bleibt in einer solchen Situation oft nichts übrig. Je nachdem, welche Haftungsverhältnisse vorliegen, kann er sogar verpflichtet sein, Mittel nachzuschießen, um Gläubiger zu befriedigen.

Der *Anspruch am Gewinn* braucht hier nicht weiter erläutert zu werden. Es handelt sich um ein klassisches Recht, das dem Eigenkapitalgeber, nicht jedoch dem Fremdkapitalgeber zusteht. Letzterer hat lediglich einen Anspruch auf die *Rückzahlung und die Verzinsung des Kapitals* – was jedoch nicht heißt, daß sich der Fremdkapitalgeber auf diese Rechte beschränken muß. Durch besondere vertragliche Vereinbarungen kann er seinen Herrschaftsbereich, vor allem durch gewährte Mitspracherechte, erheblich erweitern.

Die Unterscheidung nach der *Herkunft der Finanzierungsmittel*

führt zur Trennung in Außenfinanzierung und Innenfinanzierung. Bei der *Außenfinanzierung* fließen die Mittel aus *externen* Quellen in das Unternehmen. In diesem Zusammenhang ist es gleichgültig, ob es sich dabei um Eigen- oder Fremdfinanzierungsmittel handelt – beide können als Einlagenfinanzierung (realisiert über den Inhaber), Beteiligungsfinanzierung (realisiert über die Gesellschafter) und Kreditfinanzierung (realisiert über Fremdkapitalgeber) von außen kommen. Eine besondere Rolle nimmt bei der Außenfinanzierung die *Subventionsfinanzierung* ein. Sie kommt auf der Grundlage verschiedener staatlicher Förderungsprogramme zustande, die eine Gewährung direkter Subventionen, wie Investitionszulagen, Investitionszuschüsse oder indirekte Subventionen, wie Steuererleichterungen, vorsehen. Sämtliche Zulagen, Zuschüsse und Erleichterungen führen zu einer Verbesserung der Zahlungs- und Erfolgssituation des Unternehmens. Sie erhöhen – über eine Steigerung des offenen und verdeckten Gewinns – die Eigenkapitalbasis der geförderten Betriebe. Im Prinzip ist die Subventionsfinanzierung nichts anderes als eine staatliche Zuwendungsfinanzierung – sie läßt sich mit den Förderungen zugunsten privater Haushalte (z. B. BaföG) vergleichen.

Die *Innenfinanzierung* bezieht ihre Mittel aus dem Unternehmen selber. Es werden einmal Mittel eingesetzt, *die bereits existieren* und aus der Geldwerdung der vorhandenen Aktiva stammen. So verwandeln sich Forderungen nach ihrer Begleichung in Geld (sie erweitern die Bank- oder Kassenbestände), sie können danach für den Erwerb neuer Vermögensgegenstände, also für neue Investitions- und Finanzierungsvorhaben, eingesetzt werden. Insgesamt handelt es sich um eine Reinvestition bereits vorhandener Aktiva (Aktivtausch).

Neben der *Wiederanlage bereits vorhandener Mittel* können durch die Unternehmenstätigkeit auch neue Mittel gebildet werden. Dies geschieht im Rahmen der Gewinnerzielung und wird mit dem Terminus der *Selbstfinanzierung* umschrieben.

Die Selbstfinanzierung stellt eine typische Eigenfinanzierungsform dar. Anders dagegen, wenn *Rückstellungen*, z. B. für zukünftige *Pensionsleistungen* an die Mitarbeiter, gebildet werden. Hier stammen die Mittel zwar auch aus dem Umsatzprozeß, jedoch sind sie durch arbeitsrechtliche oder tarifvertragliche Vereinbarungen

bereits in das Eigentum der Belegschaft übergegangen. Ihr Auszahlung erfolgt zu einem späteren Zeitpunkt. Bis zu diesem Zeitpunkt stellen sie von innen heraus gebildete und von der Belegschaft gewährte Fremdmittel dar.

Als ein Spezialfall der Innenfinanzierung wird häufig die *Finanzierung aus Abschreibungen behandelt*. Sie umschreibt nichts anderes als die Geldwerdung bereits vorhandener Sachmittel, wenn auch nicht als Ganzes, sondern in Teilbeträgen. Die Vermögenspositionen werden also nicht, wie bei den behandelten Forderungen, in einem Betrag in Geld verwandelt. Vielmehr findet über die gesamte Nutzungsdauer hinweg eine Teilliquidation statt.

Schließlich kommt im Rahmen der Innenfinanzierung der *Finanzierung durch Rationalisierung* eine nicht unerhebliche Bedeutung zu. Gelingt es nämlich, bestimmte Aktivposten zu verkürzen, ohne daß dadurch die Leistungsfähigkeit des Unternehmens beeinträchtigt wird, werden Mittel für andere Verwendungen frei. Kann z. B. der Lagerbestand durch die Einführung einer neuen Technik nachhaltig gesenkt werden, sind auf einmal (zuvor gebundene) Finanzierungsmittel vorhanden, die für neue Investitionen oder Kreditrückführungen zur Verfügung stehen.

Die gesamte Außen- und Innenfinanzierung, die in dem Schaubild 1 nochmals graphisch dargestellt ist, läßt sich am einfachsten mit Hilfe des »totalen Cash-flow« (s. Kapitel IV) charakterisieren: *Es ist die positive Differenz zwischen sämtlichen Einzahlungen, die in das Unternehmen hineingeflossen sind, und sämtlichen Auszahlungen, die aus dem Unternehmen herausgeflossen sind.*

Als letztes Kriterium können die Finanzierungsmittel nach ihrer *Fristigkeit* unterschieden werden. Es gibt *kurzfristige* Finanzierungen (mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr), *mittelfristige* Finanzierungen (mit einer Laufzeit von einem Jahr bis zu vier Jahren) und *langfristige* Finanzierungen (mit einer Laufzeit von mehr als vier Jahren). Die Unterscheidung nach der Fristigkeit hat entscheidende Relevanz bei der Fremdfinanzierung, da hier die Kapitalüberlassung *immer* befristet ist. Etwas anderes gilt für die Eigenfinanzierung. Ihrem Wesen nach wird sie durch längerfristige Laufzeiten geprägt. Besonders deutlich stellt sich dieses Phänomen bei der *Kapitalgesellschaft* dar; sie kennt die Form des *unbefristeten und unkündbaren*

Schaubild 1: Finanzierungsmerkmale

Merkmale	Charakterisierung
Finanzierungsformen	Eigenfinanzierung Fremdfinanzierung
Finanzierungsquellen	<p>Außenfinanzierung</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung</li> <li>- Kreditfinanzierung</li> <li>- Subventionsfinanzierung</li> </ul> <p>Innenfinanzierung</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Finanzierung aus der Wiederanlage von Mitteln (Finanzierung aus Desinvestitionen)</li> <li>- Finanzierung aus Gewinnen (Selbstfinanzierung)</li> <li>- Finanzierung aus Rückstellungen</li> <li>- Finanzierung aus Abschreibungen</li> <li>- Finanzierung durch Rationalisierungen</li> </ul>
Fristigkeit	<p>kurzfristige Finanzierungen (bis zu 1 Jahr)</p> <p>mittelfristige Finanzierungen (bis zu 4 Jahren)</p> <p>langfristige Finanzierungen (über 4 Jahre)</p>

*Eigenkapitals*. Allerdings manifestiert sich hierin ein gesellschaftsrechtlicher Extrempunkt: Andere Rechtsformen müssen sowohl mit kündbarem als auch befristetem Eigenkapital auskommen.

## Kapitel II: Liquidität und Kreditwürdigkeit

### 1. Liquiditätsbegriff

Die Sicherung der Liquidität wurde schon als wichtige finanzwirtschaftliche Zielsetzung erwähnt. Was ist jedoch unter Liquidität zu verstehen? Grundsätzlich ist damit die Fähigkeit des Unternehmens gemeint, *seinen Zahlungsverpflichtungen termingerecht und betragsgenau entsprechen zu können*. Der Hinweis auf die termingerechte und betragsgenaue Erfüllung ist von nicht zu unterschätzender Relevanz. Hat z. B. ein Unternehmen am 15. eines Monats eine Zahlung in Höhe von 110 000 DM zu leisten und verfügt es nur über Mittel in Höhe von 60 000 DM, liegt keine Betragsgenauigkeit vor. Ebenso fehlt die Termingenaueigkeit, wenn der Unternehmer heute eine (dringende) Zahlungsverpflichtung zu erfüllen hat, er aber die dafür erforderlichen Mittel (z. B. durch den Eingang von Kundenzahlungen) erst später erhält. Termin- und Betragsdifferenzen führen zur Illiquidität und Zahlungsunfähigkeit, sofern sie nicht durch eine Finanzierungsmaßnahme umgangen werden können.

In *prekären Liquiditätssituationen* wird in der Praxis oft eine Finanzierung über die Inanspruchnahme eines kurzfristigen Bankkredits (Kontokorrentkredit) oder Lieferantenkredits versucht (s. auch Kapitel III, Punkt 2.2.).

Die eben gegebene übliche Liquiditätsdefinition berücksichtigt die Zukunft nur unvollständig. Liquidität ist hier nur auf einen einzigen Zeitpunkt, z. B. den 15. eines Monats, bezogen. Eine solche Liquiditätsbetrachtung nutzt dem Unternehmen aber nichts. Vielmehr muß die Forderung nach einer *zukunftsbezogenen Liquidität* in dem Sinne aufgestellt werden, daß das Unternehmen jederzeit seinen Zahlungsverpflichtungen termingerecht und betragsgenau nachkommen kann, also außer am 15. 8. eben auch am 16. 8., 19. 8. oder 17. 12. eines Jahres. Mit einer solchen definitorischen Fassung der Liquidität werden gleichzeitig die Probleme deutlich, die sich aus der Abschätzung von Liquiditätswirkungen unternehmerischer Hand-



lungen ergeben, die heute durchgeführt werden und erst später (positive oder negative) Zahlungswirkungen nach sich ziehen.

Liquidität trägt ganz unterschiedliche Züge. Zunächst ist klar, daß Geld ein wichtiger Träger von Liquidität ist. Es charakterisiert ein Vermögensgut, das als allgemeingültiges Zahlungsmittel anerkannt ist. Jedoch ist *nicht nur Geld Träger von Liquidität*. Auch andere Güter können Liquidität verleihen. Ihr Unterschied zum Geld ist nur, daß sie den Transformationsprozeß (Umwandlung von Sachgütern in Geld) noch nicht abgeschlossen haben. Grundsätzlich kann sich der *Transformationsprozeß* (bzw. *Geldwertungsprozeß*) eines Gutes in zweifacher Weise vollziehen. Einmal werden Rohstoffe vom Unternehmen zu Fertigprodukten verarbeitet und diese am Markt veräußert. Dadurch entstehen Forderungen, die wiederum nach Ablauf eines Zahlungszieles – bis zum Eingang des Rechnungsbetrages – zu Geld werden. Dieser Geldwertungsprozeß ist typisch für die *kurzfristige Aktiva*. Die *langfristige Aktiva* liquidiert sich dagegen in *Teilbeträgen*. Auf diese Vermögensgüter werden anteilige Abschreibungsgegenwerte verrechnet, die über den Verkaufspreis an den Markt weitergegeben werden. Mit jeder bezahlten Kundenrechnung erfolgt ein Teilrückfluß, bis schließlich am Ende der Nutzungsdauer der langfristigen Aktiva die gesamten Anschaffungswerte in liquider Form vorhanden sind. Beide Formen der Gütertransformation werden mit dem Begriff der *natürlichen Liquidität* bzw. der güterwirtschaftlichen Liquidität umschrieben.

Der Transformationsprozeß läßt sich durchaus abkürzen, indem die Güter einfach *vorzeitig*, vor dem Ende ihrer Nutzungsdauer (bzw. Ausreifezeit) veräußert werden. Diese Möglichkeit besteht vor allem im Bereich der Warenbestände und der langfristigen Aktiva; sie führt – wie die Fachwissenschaft es nennt – zur Realisierung der *künstlichen Liquidität*. Eine solche Maßnahme kommt nur zur Anwendung, wenn keine anderen Finanzierungsquellen zur Ausräumung eines Liquiditätsengpasses zur Verfügung stehen. In seltenen Fällen wird von der künstlichen Liquidität Gebrauch gemacht, um die Vermögensstruktur zu bereinigen. Die künstliche Liquidität hat wie die natürliche Liquidität einen güterwirtschaftlichen Bezug.

Dies trifft im gewissen Sinne auch für die »*verliebene Liquidität*« (Stützel 1975; 2515 H) zu. Hier werden von Fremdkapitalgebern

(Banken) substanzhaltige Vermögensgüter beliehen (z. B. in Form der bereits erwähnten Sicherungsübereignung). Die *Beleihung* bewirkt einen *Liquiditätseffekt*: Der Kapitalgeber stellt auf ihrer Grundlage zusätzliche Finanzierungsmittel bereit. Insofern hat das Unternehmen mit der verliehenen Liquidität ein Liquiditätssurrogat an der Hand: Es kann auf die Realisierung der unter leistungswirtschaftlichen Gesichtspunkten und u. U. problematischen künstlichen Liquidität verzichten. Zu bedenken ist jedoch, daß bei der verliehenen Liquidität die Banken aufgrund der fehlenden Kenntnis der Gebrauchtwarenmärkte die Beleihungsgrenzen im allgemeinen sehr niedrig ansetzen. Der aktivierte Geldbetrag dürfte also bei der verliehenen Liquidität geringer sein als bei der künstlichen Liquidität.

Eine besondere Form der verliehenen Liquidität stellt die *antizipierte Liquidität* dar. Hier werden von den Banken keine Vermögensgegenstände, sondern zukünftige Finanzmittelüberschüsse beliehen<sup>1</sup>). Solche Vorgänge begründen eine »Blankokreditvergabe«. Sie hält sich in der Bankpraxis in engen Grenzen, da zukünftige Finanzmittelüberschüsse nur schwer prognostizierbar und mit deutlichen Risiken bezüglich ihrer Realisierung verknüpft sind.

## 2. Liquiditätsmessung

Die Liquidität in ihren verschiedenen Ausprägungen läßt die Frage offen, wie sie rechnerisch erfaßt bzw. gemessen werden kann. Diesem Aspekt sind die folgenden Ausführungen gewidmet. Es werden verschiedene Instrumente der Liquiditätsmessung vorgestellt. Sie lassen sich grob in zwei große Gruppen – statische und dynamische Instrumente – einteilen.

Die *statischen Instrumente* setzen bei der Bilanz an: Es werden bestimmte Aktiv- und Passivpositionen miteinander vergleichen und allgemein gefordert, daß sie sich in ihrer Fristigkeit, also in ihrer Geldwerdungsdauer und ihrer Laufzeit, entsprechen sollten (*Fristen-*

<sup>1</sup> »Beleihung ist gleichbedeutend mit Antizipation künftiger Einzahlungen: Der Kreditnehmer »verkauft« künftige Nettoeinzahlungen an den Kreditgeber unter Vereinbarung eines Preises, den Zins.« (Drukarczyk 1989: 26).

*kongruenzgrundsatz*). Im kurzfristigen Bilanzbereich hat dieser Grundsatz seine Ausprägung in den sogenannten Liquiditätsgraden gefunden. Insgesamt werden drei Liquiditätsgrade unterschieden:

$$\text{Liquidität 1. Grades} = \frac{\text{Zahlungsmittel (Kasse und Bankguthaben)}}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}} \times 100$$

$$\text{Liquidität 2. Grades} = \frac{\text{Zahlungsmittel + kurzfristige Forderungen}}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}} \times 100$$

$$\text{Liquidität 3. Grades} = \frac{\text{kurzfristiges Umlaufvermögen}^1}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}} \times 100$$

Die Liquiditätsgrade berücksichtigen jene Aktiv- und Passivpositionen, die sich im »unteren Teil der Bilanz« finden und von ihrer Liquiditätswirkung – ob als Einzahlung oder Auszahlung – nicht allzuweit entfernt sind. Die Liquidität 1. Grades umfaßt dabei einmal Werte, die bereits Geld sind (im Zähler) und zum anderen (Schuld) Werte, die in nächster Zeit Geld beanspruchen und zu Auszahlungen führen.

Bei der Liquidität 2. Grades werden sowohl Geldwerte als auch Vermögenswerte (Forderungen) zu den bestehenden Schuldwerten in Beziehung gesetzt. Eingang in die Formel finden solche Aktivpositionen, die nicht mehr sehr weit von der Geldwerdung entfernt sind und insofern einen Beitrag zur Abdeckung von Schuld- und damit von Auszahlungswerten leisten können. Jedoch hängt dies von ihren Einzahlungszeitpunkten ab; liegen diese erheblich hinter den Auszahlungszeitpunkten der Schuldwerte, gelingt der beabsichtigte Ausgleich nicht.

Noch deutlicher wird dieses Dilemma bei der Liquidität 3. Grades. Der Zähler besteht aus dem gesamten kurzfristigen Umlaufvermögen, also aus Vermögenswerten, die neben Geld- und Forderungsbeständen auch die gesamten Bestände des Warenlagers (Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, Halb- und Fertigwarenlager) erfassen. Die

<sup>1</sup> Nur solche Teile die innerhalb eines Jahres liquidiert werden können.

Geldnähe dieser Vermögenspositionen ist äußerst fraglich. Es ist nicht sicher, wann aus diesen Beständen Einzahlungen resultieren und das so gewonnene Geld für Auszahlungen im Schuldbereich verwendet werden kann. In der Praxis wird aber bei einem »gesunden Unternehmen«, das über ausreichende Marktakzeptanz verfügt, davon ausgegangen, daß es zumindest große Teile seines Umlaufvermögens in angemessener Zeit umsetzen kann und die erzielten Liquidationserlöse für bestehende Tilgungsverpflichtungen ausreichen.

Dennoch haben diese Überlegungen in der Praxis dazu geführt, für die Liquidität 2. und 3. Grades Deckungsgrade zwischen 100 % und 200 % zu fordern. Das Umlaufvermögen soll also betragsmäßig über den kurzfristigen Verbindlichkeiten liegen, um so einen *Liquiditäts- bzw. Einzahlungspuffer* zu erhalten.

Der Liquiditätspuffer läßt sich auch mit der Hilfe des *Working Capital*, einer weiteren statischen Liquiditätskennziffer, errechnen. Beim *Working Capital* werden vom gesamten Umlaufvermögen die gesamten kurzfristigen Verbindlichkeiten abgezogen. Als Differenz erhält man einen absoluten Wert, der, sofern er positiv ist, den *Überschuß der langfristigen Passiva über die langfristigen Aktiva* darstellt und signalisiert, daß kurzfristige Vermögenspositionen (mit einer relativ großen Geldnähe) durch langfristiges Kapital (mit relativ weit entferntem Fälligkeitszeitpunkt) finanziert werden. Das Unternehmen kann in einer solchen Situation jede DM Auszahlungsverpflichtung durch mehrere DM Einzahlungserwartung sichern.<sup>1</sup>

Ein *positives Working Capital* gibt nicht nur Auskunft über die (Über-)Erfüllung des Fristenkongruenzgrundsatzes im kurzfristigen Bereich. Auch im langfristigen Bereich deutet ein »Positives WC« die Übereinstimmung zwischen Kapitalbindungsdauer (Geldwerdungsdauer der Aktiva) und Kapitalüberlassungsdauer (Laufzeiten der Passiva) an.

Im langfristigen Bereich wurden zur Operationalisierung des Fristenkongruenzgrundsatzes *sogenannte Finanzierungsregeln (bzw. horizontale Kapital-Vermögensstrukturregeln)* entwickelt. Sie finden ihren Ausdruck in verschiedenen Fassungen der *goldenen*

<sup>1</sup> Dies gilt aber nur unter der Annahme, daß die kurzfristigen Aktiva und Passiva nicht durch Sockelbestände – was selten der Fall sein dürfte – geprägt werden.

*Bilanzregel.* Die älteste Fassung der Regel fordert die vollständige Finanzierung des Anlagevermögens durch Eigenkapital (*1:1-Regel*), da nur Eigenkapital – so die Vorstellung – dem Unternehmen unbegrenzt und unbefristet zur Verfügung stünde und sich deshalb unter liquiditätspolitischen Gesichtspunkten hervorragend zur Finanzierung des Anlagevermögens – mit seinen grundsätzlich als langfristig unterstellten Liquidationsfristen – eignen würde.

Die *weitere Fassung* der goldenen Bilanzregel rückt von dieser orthodoxen Vorgabe ab und fordert lediglich eine Finanzierung des Anlagevermögens sowohl durch Eigenkapital als auch durch langfristiges Fremdkapital. Es wird hier wieder auf den Fristenkongruenzgrundsatz in seiner allgemeinen Form Bezug genommen.

Die Finanzierungsregeln und Liquiditätsgrade liefern *keine* zuverlässigen liquiditätspolitischen Aussagen. Hier soll nicht die gesamte Kritik an der statischen Liquiditätsanalyse vorgetragen werden. Der Hinweis auf einige *gravierende Schwächen* mag genügen. So wird die Liquiditätsbeurteilung nur auf einen bestimmten, vergangenheitsorientierten (Bilanz-)Stichtag bezogen. Er kann die Liquiditätssituation in einem Unternehmen nicht abbilden. So bekommen die Liquiditätsgrade einen positiven Schub, falls die Schuldbestände vorübergehend durch eine geringe Valuta bei den kurzfristigen Bankkrediten (Kontokorrentkredite) und den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen entlastet werden. Unter Umständen ist es sogar möglich, daß unmittelbar nach dem Bilanzstichtag durch dann vorgelegte Lieferantenrechnungen die kurzfristigen Verbindlichkeiten nach oben schnellen und sämtliche Liquiditätsgrade mit ihren ursprünglich positiven Vorzeichen in den Keller sacken lassen.

Neben diesen *zeitpunktbezogenen Problemen* ist aber von noch größerer Bedeutung, daß die Regeln mit dem sich dahinter verbergenden Fristenkongruenzgrundsatz den Aspekt des *wiederkehrenden Kapitalbedarfs* vernachlässigen. Sie gehen statt dessen von der vereinfachenden, aber völlig praxisfernen Annahme des *einmaligen Kapitalbedarfs* aus. Alle Vermögensgegenstände mit den ihnen unterstellten Liquidationszeitpunkten decken nach dieser Annahme die vorhandenen Schulden ab. Unberücksichtigt bleibt, daß zur Aufrechterhaltung eines reibungslosen Betriebsprozesses auch die

erforderlichen Reinvestitionen durchgeführt werden müssen und hierfür Mittel bereitzustellen sind.

Die Rückführung des Kapitals für einen fristenkongruent finanzierten Vermögensgegenstand gelingt außerdem nur dann, wenn keine *unplanmäßige Verlängerung der Geldwertungsfrist* (z. B. durch Absatzrückgang, Kapazitätseinschränkung etc.) eintritt. Der Betriebsalltag ist jedoch in dieser Hinsicht – mit dem sich dahinter verbergendem allgemeinem Unternehmensrisiko – durch Unplanmäßigkeit gekennzeichnet.

Schließlich wird (bei der goldenen Bilanzregel i.e.S.) unterstellt, daß Eigenkapital im Prinzip unbefristet und unkündbar zur Verfügung steht. Dies ist *nur* bei der Rechtsform der Kapitalgesellschaften der Fall. Alle anderen Rechtsformen arbeiten mit Eigenkapital, das sowohl kündbar als auch befristet ist.

Die Kritik an der statischen Liquiditätsanalyse führt sachlogisch zur Betrachtung *dynamischer Instrumente* der Liquiditätsmessung. Sie legen ihrer Beurteilung *Stromgrößen* zugrunde, während die *statische Analyse* mit *Bestandsgrößen* arbeitet.

Zwei wichtige Konzepte der stromgrößenorientierten Betrachtung beziehen sich auf die Cash-flow-Analyse und den Liquiditäts- bzw. Finanzplan.

Die *Cash-flow-Analyse* gibt – ex post oder ex ante – einen Einblick in die Finanzierungswirkung der Geschäftstätigkeit. Mit diesem Instrument läßt sich feststellen, ob ein Finanzierungsbedarf (Cash-outflow) oder ein Finanzmittelüberschuß (Cash-inflow) besteht. Einzelheiten zur Cash-flow-Analyse sollen hier nicht dargestellt werden. Auf diesen Aspekt wird ausführlich im Kapitel IV eingegangen.

Der *Liquiditätsplan* stellt sämtliche Ein- und Auszahlungen, die innerhalb eines Planungszeitraumes erwartet werden, gegenüber und ermittelt daraus die Liquiditätssituation der Unternehmung. Die Rechnung kann zu erwartende Unterdeckungen (Auszahlungen > Einzahlungen) oder zu erwartende Überdeckungen (Einzahlungen > Auszahlungen) ausweisen. Eine Unterdeckung zieht zwangsläufig Finanzierungsmaßnahmen nach sich und postuliert einen Kapitalbedarf im kurzfristigen Bereich (s. Kapitel III).

Tabelle 1: Liquiditätsplan der Unternehmung »Trimmel, Modeaccessoires Produktions GmbH Berlin« (in TDM)

Bezeichnung/Monat	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Gesamt
<b>I. Einzahlungen</b>													
– aus Umsatzerlösen . . . . .	–	75,0	95,0	115,0	55,0	45,0	45,0	65,0	75,0	45,0	45,0	60,0	720,0
– aus Forderungen . . . . .	65,0	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	65,0
– sonstige Einzahlungen <sup>1</sup> . . . . .	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
<b>Zwischensumme I . . . . .</b>	65,0	75,0	95,0	115,0	55,0	45,0	45,0	65,0	75,0	45,0	45,0	60,0	785,0
<b>II. Auszahlungen</b>													
– Personal . . . . .	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	88,80
– Wareneinkauf . . . . .	21,0	28,5	36,1	43,7	20,9	17,1	17,1	24,7	28,5	17,1	17,1	22,8	294,60
– Fremdleistungen . . . . .	5,92	6,83	8,65	10,47	5,0	4,1	4,1	5,92	6,83	4,1	4,1	5,46	71,48
– Raumkosten . . . . .	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	49,20
– Werbung . . . . .	1,95	2,25	2,85	3,45	1,6	1,35	1,35	1,95	2,25	1,35	1,35	1,80	23,50
– Steuern, Versicherungen . . . . .	2,08	2,40	3,04	3,68	1,7	1,44	1,44	2,08	2,40	1,44	1,44	1,92	25,06
– Finanzierungskosten . . . . .	2,02	–	9,75	–	–	11,15	–	–	9,75	–	–	9,75	42,40
– Tilgungszahlungen <sup>3</sup> . . . . .	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	27,60
– Finanzauszahlungen <sup>4</sup> . . . . .	170,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	225,00
– sonstige Auszahlungen . . . . .	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
<b>Zwischensumme II . . . . .</b>	216,75	58,78	79,19	80,1	48,0	53,94	42,79	53,45	68,53	42,79	42,79	60,53	847,64
<b>Unter-/Überdeckung . . . . .</b>	–151,75	+16,22	+15,81	+34,90	+7,0	–8,94	+2,21	+11,55	+6,47	+2,21	+2,21	–0,53	–
<b>Anfangsbestand . . . . .</b>	54,0	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
<b>Finanzbedarf/-überschuß (Kumulierungsspalte) . . . . .</b>	–97,75	–81,53	–65,72	–30,82	–23,82	–32,76	–30,55	–19,0	–12,53	–10,32	–8,11	–8,64	–

<sup>1</sup> z. B. Zinserräge, Anlagenverkäufe etc. – <sup>2</sup> Einmalige Kosten der Finanzierung. – <sup>3</sup> Für bestehende Bankkredite. – <sup>4</sup> Auszahlungen zur Begleichung von Verbindlichkeiten, Rückzahlungen von Beteiligungen, Gesellschafterdarlehen etc.



In der Tabelle 1 ist ein exemplarischer Liquiditätsplan für einen 12-Monats-Zeitraum dargestellt. Die angesetzten Ein- und Auszahlungen werden üblicherweise auf der Grundlage von zuvor erstellten *Mengenplänen* errechnet. Ausgangspunkt der einzelnen Mengenpläne ist der *Absatzplan*. Er kann nur dann aufgestellt werden und zuverlässige Resultate liefern, wenn eine *genaue Analyse des relevanten Teilmarktes*, auf dem das Unternehmen tätig ist, vorgenommen wurde. Der Absatzplan entscheidet mit den hierin enthaltenen Ansätzen über die Zukunftseinzahlungen des Unternehmens. Dabei gilt grundsätzlich, daß *Einzahlungsströme* hinsichtlich ihres Volumens und ihres zeitlichen Anfalls erheblich *schwerer zu prognostizieren sind* als die relativ gut zu beurteilenden Auszahlungsströme (Näheres unter Kapitel III, Punkt 1). Der Liquiditätsplan erfordert also als **integrativer Plan** eine Abstimmung mit allen anderen betrieblichen Teilplänen. Dabei gilt, daß sich ein aussagefähiger Liquiditätsplan nur dann erstellen läßt, wenn ein hohes Niveau der gesamten betrieblichen Planung realisiert wird.

Die Zwischensumme I und II des Liquiditätsplanes stellt die Addition der jeweiligen Ein- und Auszahlungswerte dar. In der Spalte »Über-/Unterdeckung« werden die Zwischensummen miteinander verglichen, und es wird festgestellt, wie hoch der Liquiditätsüberschuß bzw. die Liquiditätslücke ist. Der im Unternehmen zum Planungszeitpunkt vorhandene Geldmittelbestand (Spalte »Anfangsbestand«) kann den Liquiditätsüberschuß zusätzlich erhöhen oder die Liquiditätslücke schließen. Auf jeden Fall beeinflußt der Bestand an liquiden Mitteln die *endgültige Höhe des Finanzbedarfs oder der Finanzüberschüsse* des Unternehmens (letzte Spalte).



### 3. Kreditwürdigkeit und Kreditwürdigkeitsprüfung

Die entscheidende Bedeutung der Liquiditätserhaltung für den Fortbestand des Unternehmens beeinflusst im hohen Maße die Kreditwürdigkeit. Sie wird nur dann positiv vom Kapitalgeber beurteilt, wenn das Unternehmen nach den vorgelegten Daten über eine dauerhafte Zahlungsfähigkeit verfügt und vermutlich in der Lage sein wird, die in die Zukunft liegenden Zins- und Tilgungszahlungen termingerecht und betragsgenau zu leisten. Kann dieser Liquiditätsnachweis nicht erbracht werden, unterbleibt in jedem Fall die Kreditierung; das Unternehmen erhält keine Mittel, um Investitionen vornehmen oder Liquiditätsengpässe (= Zahlungsunterdeckungen) überbrücken zu können.

Obwohl die Kreditwürdigkeit ihr Augenmerk auf *zukünftige Finanzüberschüsse* legt, wird ihre Analyse in der Praxis weitgehend auf der Basis von *Vergangenheitswerten* durchgeführt und gefragt, wie sah die Liquiditäts- und Finanzsituation in den abgelaufenen Jahren aus? Aus den Resultaten dieser Analyse versucht man, sachgerechte Schlüsse für die Zukunft zu ziehen.

Bei der vergangenheitsorientierten Kreditwürdigkeitsprüfung spielen neben den Daten zur Liquidität die Ertrags-, Aufwands- und Erfolgsentwicklung sowie die gesamten Vermögens- und Kapitalsituationen der jeweiligen Unternehmung eine große Rolle: Die hier ermittelten Werte sind jedoch nicht isoliert zu betrachten; letzten Endes ist wieder zu prüfen, wie sie die Finanz- und Liquiditätssituation beeinflussen. Das gesamte (interdependente) Unternehmensgeschehen dreht sich zum wiederholten Male um »Cash« (s. Kapitel I, Punkt 3).

Bei der Kreditwürdigkeit wird üblicherweise eine Zweiteilung vorgenommen und zwischen der persönlichen Kreditwürdigkeit und der wirtschaftlichen Kreditwürdigkeit unterschieden.

#### 3.1 Persönliche Kreditwürdigkeit

Bei der persönlichen Kreditwürdigkeit geht es einerseits um die Vertrauenswürdigkeit der Unternehmensleitung und andererseits

um ihre fachliche Kompetenz zur erfolgreichen Bewältigung der Managementaufgaben.

Die Überprüfung der *Vertrauenswürdigkeit* setzt bei den *persönlichen Eigenschaften* an: Inwieweit ist der Unternehmer/Manager »zahlungswillig«? Akzeptiert er seine Rückzahlungspflicht? Und schließlich: Ist er bereit, im vollen Umfang für die Schuldverpflichtung – auch mit seinem privaten Vermögen – einzustehen? Diese banal anmutenden Fragen sind in der Praxis nicht ohne Relevanz: Ihre (befriedigende oder unbefriedigende) Beantwortung hinterläßt beim Kapitalgeber erhebliche »Spuren«.

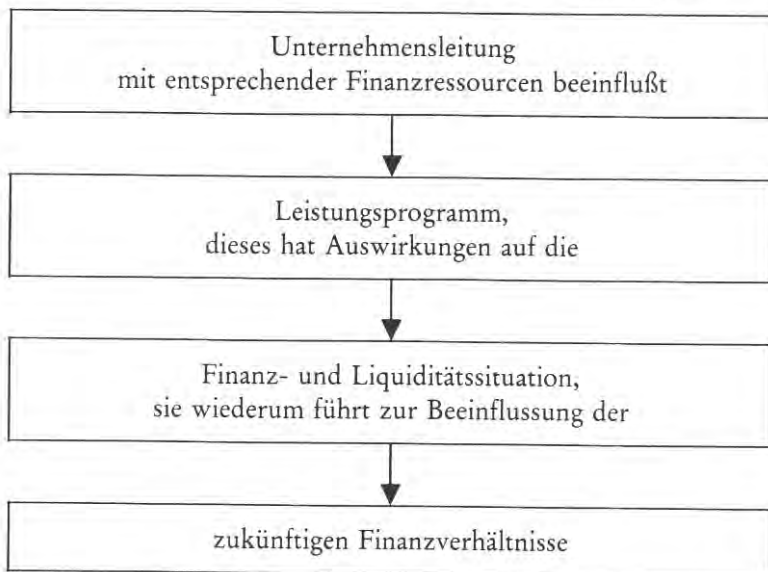
Die Vertrauenswürdigkeit hängt darüber hinaus entscheidend von der *Informationsbereitschaft* des Unternehmers ab. Informationen werden vom Kapitalgeber benötigt, um die betriebliche Situation adäquat beurteilen zu können. Die Zurückhaltung von Informationen oder sogar die Hingabe von Falschinformationen führen deshalb zur Zerstörung der Vertrauensbasis. Umgekehrt läßt sich die Vertrauensbasis erheblich verbessern, wenn das Unternehmen den Kapitalgeber vollständig informiert und neben positiven Auskünften auch Hinweise auf betriebsbezogene Schwächen gibt. Letzteres ermöglicht dem Kapitalgeber, das Unternehmen problemadäquat zu unterstützen. Wird z. B. vonseiten des Unternehmens offen zugegeben, daß Kundenzahlungen seit längerem überfällig sind und u. U. wertberichtigt werden müssen, kann zur Überbrückung des entstandenen Liquiditätsengpasses der Kapitalgeber (Bank) hierauf mit der Bereitstellung eines mittelfristigen Darlehens zur wirksamen Konsolidierung der Zahlungssituation reagieren. Bei fehlender Information wäre u. U. ein nicht geeigneter kurzfristiger Kontokorrentkredit – mit seiner Tendenz zum »Festfrieren« – eingeräumt worden.

Grundsätzlich ist es schwierig, die persönliche Kreditwürdigkeit zu operationalisieren – für sie also greifbare Kriterien, die jenseits subjektiver Einschätzungen und Empfindungen liegen, zu finden. Dieses Dilemma setzt sich im Prinzip bei der Beurteilung der *fachlichen Kompetenz* der Unternehmensleiter bzw. des Managers fort, auch wenn hier etwas differenziertere Beurteilungsmaßstäbe existieren. Sie beziehen sich zumeist auf die formale Ausbildung (ersichtlich aus Berufsabschlüssen), die gesammelte Berufserfahrung (ersichtlich aus

Arbeitszeugnissen), den bisherigen Werdegang (ersichtlich aus dem Lebenslauf), auf Erfolgsnachweise beim Aufbau und der Sanierung von Unternehmen (wiederum ersichtlich aus den Arbeitszeugnissen) und auf den erworbenen Ruf in der Branche (ersichtlich aus Referenz- und Wirtschaftsauskünften).

Die fachliche Beurteilung des Unternehmers kann als *Dreh- und Angelpunkt* der persönlichen Kreditwürdigkeitsprüfung aufgefaßt werden. Verantwortlich ist dafür folgende Ursache-Wirkungs-Kette:

Schaubild 2: Zusammenhänge zwischen Unternehmensleitung und der Finanz- bzw. Liquiditätssituation



Die Gestaltung des Leistungsprogramms hängt von der Fachkompetenz, genauer: der »Marktkompetenz« der Unternehmensleitung und den vorhandenen Finanzmitteln ab. Das Leistungsprogramm mit seinen Markterfolgen oder -mißerfolgen hat wiederum Auswirkungen auf die Finanz- und Liquiditätssituation. Diese bestimmt im

weiteren Prozeßverlauf die zukünftigen Finanzverhältnisse (= die zukünftige Liquidität).

### 3.2 Wirtschaftliche Kreditwürdigkeit

Die wirtschaftliche Kreditwürdigkeit läßt sich erheblich leichter beurteilen, da es hierfür operationalisierbare Bewertungskriterien aus der Bilanz und der G + V-Rechnung gibt. Im Mittelpunkt der Beurteilung steht die *Kennzahlenanalyse*<sup>1</sup>, mit deren Hilfe Aussagen zur Liquiditäts- und Erfolgssituation, zur Vermögens- und Kapitalstruktur etc. getroffen werden. Die Kennzahlenanalyse stellt die »zahlenmäßige Erfassung« des Unternehmens dar. Durch die Interpretation der Kennzahlen wird der Schritt zur *qualitativen Kreditwürdigkeitsprüfung* vollzogen.

Im folgenden kommen die wichtigsten *Kennzahlen* – mit denen vorzugsweise in der Praxis gearbeitet wird – zur Sprache. Sie repräsentieren einen kleinen Ausschnitt aus einer Fülle von Analysegrößen, die von seiten der Fachwissenschaft entwickelt wurden.

Die Kennzahlen lassen sich in vier große Hauptbereiche, solche zur Beurteilung der Liquiditätssituation, der Vermögens- und Kapitalstruktur, der Rentabilität und der Finanzierungskraft einordnen. Sie werden in der Tabelle 2 vorgestellt.

Die Liquiditätskennzahlen sind bereits bekannt und bedürfen daher keiner weiteren Erörterung. Kennzahlen im Bereich der *Vermögens- und Kapitalstruktur* setzen zunächst bei den langfristigen Aktiva an. Es wird das *Verhältnis von Anlagevermögen zum Gesamtvermögen* errechnet. Dabei gilt, daß ein niedriges Anlagevermögen die *betriebliche Flexibilität* erhöht und schnelle Produktionsanpassungen ermöglicht, während ein hohes Anlagevermögen eine gewisse Starrheit signalisiert und den betrieblichen Handlungsspielraum einengt. Diese generelle Deutung der Kennzahl bedarf jedoch der branchenspezifischen Einschränkung. So muß z. B. ein Maschinenbauunternehmen zur Gewährleistung der Betriebsbereitschaft

<sup>1</sup> Sie wird auch als Bilanz- oder Finanzanalyse bezeichnet.

Tabelle 2: Wichtige betriebliche Kennzahlen

Analysebereich	Kennzahl
Liquidität	Liquiditätsgrade (s. Kapitel II, Punkt 2)
Vermögens- und Kapitalstruktur	<p>Anlagenintensität</p> $= \frac{\text{Anlagevermögen}}{\text{Gesamtvermögen}} \times 100$ <p>Eigenkapitalquote</p> $= \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \times 100$ <p>Anlagendeckung I</p> $= \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Anlagevermögen}} \times 100$ <p>Anlagendeckung II</p> $= \frac{\text{Eigenkapital} + \text{langfr. Fremdkap.}}{\text{Anlagevermögen}} \times 100$ <p>Working Capital (s. Kapitel II, Punkt 2)</p>
Renta- bilität	<p>Umsatzrentabilität</p> $= \frac{\text{Jahresüberschuß}}{\text{Umsatzerlöse}} \times 100$ <p>Eigenkapitalrentabilität</p> $= \frac{\text{Jahresüberschuß}}{\text{Eigenkapital}} \times 100$ <p>Gesamtkapitalrentabilität</p> $= \frac{\text{Jahresüberschuß} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{Gesamtkapital}} \times 100$
Finanzierungs- kraft	betriebsbedingter und totaler Cash-flow (s. Kapitel IV)

sektorbedingt im größeren Umfang langfristige Aktiva binden, als dies bei einem umlaufintensiven Handelsbetrieb der Fall wäre.

Die Eigenkapitalquote weist den Haftungsgrund, mit dem das Unternehmen ausgestattet ist, aus. Eine sehr alte Vorgabe (= *vertikale Kapitalstruktur*) fordert, daß die Eigenkapitalquote bei 50 % liegen sollte, also das bilanzierte Fremdkapital das bilanzierte Eigenkapital nicht übersteigen darf.

Die Regel basiert sowohl auf risiko- als auch auf sicherungspolitischen Überlegungen: Einmal sollen die Eigentümer des Unternehmens (also die Kapitalnehmer) im gleichen Umfang an dem allgemeinen Unternehmensrisiko beteiligt werden wie die Fremdkapitalgeber. Bei einer weitgehenden Fremdfinanzierung würde diese Egalität keineswegs bestehen, der geringe Haftungspuffer (Eigenkapital) führt in einer solchen Situation zwangsläufig zur einseitigen Risikobelastung des Fremdkapitalgebers. Zum anderen ist aus sicherungspolitischer Sicht bedeutsam, daß die Regel mehr oder weniger stillschweigend die Liquidation der Aktivwerte in Höhe der Hälfte der bilanzierten Buchwerte unterstellt und mithin davon ausgeht, daß sämtliche Verbindlichkeiten der Gläubiger aus den Aktivwerten gedeckt werden können.

Diese Annahme kann sich allerdings als falsch erweisen, wenn die Veräußerungserlöse unter der 50-%-Grenze liegen und die Schuldabdeckung aus den Liquidationswerten nur unvollständig möglich ist.

In der Praxis kommt die alte Fassung der vertikalen Strukturregel selten zur Anwendung: Zumeist entsprechen die Finanzierungsverhältnisse der Unternehmen der 1:1-Fassung nicht. Dies hat zur Aufweichung des Ansatzes geführt, so daß in Abhängigkeit von Branchengepflogenheiten heutzutage Eigenkapitalquoten zwischen 20 % und 40 % (2:8, 2:3) als ausreichend eingestuft werden.

Die *Anlagendeckung I und II* bilden auf der Kennzahlenebene den Fristenkongruenzsatz ab. Aus beiden Analysegrößen kann entnommen werden, ob die goldene Bilanzregel in enger und weiter Fassung (s. o.) eingehalten wurde. Zur Erfüllung der Vorgaben müssen Werte von mindestens 100 % erreicht werden.

Das *Working Capital* läßt ebenfalls eine Überprüfung des Fristenkongruenzgrundsatzes zu (s. o.). Grundsätzlich bedeutet im Zeitver-

gleich eine Erhöhung des Working Capitals eine Zunahme der langfristigen Finanzierungsmittel und eine Abnahme eine Vermehrung der kurzfristigen Finanzierungsmittel.

Die *Rentabilität* des Unternehmens wird üblicherweise mit Hilfe verschiedener Rentabilitätskennziffern gemessen. Hinter den Rentabilitätskennziffern verbergen sich *relative Erfolgsgrößen*, die durch Inbeziehungsetzung einer Ergebnisgröße zu einer Basisgröße errechnet werden.

Die *Umsatzrentabilität* stellt die Beziehung zwischen dem erzielten Erfolg (Jahresüberschuß) und dem realisierten Umsatzvolumen her und deutet an, wieviel Pfennig Gewinn bei jeder DM Umsatz erzielt werden konnte.

Bei der *Eigenkapital- und Gesamtkapitalrentabilität* wird dagegen die *Verzinsung des eingesetzten Kapitals* ermittelt. Die kapitalbezogenen Rentabilitätsziffern setzen eine Stromgröße zu einer Bestandsgröße in Beziehung (anders bei der Umsatzrentabilität: Zwei Stromgrößen werden in Beziehung gesetzt.). Die Bestandsgröße berücksichtigt einmal *nur* das Eigenkapital und zum anderen das gesamte Kapital des Unternehmens. Das Gesamtkapital als Bestandsgröße läßt die *Einflüsse der Kapitalstruktur* (Verhältnis von Eigenkapital und Fremdkapital) auf die Höhe der Rentabilitätskennziffer *untergehen*, sofern der Jahresüberschuß als korrespondierende Stromgröße um die gezahlten Fremdkapitalzinsen (Finanzierungskosten) erhöht wird. Bei einem solchen Vorgehen erhält man eine Rentabilitätszahl (Gesamtkapitalrentabilität), die die Verzinsung des eingesetzten Kapitals bei vollständiger Eigenfinanzierung angibt (= 100 % Eigenkapitaleinsatz). Diese Kennziffer eignet sich besonders gut für Betriebsvergleiche, da der Erfolg unabhängig von der Kapitalstruktur der Unternehmung gemessen wird.

Die *Eigenkapitalrentabilität* berücksichtigt im Gegensatz zur Gesamtkapitalrentabilität explizit die Einflüsse der Kapitalstruktur. Sie ist bei konstantem Jahresüberschuß um so höher, je geringer die Eigenkapitalquote ist. Dementsprechend sinkt die Eigenkapitalrentabilität, je größer der Eigenkapitaleinsatz und damit die Eigenkapitalquote wird. Für Betriebsvergleiche kann diese Kennzahl nicht verwendet werden. Die Eigenkapitalrentabilität spiegelt die Verzinsung des den Anteilseignern zurechenbaren Kapitals wider. Sie liefert

also nur Aussagen für die Eigenkapitalgeber des jeweiligen Unternehmens.

Zwischen der Gesamtkapitalrentabilität und der Eigenkapitalrentabilität bestehen erhebliche *Wechselwirkungen*. So läßt sich die Eigenkapitalrentabilität steigern, wenn der Zinssatz für Fremdkapital unter der Rentabilität des Gesamtkapitals liegt. In einer solchen Situation erscheint es sogar sinnvoll, den Eigenkapitaleinsatz durch einen entsprechenden Fremdkapitaleinsatz zu kompensieren (= *Leverage-Effekt*). Die umgekehrte Wirkung tritt jedoch ein, wenn der Fremdkapitalzins über der Gesamtkapitalrentabilität liegt. Dies kann mit steigenden Zinssätzen oder mit abnehmenden Überschüssen (und entsprechend abnehmenden Rentabilitäten) zusammenhängen. Da sich auf Dauer sowohl die Zinssätze für Fremdkapital<sup>1</sup> als auch die Erfolgsfähigkeit nicht zuverlässig schätzen lassen, wäre es abwegig, die Zusammensetzung der Kapitalstruktur (Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital) an dem in der Zukunft möglicherweise erzielbaren Leverage-Effekt auszurichten.

Die *Finanzierungskraft* des Unternehmens schlägt sich in zwei absoluten Kennziffern, dem *betriebsbedingten und dem totalen Cash-flow*, nieder. Der betriebsbedingte Cash-flow verkörpert die Innenfinanzierungskraft des Unternehmens, während der totale Cash-flow sowohl die Innen- als auch die Außenfinanzierung erfaßt. Die relevanten Ausführungen finden sich im Kapitel IV.

Alle absoluten und relativen Kennzahlen können nur dann aussagefähige Hinweise liefern, wenn sie in einen *Kennzahlenvergleich* einbezogen werden. In der Praxis ist der Vergleich mit *Branchendurchschnittswerten* (= Betriebsvergleichsdaten), wie er bei der Rentabilitätsanalyse angesprochen wurde, üblich. Hinzu kommt der obligatorische *Zeitvergleich*, bei dem in periodischer Abfolge ermittelte Kennzahlen einer Unternehmung miteinander verglichen werden. Der Zeitvergleich läßt Trends deutlich sichtbar werden – er umfaßt normalerweise einen Zeitraum von drei Jahren, gelegentlich auch nur von zwei Jahren.

Die Kennzahlenanalyse führt zu einer zahlenmäßigen Erfassung der betreffenden Unternehmung. Zuverlässige Aussagen sind jedoch

<sup>1</sup> Sofern flexible Zinssätze vereinbart wurden.



erst dann möglich, wenn die Kennzahlen »qualitativ fundiert« werden und die Frage nach ihrem Zustandekommen aufgeworfen wird. Die Kennzahlenanalyse mündet also sachlogisch in eine »Analyse der Ursachen« (qualitative Kreditwürdigkeitsprüfung) ein.

Eine entscheidende Relevanz für die Ursachenforschung hat das *Leistungsprogramm*. Es wird häufig auch als dritte Säule der Kreditwürdigkeit beschrieben (Zellweger 1987: 33 ff.). Jedoch ist die Bewertung des Leistungsprogramms schwierig, da dem Analytiker häufig die Branchenkenntnis fehlt. Dennoch müssen hierzu Aussagen vorgelegt werden.

Zunächst ist das Leistungsprogramm mit allen seinen *Komponenten* zu beschreiben, sodann ist die *Marktsituation* für das Leistungsprogramm auszumachen. Welche *Kunden(ziel-)gruppe* wird von dem Programm angesprochen, wie groß ist sie, und über welche Zusammensetzung verfügt sie? Begründet die Kundengruppe u. U. *Abhängigkeiten*, indem sich das Leistungsprogramm auf wenige Großabnehmer konzentriert, die mit ihrem Nachfrageverhalten das Unternehmen majorisieren können? Sollte dies der Fall sein, sinkt die wirtschaftliche Kreditwürdigkeit, selbst dann, wenn die Kennzahlenanalyse positive Werte liefert. Dies gilt gleichermaßen, wenn die Kundenstruktur zwar diversifiziert ist, aber erhebliche Abhängigkeiten auf der Bezugsseite durch Großlieferanten bestehen.

Anschließend ist der Blick auf die *Konkurrenz* zu richten. Wie groß ist ihre Zahl, und über welche Position verfügt sie auf dem relevanten Teilmarkt, welche Unterschiede existieren zwischen dem Leistungsprogramm der Konkurrenz und dem Programm des betrachteten Unternehmens? Eine geeignete Methode, um den Konkurrenzvergleich durchzuführen und die Stellung des Unternehmens am Markt zu beurteilen, stellt die *Portfolio-Analyse* dar (s. Kreikebaum in diesem Band).

Die Kunden- und Konkurrenzanalyse muß um *marketingpolitische* Gesichtspunkte erweitert werden. Eine große Rolle kann hier die jeweilige Konditionen-, Kommunikations- und Distributionspolitik der Marktteilnehmer spielen<sup>1</sup>. Die Gewichtung hängt jedoch

<sup>1</sup> Die Produktpolitik wurde nicht erwähnt, sie ist bereits Teil des Leistungsprogramms.

von der Branche ab; so kommt z. B. der Distributionspolitik im haushaltsnahen Handels- und Dienstleistungssektor selbstverständlich eine große Bedeutung zu. Sie äußert sich in der Suche nach einem geeigneten Standort. Die wirtschaftliche Kreditwürdigkeitsprüfung berücksichtigt diesen Aspekt, indem sie *die Lage* eines Unternehmens als wesentliches Beurteilungskriterium mit aufnimmt.

Die relevanten absatzpolitischen Beurteilungskriterien der Kreditwürdigkeitsprüfung sollen hier in ihrer Fülle nicht dargestellt werden, der Hinweis, daß sie in Anlehnung an den Gegenstand des Unternehmens branchenspezifisch herauszufiltern sind, mag vorerst genügen.

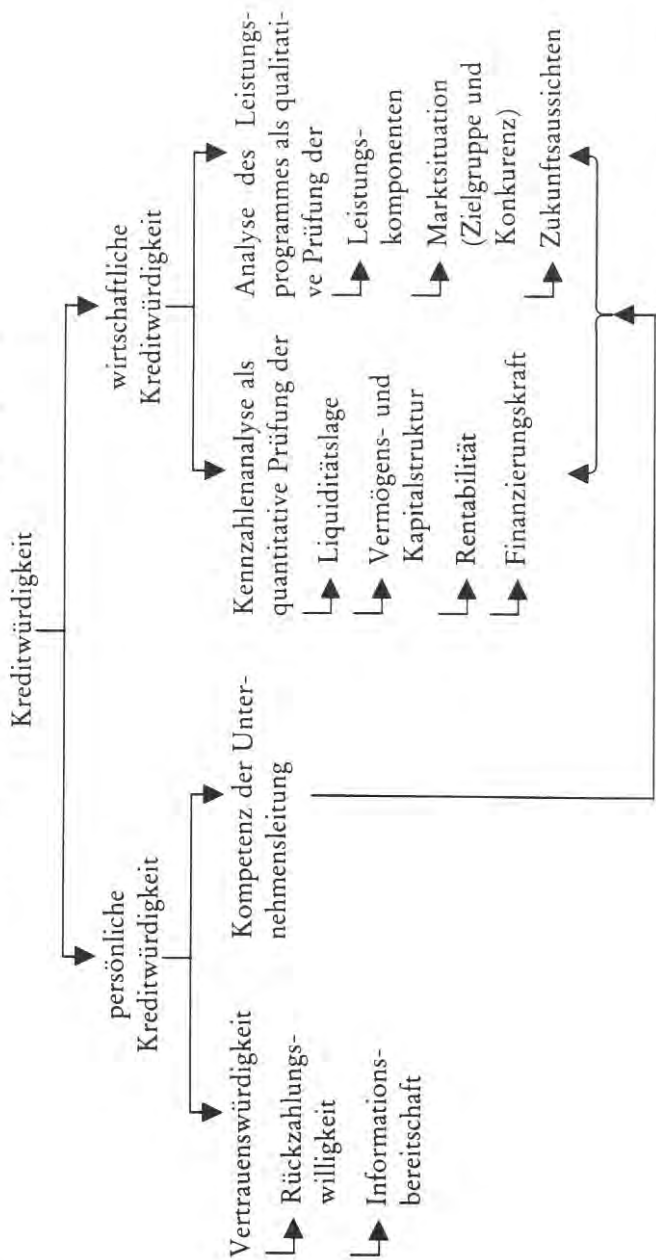
Der wirtschaftliche Teil der Kreditwürdigkeitsprüfung schließt mit einer Analyse der *Zukunftssituation* ab. Es ist zu prüfen, welche Marktchancen das Leistungsprogramm und die jeweilige Branche in den nächsten Jahren haben. Von Interesse ist die allgemeine konjunkturelle Entwicklung, das Verhalten der Konkurrenz, das technologische Innovationspotential, das Ausmaß der zukünftigen Nachfrage sowie Substitutionstendenzen.

Um die notwendigen Informationen sowohl für die angesprochene Zukunftsanalyse als auch für die Analyse des gesamten Leistungsprogramms – also für den qualitativen Teil der Kreditwürdigkeitsprüfung – zu erhalten, kann u. a. auf Informationen des Unternehmens<sup>1</sup>, auf technische Studien, auf (bank-)interne Daten des Kapitalgebers, auf Konjunkturstudien der Wirtschaftsforschungsinstitute, auf Branchenberichte, auf Betriebsvergleichsstudien, auf Berichte der Fachpresse usw. zurückgegriffen werden.

Der gesamte Komplex der Kreditwürdigkeit und Kreditwürdigkeitsprüfung wird im Schaubild 3 zusammenfassend dargestellt.

<sup>1</sup> Diese werden zumeist im Rahmen von Bankgesprächen gesammelt.

Schaubild 3: Kreditwürdigkeit und Kreditwürdigkeitsprüfung



beeinflusst die Qualität des Leistungsprogrammes und nachfolgend die finanziellen Verhältnisse

# Kapitel III: Kapitalbedarf und Finanzierung

## 1. Kapitalbedarfsermittlung

Der Kapitalbedarf resultiert aus einer zeitlichen und betragsmäßigen Differenz zwischen Einzahlungen und Auszahlungen. Die Einzahlungen laufen im Rahmen des Leistungserstellungsprozesses gewöhnlicherweise den Auszahlungen hinterher; zunächst müssen Auszahlungen zum Erwerb der betriebsnotwendigen Aktiva getätigt werden; erst später werden aus den mit den Aktiva erstellten Produkten und Dienstleistungen (= Umwandlungsprozeß) Einzahlungen.

Beim Kapitalbedarf bietet sich eine Trennung zwischen dem Kapitalbedarf zur Herstellung der Betriebsbereitschaft und dem Kapitalbedarf zur Durchführung der Betriebsprozesse an. Mit der ersten Kategorie ist der *einmalige*, mit außergewöhnlichen Zügen versehene Kapitalbedarf des *Anlagevermögens* gemeint, die zweite Kategorie umfaßt den *laufenden* Basiskapitalbedarf für das *Umlaufvermögen*.

Der Kapitalbedarf für das Anlagevermögen wird durch die Aufstellung eines *Investitionsbudgets* ermittelt<sup>1</sup>. Es enthält sämtliche, bei der Gründung oder bei der Unternehmenserweiterung zu erwerbende Investitionsobjekte. Sie wurden zuvor auf der Grundlage einer Investitionsrechnung (s. Eilenberger in diesem Band) auf ihre Vorteilhaftigkeit geprüft und entsprechend ausgewählt. Alle Investitionsobjekte sind im Investitionsbudget mit ihrem Anschaffungsbeitrag und dem jeweiligen Zahlungstermin anzugeben. Zusätzlich ist eine Differenzierung nach Brutto- und Nettowert – mit und ohne Mehrwertsteuerzahlbetrag (genauer: Vorsteuerzahlbetrag) – vorzunehmen. In der Praxis wird das Investitionsbudget bei Existenzgründungen gelegentlich um eine Position des Umlaufvermögens – das 1. Warenlager – ergänzt. Dieses Vorgehen durchbricht die geläufige

<sup>1</sup> Der Ansatz ist gleichzusetzen mit der »statistischen Methode« zur Errechnung des Kapitaleinsatzes.

finanzwirtschaftliche Systematik. Jedoch wird damit deutlich gemacht, daß es sich beim ersten Warenlager (das ebenfalls in die Bemessungsgrundlage für öffentliche Finanzierungshilfe hineinfällt) um eine typische *einmalige* Komponente des Kapitalbedarfs handelt. Der laufende Kapitalbedarf des Umlaufvermögens ist wesentlich schwieriger zu ermitteln. Zu diesem Zweck ist ein kurz- bis mittelfristiger Liquiditäts- bzw. Finanzplan (s. Kapitel II, Punkt 2.) aufzustellen<sup>1</sup>. Er enthält sämtliche Ein- und Auszahlungsströme einer Periode und vergleicht die zwischen diesen Zahlungswerten existierenden Unterdeckungen (Unterliquidität) und Überdeckungen (Überliquidität). Die Unterdeckungen mit ihrem höchsten Wert in einer Planungsperiode umfassen den gesamten Kapitalbedarf für das Umlaufvermögen. Hierauf muß das Unternehmen eingestellt sein und entsprechende Finanzierungsmaßnahmen zum Zweck der Wahrung seiner Zahlungsfähigkeit einleiten.

Bei der Aufstellung des Liquiditäts- und Finanzplans ist es in den meisten Fällen zunächst erforderlich, andere betriebliche Teilpläne zu entwerfen. Der wichtigste davon ist der schon erwähnte (mengenmäßige) Absatzplan. Aus ihm werden der Produktions- und der Beschaffungsplan abgeleitet. Alle drei Mengenpläne stellen die Basis für den wertmäßigen Einnahmen- und Ausgabenplan dar. Durch die Abschätzung der Liquiditätswirkung der Einnahmen und Ausgaben wird in der letzten Planstufe der Schritt zur Liquiditäts- und Finanzplanung vollzogen.

Die so vorgestellte *integrierte Finanzplanung* umfaßt nur die Stromgrößen der Erfolgsrechnung. Zusätzlich sind die Veränderungen der Bestandsgrößen der Bilanz – soweit sie mit einer Zahlungswirkung verknüpft sind – einzubeziehen (z. B. Tilgungszahlungen, s. Kapitel II, Punkt 2.).

Die gesamte Liquiditäts- und Finanzplanung macht nur einen Sinn, wenn für sie, wie bei der allgemeinen Liquiditätsdefinition schon angedeutet, der Grundsatz der *Betrags- und Termingenauigkeit* gilt. Nur unter diesen Voraussetzungen ist die Planung einigermaßen zuverlässig und aussagefähig.

<sup>1</sup> Hierbei handelt es sich um die »dynamische Methode« zur Kapitalbedarfsermittlung.

Aus dem Kapitalbedarf für das Anlage- und Umlaufvermögen resultiert schließlich der *Gesamtkapitalbedarf*. Anhand des folgenden Beispiels soll die Kapitalbedarfsermittlung noch einmal nachvollzogen werden.

### Investitionsbudget

Aus- und Umbaukosten (netto) . . . . .	420,0 TDM	
Betriebs- und Geschäftsausstattung (mit den jeweiligen Einzelpositionen) (netto) .	260,0 TDM	
Fuhrpark (netto) . . . . .	45,0 TDM	725,0 TDM
		<hr/>
zuzgl. 15 % Mehrwertsteuer (gerundet)		109,0 TDM
		<hr/>
Insgesamt		834,0 TDM
		<hr/> <hr/>

Der Kapitalbedarf für das Umlaufvermögen wird aus dem Liquiditätsplan entnommen. Die höchste Unterdeckung beträgt laut Plan 390.550 DM (= 1. Planmonat).

Der Gesamtkapitalbedarf beträgt:

Kapitalbedarf Anlagevermögen . . . . .		725,0 TDM
Kapitalbedarf Umlaufvermögen		
– Mehrwertsteuerzahlbetrag. . . . .	109,0 TDM	
– Spitzenunterdeckung Liquiditätsplan, aufgerundet . . . . .	391,0 TDM	500,0 TDM
		<hr/>
Gesamter Kapitalbedarf		1 225,0 TDM
		<hr/> <hr/>

Der Mehrwertsteuerzahlbetrag<sup>1</sup> wird im Rahmen der Umsatzsteueranmeldung als Vorsteuer deklariert und führt zu einem Erstattungsanspruch gegenüber dem Finanzamt. Zumeist begleicht das Finanzamt diese Forderung, soweit kein Verrechnungsanspruch aus einer Umsatzsteuerzahllast besteht, nicht sofort, sondern erst einige Monate später – dies verlangt besondere Finanzierungsmaßnahmen (vor allem bei umfangreicheren Investitionsvorhaben), auf die weiter unten eingegangen wird.

<sup>1</sup> Nicht zu verwechseln mit: »Umsatzsteuerzahllast«.

## 2. Außenfinanzierung

Zur Finanzierung des Kapitalbedarfs stehen dem Unternehmen Außen- und Innenfinanzierungsquellen zur Verfügung, die in ihren grundsätzlichen Wesenszügen unter Punkt 4 des Einleitungskapitels bereits erörtert wurden. Hier erfolgt nunmehr eine Konkretisierung.

### 2.1 Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung

Die Außenfinanzierung in Gestalt der *Eigenfinanzierung* realisiert sich über die *Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung*. Sie setzt bei den Eigentümern der Unternehmung an und ist abhängig von deren finanzieller Leistungsfähigkeit. Im allgemeinen ist diese Kapitalquelle nicht sehr ergiebig; die privaten Mittel zur Kapitalerhöhung (= Einlage, Beteiligung) sind in vielen Fällen nicht vorhanden. Die Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung wird daher oft als Last empfunden. Vor allem Eigentümer mittelständischer Unternehmen und Existenzgründer klagen über die vorzugsweise vom Fremdkapitalgeber vorgetragene Forderung, einen Teil des Kapitalbedarfs mit Einlagen- und Beteiligungsmitteln abzudecken.

Die Ursachen sind vielfältig. Oft läßt aber die Ertragsfähigkeit kleiner und mittlerer Unternehmen nur einen geringen Spielraum für Entnahmen und Ausschüttungen zu. Die Folge ist, daß Eigentümer – besonders dann, wenn sie aktiv mitarbeiten – kaum im nennenswerten Umfang Privatvermögen bilden und für spätere Einlagen verwenden können. Nicht anders verhält es sich bei einer Großzahl von Existenzgründern. Die Möglichkeiten zur Ersparnisbildung aus Einkommen, die vor der Gründung erzielt wurden, sind auch hier äußerst bescheiden (Kück 1990: 25).

Außer diesen grundsätzlichen Problemen ist der Umfang der Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung von der spezifischen *Rechtsform* der Unternehmung abhängig. Entsprechend der Rechtsform können bestimmte *Mindestausstattungen* mit Einlagen und Beteiligungskapital notwendig werden. Ebenso werden unterschiedliche Anforderungen an die *Haftung* der Eigentümer gestellt. Um die Besonderheiten herauszuarbeiten, ist die Kenntnis der einschlägigen Rechtsvorschriften erforderlich.

Für die Rechtsform der *Einzelunternehmung* gilt zunächst, daß per Gesetz keine Mindestkapitalausstattung vorgeschrieben ist. Der Unternehmer kann das Eigenkapital entsprechend der betrieblichen und privaten Situation zuführen oder vermindern (variables Kapital); darüber hinaus haftet der Unternehmer mit seinem gesamten Privatvermögen für die Verbindlichkeiten des Betriebes, die Haftung geht also über seine geleisteten Einlagen hinaus.

Eine Verbreiterung der Basis zur Beteiligungsfinanzierung wird durch die Etablierung von *Personengesellschaften* erreicht. Ihre Wirkung ist jedoch (s. o.) von der finanziellen Leistungsfähigkeit der Beteiligungsgeber abhängig. Eine erste Form der Personengesellschaft stellt die *Gesellschaft bürgerlichen Rechts* dar. Sie verkörpert eine Vereinigung von Personen zur Förderung eines gemeinsamen wirtschaftlichen Zweckes (§§ 705-740 BGB). Die Höhe der Eigenkapitalausstattung ist rechtlich nicht vorgeschrieben. Sie richtet sich nach den Anforderungen des Unternehmens und der Kapitalkraft der Gesellschafter. Die Haftung bezieht sich – wie bei der Einzelunternehmung – neben der Einlage auf das gesamte Privatvermögen der Anteilseigner. Sie können ihren Kapitalanteil durch Entnahmen oder Zuführungen variabel gestalten.

Die *offene Handelsgesellschaft* ist aus der Perspektive der Beteiligungsfinanzierung mit der Gesellschaft bürgerlichen Rechts gleichzusetzen. Jedoch verkörpert sie den Betrieb eines »*Handelsgewerbes unter gemeinschaftlicher Firma*«; die einschlägigen Rechtsvorschriften finden sich in den §§ 105 ff. HGB. Alle Gesellschaftern unbeschränkt, also mit ihrem Privatvermögen. Die Gesellschafterkonten sind in ihrer Höhe nicht fixiert; § 122 HGB garantiert dem Eigner in der Regel eine Entnahme vom Jahresgewinn in Höhe von 4 % auf den im vorausgegangenen Geschäftsjahr festgestellten Kapitalanteil. Einlagen können im beliebigen Umfang – sofern entsprechende Gesellschafterbeschlüsse vorliegen – eingebracht werden. Die offene Handelsgesellschaft arbeitet analog zur Gesellschaft bürgerlichen Rechts und der Einzelunternehmung mit variablem Beteiligungskapital.

Bei der *Kommanditgesellschaft* (KG) existiert neben dem variablen Beteiligungskapital noch eine zusätzliche Form des festen Beteiligungskapitals. Diese Erweiterung ist auf zwei unterschiedliche



Gesellschaftergruppen im Unternehmen – den *Komplementären* und *Kommanditisten* – zurückzuführen. Während die Komplementäre durch Einlagen und Entnahmen ihr Komplementärkapital variieren, steht Kommanditisten dieser Weg nicht offen. Die Erhöhung oder Verminderung ihres Kommanditkapitals bedarf grundsätzlich einer Änderung des Gesellschaftervertrages und – sofern die Kommanditgesellschaft den Vollkaufmannstatus besitzt – einer Eintragung in das Handelsregister (festes Kapital).

Komplementäre verfügen über den gleichen Rechtsstatus wie die Gesellschafter der offenen Handelsgesellschaft, sie haften unbeschränkt, unmittelbar und solidarisch für die gesamten Verbindlichkeiten der Gesellschaft. Die Haftung der Kommanditisten ist dagegen auf die Einlage beschränkt (§ 171 HGB): Sie brauchen nicht mit ihrem Privatvermögen für die Schulden der Gesellschaft einzustehen. Durch diese Differenzierung werden prinzipiell die Möglichkeiten zur Kapitalbeschaffung für Personengesellschaften verbessert. Es können nunmehr potentielle Kapitalgeber angesprochen werden, die zwar Interesse an einer Beteiligung zeigen, aber nicht bereit sind, ein unbeschränktes Risiko zu übernehmen.

Noch vollendeter findet sich dieses Prinzip bei den *Kapitalgesellschaften*, der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) und der Aktiengesellschaft (AG). Die *Haftung* ist bei beiden Rechtsformen, von einigen Besonderheiten abgesehen, auf die *Einlage beschränkt*. Ebenso arbeiten beide Gesellschaften mit einem fest vereinbarten Stamm- bzw. Grundkapital. Dennoch gibt es in finanzwirtschaftlicher Hinsicht einige Besonderheiten.

Die *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*<sup>1</sup> muß über ein *Mindeststammkapital* von 50 000 DM verfügen, wobei in der Regel ein Viertel der Einlagen einzuzahlen ist. Von diesem Grundsatz wird abgewichen, sofern die Gesellschaft nur ein Nominalkapital ausweist, das dem Mindeststammkapital entspricht: In diesem Fall sind 50 % der Anteile (25 000 DM) in bar oder in Sachwerten zu erbringen. Eine weitere Ausnahme gilt für *Eimpersonen-Gesellschaften*; ihr Gesellschafter hat von Anfang an das volle Mindeststammkapital aufzubringen.

<sup>1</sup> Einschlägige Rechtsvorschriften finden sich im »Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung« (GmbHG).

Obwohl die GmbH die Haftungsbeschränkung für alle Gesellschafter verankert, wird diese in der Praxis durch individualvertragliche Vereinbarungen nicht selten aufgehoben. So verlangen die Banken von den aktiven und geschäftsführenden Gesellschaftern einer GmbH im allgemeinen die Übernahme einer selbstschuldnerischen Bürgschaft als persönliche Sicherung für zu gewährende Kredite. Ebenso sind Kunden und Lieferanten einer GmbH bei größeren Geschäftsabschlüssen bestrebt, die Folgen des Haftungsausschlusses durch Sicherungsforderungen – die je nach Branche etwas unterschiedlich gelagert sein können – kalkulierbar zu machen (Hinterlegung von Kautionen und Bankbürgschaften, Anzahlungen etc.). Die GmbH nähert sich durch diese Schutzmaßnahmen haftungsrechtlich der KG und der OHG (wieder) an. Gleichzeitig verliert sie ihre beteiligungspolitische Attraktivität. In der Praxis ist es daher auch so, daß die GmbH, ähnlich wie die Personengesellschaft und die Einzelunternehmung, bei der Beteiligungsfinanzierung auf die bisherigen, zumeist aktiven Gesellschafter angewiesen ist. Aus den diesem Personenkreis zur Verfügung stehenden Mitteln wird das Eigenkapital erhöht.

Auch eine Verbesserung der Fungibilität der GmbH-Anteile – wie von einigen Fachvertretern gefordert (vgl. Wossidlo 1990: 35 f., Ruda 1985: 362) – wird vermutlich an diesem Tatbestand nicht viel ändern. Der Anlegerschutz im GmbHG greift nämlich viel zu kurz, um breite Anlegerschichten für diese Rechtsform zu erschließen.

Die *Aktiengesellschaft* (AG) stellt die *volle Fungibilität* (Verkehrsfähigkeit) ihrer Anteile (Aktien) her und koppelt diese mit einem weitgehenden strengen Anlegerschutz<sup>1</sup>, vor allem, wenn sie zum Typ der »börsengängigen AG« gehört. Hier sind die Anteile (Aktien) *jederzeit kauf- und veräußerbar*. Damit ist die AG gegenüber allen anderen Rechtsformen im Vorteil. Benötigt z. B. ein Aktionär liquide Mittel oder schätzt er das Risiko der Beteiligung zu hoch ein, kann er ohne Kündigung ausscheiden und die Aktie veräußern. Das Kapital der AG ändert sich dadurch nicht, es bleibt von dieser

<sup>1</sup> Der Anlegerschutz konkretisiert sich bei börsengängigen AGs primär in einem selektierenden Zulassungsverfahren. Es werden nur solche Gesellschaften berücksichtigt, die über eine nachgewiesene Bonität verfügen.

Transaktion unberührt. Die Aktiengesellschaft weist damit ein festes *und* unkündbares Eigenkapital auf. Das Eigenkapital (Grundkapital) muß im Einzelfall einen Mindestnennbetrag in Höhe von 100 000 DM (pro Aktie 50,- DM) ausweisen (§§ 7, 8 AktG). Wird eine Börsenzulassung angestrebt, ist dieser Betrag nicht ausreichend. Die Höhe des Mindestnennbetrages richtet sich dann nach dem Gegenstand des Unternehmens, seiner Ertragsfähigkeit, der Größe und Bedeutung des Börsenplatzes etc.

Die Aktiengesellschaft ist diejenige Rechtsform, mit der am einfachsten *große Kapitalmengen* aufgrund der hohen Fungibilität ihrer Anteile und des bestehenden Anlegerschutzes erschlossen werden können. Allerdings handelt es sich hierbei um ein sehr teures Instrumentarium. Jede Emission – vor allem die Neueinführung der AG an der Börse – verschlingt mehrere Millionen DM. Diese Aufwendungen sind für kleine Gesellschaften, die über keinen allzu hohen Kapitalbedarf verfügen, untragbar. Die AG kommt daher nur für größere Unternehmen mit umfangreicheren Finanznachfragepotentialen in Frage. Eine angemessene Verteilung der Beschaffungsaufwendungen (Emissionskosten) auf die aktivierten Finanzmittel ist somit gegeben.

Alle Unternehmen – gleich welcher Rechtsform – haben die Möglichkeit, zur Verbesserung ihrer Eigenkapitalbasis einen *stillen Gesellschafter* (§ 335 HGB) aufzunehmen. Der stille Gesellschafter haftet Dritten gegenüber nicht für Verbindlichkeiten der Gesellschaft; er ist Gläubiger. Im (stillen) Gesellschaftervertrag ist in der Regel eine Gewinnbeteiligung vereinbart – eine Verlustbeteiligung ist ebenfalls möglich, jedoch maximal bis zur Höhe der gezeichneten Einlage. Dem stillen Gesellschafter stehen die typischen Rechte eines Fremdkapitalgebers zu (s. Kapitel I, Punkt 4.). Ebenso verfügt er über ein obligatorisches Informationsrecht (Einsichtnahme in die Geschäftsbücher).

## 2.2 Kreditfinanzierung

Die Kreditfinanzierung stellt in vielen Bereichen die gängigste Form der externen Mittelbeschaffung dar. Die wichtigsten Kreditarten sollen im folgenden nach unterschiedlichen Kriterien klassifiziert werden. Zunächst lassen sich in Anlehnung an die *Fristigkeit* (s. Schaubild 1) *kurzfristige Kredite* einerseits und *mittel- bzw. langfristige Kredite* andererseits unterscheiden. Wird dieses Kriterium um die *Art der Kreditverträge* und damit um die Vertragspartner, die diesen Kredit schließen, erweitert, erhält man die grundsätzliche Trennung zwischen den *Handels-, Bank- und Privatkredit* sowie den *Kredit von Kapitalsammelstellen*. Als Sonderform für die emissionsfähige Unternehmung existiert schließlich noch die Anleihe.

Der *Handelskredit* ist zumeist kurzfristiger Art. Die gängigste Form stellt der *Lieferantenkredit* dar. Er kommt zustande, wenn das Unternehmen Lieferungen und Leistungen erhält, diese aber nicht sofort bezahlt (Auseinanderfallen von Ausgaben und Auszahlungen). Die Besonderheit des Lieferantenkredits liegt in seiner Auszahlungs- und Tilgungsform: Die Gewährung erfolgt in Sachen (Sachkredit), die Tilgung in Geld. Allerdings kann es sich beim Lieferantenkredit auch um ein reines Gelddarlehen handeln. In diesem Fall liegt ein »*Lieferantendarlehen*« vor, das zumeist mittel- und langfristiger Natur ist. Lieferantendarlehen haben den Zweck, das Unternehmen in die Lage zu versetzen, die Produkte des Lieferanten abnehmen, verarbeiten und verkaufen zu können. Diese Kreditart kommt vor allem in Branchen vor, deren Unternehmen mit einer geringen Kreditwürdigkeit ausgestattet sind. Der Lieferant leistet hier eine aktive Kredithilfe, die für ihn – wie beim Lieferantenkredit – im Prinzip eine absatzpolitische Maßnahme darstellt. Große Bedeutung hat das Lieferantendarlehen im Gaststättengewerbe. Die Brauerei als Lieferant stellt dem Unternehmen (Gastwirt) ein Darlehen zur Verfügung. Mit dem Darlehen beschafft sich dieser die notwendige Betriebs- und Geschäftsausstattung (u. a. eine »Zapfsäule«), um das Bier der Brauerei veräußern zu können. Das Lieferantendarlehen (nicht der Lieferantenkredit) ist immer mit Abhängigkeiten verbunden. Ein solcher Kredit ist nur erhältlich, wenn man feste Absatzbeziehungen (= langfristige Abnahmeverträge) eingeht.

Einen weiteren Handelskredit stellt der *Kunden- oder Abnehmerkredit* dar. Er entsteht vor allem bei größeren Auftragsproduktionen, wenn vertraglich An-, Voraus- und Teilzahlungen des Auftraggebers vereinbart wurden; üblich ist diese Kreditart im Baugewerbe. Zum Beispiel: 25 % bei Vertragsschluß, 25 % bei Abschluß des Bauabschnittes I, 25 % bei Abschluß des Bauabschnittes II, 25 % bei Vollendung des Bauwerkes. Weitere Branchen, die mit dem Kundenkredit arbeiten, sind der Maschinen- und Großanlagenbau, der Schiffs- und Flugzeugbau etc. Wie der Lieferantenkredit ist der Kundenkredit mit einer kurzfristigen, gelegentlich mittelfristigen Laufzeit ausgestattet. Die Auszahlung der Mittel erfolgt jedoch in Geld, während die Tilgung in Sachen (gelieferte Produkte und Leistungen) vorgenommen wird.

Kredite, die sowohl in *Geld ausgezahlt als auch in Geld getilgt* werden, sind im Bankenbereich üblich. Alle *kurz-, mittel- und langfristigen Bankkredite* erfüllen dieses Merkmal.

Die klassische Form des kurzfristigen Bankkredites stellt der *Kontokorrentkredit* dar. Er ist in der Praxis am weitesten verbreitet. Die Bereitstellung dieses Kredites erfolgt über ein Kontokorrentkonto, und zwar in Höhe eines bestimmten, vorher vereinbarten Limits (*Kontokorrentrahmen*). Durch laufende Zahlungsanweisungen (u. a. durch die Zustellung von Überweisungsaufträgen an die Bank) wird der Kredit in Anspruch genommen, durch laufende Zahlungseingänge (Gutschriften auf dem Konto) getilgt. Der Kontokorrentkredit paßt sich *flexibel* der betrieblichen Liquiditätssituation an; es können damit sehr schnell Zahlungsunterdeckungen ausgeglichen werden. Ein nicht ausgeschöpfter Kontokorrentrahmen stellt für das Unternehmen eine nicht aus der Bilanz und den Liquiditätskennzahlen ersichtliche *Liquiditätsreserve* dar, die zur beträchtlichen Erhöhung der finanziellen Stabilität beiträgt.

Der Kontokorrentkredit eignet sich als *Betriebsmittelkredit* (zur Finanzierung der kurzfristigen Aktiva), als *Überbrückungskredit* (zur Vorfinanzierung der langfristigen Aktiva), als *Saisonkredit* (zur Finanzierung von saisonbedingten Zahlungsunterdeckungen, z. B. im Einzelhandel) und als *Überziehungskredit*, wenn das Unternehmen ohne Absprache mit der Bank sein Limit überschreitet

und das Kreditinstitut die Zahlungsanweisung ausführt. Diese nicht mit der Bank vereinbarte Kreditausdehnung, die sie mehr oder weniger stillschweigend akzeptiert, hat einen Strafzinssatz in Form einer *Überziehungsprovision* zur Folge. Der ohnehin *teure* Kontokorrentkredit (= teuerste Kreditart im Bankensektor) wird dadurch noch kostspieliger.

Der Kontokorrentkredit ist zwar formal ein kurzfristiger Kredit (= Regellaufzeit 12 Monate). Durch permanente Prolongation erhält er jedoch einen *langfristigen Charakter*. Zur Wahrung des Liquiditätsspielraumes sollte der Kontokorrentkredit nur zur Finanzierung der kurzfristigen Aktiva, die über eine kurze Geldwerdungsdauer verfügen, eingesetzt werden. Bei der Verwendung dieser Mittel im mittel- oder langfristigen Vermögensbereich besteht die Gefahr, daß der Kontokorrentkredit aufgrund des Ausbleibens kontinuierlicher Zahlungseingänge »einfriert« und das Unternehmen seinen Liquiditätsspielraum verliert.

Der *Diskontkredit* als weitere Form des kurzfristigen Bankkredites kommt auf der Grundlage des *Ankaufs eines Wechsels* zustande. Typisch ist die folgende Situation: Die Unternehmung zieht auf ihre Schuldner (z. B. Kunde mit offener Rechnung) einen Wechsel (Tratte). Nimmt der Schuldner (beim Wechsel: der Bezogene) die Tratte an, entsteht ein Akzept. Das Unternehmen als Wechselaussteller kann dieses Akzept der Bank zur Diskontierung anbieten. Ist das Kreditinstitut mit dem Angebot einverstanden, kauft es also den Wechsel an, stellt es die Wechselsumme unter Abzug eines Diskontsatzes und sonstiger Gebühren dem Unternehmen *sofort* zur Verfügung. Die Laufzeit des Wechsels braucht bei der Diskontierung vom Unternehmer nicht abgewartet zu werden, er erhält sofort eine Einzahlung. Für die Tilgung des Diskontkredites ist der Bezogene verantwortlich; von ihm ist am Verfalltag (= im Wechsel genannt), die erforderliche Rückzahlung (Wechselsumme) zu leisten.

Die diskontierende Bank kann den gewährten (Diskont-)kredit individuell *refinanzieren*, indem sie den angekauften Wechsel an die Deutsche Bundesbank (genauer: an die zuständige Landeszentralbank) weiter veräußert. Dies ist jedoch nur möglich, wenn der Wechsel die Ankaufbedingungen der Deutschen Bank erfüllt (§ 19

BBankG)<sup>1</sup>: Es muß sich um einen *guten Handelswechsel*<sup>2</sup> mit mindestens drei als zahlungsfähig bekannten Verpflichteten handeln; die Laufzeit des Wechsels darf nicht mehr als 90 Tage betragen.

Die nach diesen Kriterien *rediskontfähigen* Wechsel kauft die Landeszentralbank nicht unbeschränkt, sondern nur im Rahmen des Rediskontkontingents, das für jede Bank individuell festgesetzt wird, an. Der Umfang des Rediskontkontingents richtet sich nach den geldpolitischen Maßnahmen der Bundesbank und der Bonität des jeweiligen Kreditinstituts (ihrer Eigenkapitalausstattung und Liquiditätssituation).

Die liquiditätspolitischen Vorteile, die mit der Refinanzierung verbunden sind, aber auch die *eingeschränkten Risiken* (Haftung aller im Wechsel genannten Personen<sup>3</sup>) führen dazu, daß der Diskontkredit *erhebliche Vorteile* für das Kreditinstitut hat – diese Vorteile gibt die Bank in Form günstiger Zinssätze weiter: Der Diskontkredit ist etwa 1,5 % billiger als die übrigen kurzfristigen (Buch) Kredite.

Die Zinsaufwendungen (Diskontsatz, Diskontprovision, Spesen, Auslagen) für einen Diskontkredit werden vom Unternehmen (bzw. Wechselverkäufer) üblicherweise den Bezogenen oder dem Indosanten, von dem der Wechsel erworben wurde, in Rechnung gestellt. Er trägt also die Kosten des Kreditgeschäftes.

Werden bei einem kurzfristigen Kredit zur Sicherung bewegliche Sachen oder Rechte (Faustpfänder, §§ 1205-1296 BGB) eingesetzt, dann liegt ein Lombardkredit vor. Im Prinzip handelt es sich hierbei um *keine* eigenständige Kreditart – nur die Form der Besicherung läßt Unterschiede zu anderen kurzfristigen Krediten sichtbar werden.

In der Praxis existiert der *echte* und der häufiger vorkommende *unechte* Lombardkredit. Die erste Variante verkörpert einen kurzfristigen Einzelkredit, der auf einen festen Betrag lautet und über genau fixierte Laufzeiten verfügt. Die zweite Variante ist identisch mit einem Kontokorrentkredit. Einzige Besonderheit: Sicherung durch Faustpfänder, wie Aktien, festverzinsliche Wertpapiere etc.

<sup>1</sup> Bundesbankgesetz

<sup>2</sup> Dem Wechsel muß ein Handelsgeschäft zugrunde liegen.

<sup>3</sup> Ist z. B. der Bezogene nicht in der Lage, am Verfallstag den Wechsel einzulösen, kann sich die Bank an den Aussteller halten.



Die Klassifizierung von *mittel- und langfristigen Bankkrediten* kann ebenfalls durch einen Rückgriff auf die gewährten Kreditsicherheiten vorgenommen werden. Hierbei entstehen zwei Grundformen: *Real- und Personalkredite*.

*Realkredite* sind durch *Grundpfandrechte* (Hypotheken und Grundschulden) an Immobilien gesicherte Darlehen, soweit die Pfandrechte den Anforderungen der §§ 11, 12 Hypothekendarlehensgesetz entsprechen. Nach den Rechtsvorschriften darf die *Beleihung 60 % des Grundstückwertes nicht übersteigen*. Ist dies der Fall, liegt ein *Hypotheken- oder Grundschulddarlehen* vor.

Langfristige Kredite, die diese Sicherungskriterien *nicht* erfüllen, gehören zu den *Personalkrediten*, d. h., es handelt sich um Kredite, deren Beleihungsgrenze *über 60 %* des Beleihungswertes liegt oder die überhaupt nicht durch Grundpfandrechte gesichert sind und ihre Gewährleistung über *andere Sicherungsgüter*, wie Bürgschaften, Sicherungsübereignung von Maschinen und Waren, Abtretung von Forderungen und sonstigen Rechten, vor allem aber über die *zukünftigen finanzwirtschaftlichen Überschüsse* (dynamische Kreditwürdigkeit), erfahren.

Personalkredite lassen sich anhand von *Fälligkeits- und Tilgungsmodalitäten* in Fest-, Raten- und Annuitätendarlehen unterscheiden.

Das *Festdarlehen* verfügt über eine fest vereinbarte Laufzeit (z. B. 5 Jahre) und wird nach Vertragsablauf in einem Betrag zurückgezahlt. Ein solches Darlehen eignet sich nur für relativ kleine Kreditbeträge mit nicht allzu langen Laufzeiten. Anderenfalls würde dieses Darlehen das Unternehmen mit einem hohen Liquiditätsaufwand belasten, da der Kreditbetrag über die Laufzeit hinweg, in relativ liquider Form zum Zwecke der termingerechten Tilgung angesammelt werden müßte.

Diese Problematik taucht bei *Ratendarlehen* nicht auf. Vielmehr wird dieses Darlehen in gleichmäßig hohen Beträgen – monatlich, vierteljährlich, halb- oder ganzjährlich –, getilgt. Die Höhe der Tilgung richtet sich nach dem verfügbaren Cash-flow (s. Kapitel IV). Das Darlehen kann über die Rückzahlungsmodalitäten sehr gut der betrieblichen Liquiditätssituation (Kapitalfreisetzung) angepaßt werden: Es »schont« – im Vergleich zum Festdarlehen – die Liquidität.



Dies gilt auch für das *Annuitätendarlehen*. Es zeichnet sich dadurch aus, daß während der gesamten Laufzeit die Annuität, die aus einer Tilgungs- und Zinskomponente zusammengesetzt ist, gleich hoch bleibt. Zunächst beanspruchen die Zinsanteile überwiegend die Annuität. Mit zunehmender Laufzeit ändert sich das Bild, und die Annuität umfaßt nunmehr größere Tilgungsanteile.

Langfristige Personalkredite haben als *Programmkredite der öffentlichen Hand* (vorwiegend die sogenannten ERP-Kredite) eine besondere Relevanz. Sie dienen wirtschaftspolitischen, ökologischen und regionalen Zielsetzungen und kommen in erster Linie kleinen und mittleren Unternehmen zugute. Die Kreditinstitute übernehmen hier nur *Durchleitungsfunktionen*; sie wickeln die Kredite für die öffentliche Hand ab und erhalten dafür ein Zinsentgelt, das in der Regel bei 1 % p.a. der Kreditvaluta liegt. Zum überwiegenden Teil sind die Kreditinstitute am Risiko dieser Kredite beteiligt, indem sie gegenüber den öffentlichen Hauptleihinstituten (z. B. Kreditanstalt für den Wiederaufbau) dafür das Obligo übernehmen. Normalerweise versuchen die Banken, dieses Risiko durch die Hereinnahme von Kreditsicherheiten – vorzugsweise durch die Bereitstellung einer Ausfallbürgschaft durch eine mittelständische *Bürgschaftsbank* – zu minimieren.

Ein weiteres Spezialdarlehen mit langfristigem Charakter stellt das *Schuldscheindarlehen* dar. Es wird im Gegensatz zu den öffentlichen Programmkrediten ausschließlich von Großunternehmen mit ausgewiesener Kreditwürdigkeit aufgenommen. Die Kreditbeträge schwanken zwischen 1 Mio. DM und 100 Mio. DM. Als Kapitalgeber treten oft Kapitalsammelstellen, wie Versicherungsunternehmen, Pensionskassen, Bausparkassen und Sozialversicherungsträger, auf, für die das Schuldscheindarlehen ein Instrument der Vermögensanlage ist. Sie vergeben dieses Darlehen (gemäß den Anlagevorschriften des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen) an Unternehmen, die *deckungsstockfähig* sind, d. h. die zur Sicherstellung erststellige Grundpfandrechte anbieten können und deren Bilanzstruktur und Ertragskraft bestimmte Mindestrelationen erfüllen (z. B. Fremdkapital zu Eigenkapital 2:1, verfügbarer Cash-flow muß ausreichend sein, um Kreditrückzahlungen in einer angemessenen Zeitspanne leisten zu können etc.). Unternehmen, die keine

Deckungsfähigkeit besitzen, haben die Möglichkeit, ihre Bonität mit Hilfe von Bürgschaften der öffentlichen Hand oder einer Bank aufzubessern.

Das Schuldscheindarlehen kann direkt – wie oben beschrieben – oder indirekt durch Zwischenschaltung einer Bank als Vermittler vergeben werden.

Neben der Fremdfinanzierung in Form langfristiger Bankdarlehen, öffentlicher Programmkredite und Schuldscheindarlehen steht *emissionsfähigen Unternehmen* zur Kapitalbeschaffung die Herausgabe von *Anleihen* zur Verfügung. Hinter einer Anleihe, auch als Schuldverschreibung oder Obligation bezeichnet, verbirgt sich ebenfalls ein langfristiges Darlehen, das Unternehmen über die Börse aufnehmen können. *Voraussetzung* ist also die *Börsenzulassung* des Unternehmens. Diese ist jedoch, wie bei der Emission der Aktien, nicht an eine bestimmte Rechtsform gebunden. Auch Gesellschaften mit beschränkter Haftung haben grundsätzlich die Möglichkeit, ihren Kapitalbedarf durch die Ausgabe einer Anleihe zu finanzieren. Sinnvoll erscheint dieser Weg jedoch aufgrund der hohen Beschaffungskosten nur, wenn ein großer Kapitalbedarf (von großen Unternehmen) gedeckt werden soll (Milliarden-Beträge).

Zur Gewährleistung der Unterbringung (Plazierung) der Anleihe wird ihr Gesamtbetrag in kleinere Teilbeträge gestückelt und in Form von Teilschuldverschreibungen in Beträgen von 100 DM, 500 DM, 1000 DM oder 10 000 DM verbrieft.

Die Anleihe ist im Prinzip ein *über die Börse vermittelter Privatkredit*, auch wenn sie in der Fachliteratur so nicht gekennzeichnet wird. Als klassische Privatkredite gelten vielmehr solche Darlehen von Privaten an Unternehmen, die ohne Einschaltung der Börse zustande kommen. Diese Kapitalquelle, die hier abschließend behandelt werden soll, wird vorzugsweise dann genutzt, wenn aufgrund einer *nicht ausreichenden Kreditwürdigkeit* Banken die Finanzierung ablehnen. Als Kapitalgeber kommen meistens *Verwandte und Freunde* des Unternehmensinhabers bzw. der Gesellschafter in Frage. Sie stellen Kredite – oft über kleinere Beträge und mit nicht allzu langen Laufzeiten – zur Verfügung. *Genossenschaften (neue)* und Selbsthilfegruppen im ökonomischen Bereich haben diese Finanzierungsquelle in der Vergangenheit aktiv

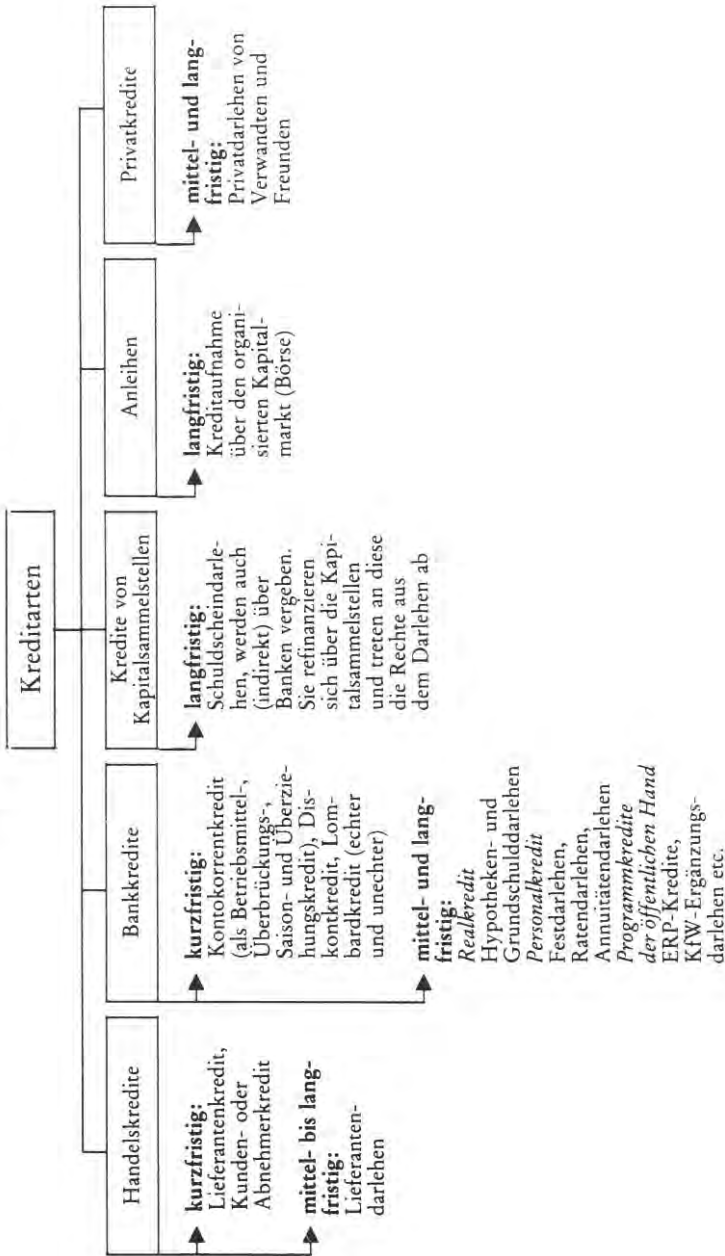
zu nutzen versucht. In einigen Großstädten entstanden zu diesem Zweck *Kreditvermittlungsgesellschaften*, die die Aufgabe der Herstellung von Kontakten zwischen Genossenschaften und privaten Kapitalgebern wahrnahmen und auf diesem Wege versuchten, Finanzierungsrestriktionen der Genossenschaften aufgrund von Akzeptanzproblemen bei institutionellen Kapitalgebern zu lösen.

### 3. Finanzierungsgepflogenheiten

Im Gegensatz zum oben erwähnten Privatkredit, der in der Praxis eher eine Ausnahmeerscheinung darstellt, dominiert bei der Kreditfinanzierung der Handels- und Bankkredit. Im kurzfristigen Bereich liegen – vor allem bei mittelständischen Unternehmen – der Lieferantenkredit und der Kontokorrentkredit an der Spitze, im Bereich der mittel- und langfristigen Kreditfinanzierung ist vorzugsweise das Raten- und Annuitätendarlehen (ggf. als Hypothekendarlehen) anzutreffen. Dies ist ein Resultat liquiditätspolitischer Überlegungen – beide Darlehen lassen sich hinsichtlich der Laufzeit- und Tilgungsmodalitäten problemlos mit Kapitalfreisetzungs- bzw. Geldwertungszeitpunkten der Aktiva abstimmen. Die Abstimmung sollte dabei nach *dynamischen* Grundsätzen erfolgen und sich an dem *verfügbaren Plan-cash-flow* orientieren (s. Kapitel IV). Eine *statische* Abstimmung unter Beachtung von *Fristenkongruenzüberlegungen* (goldene Bilanzregel) erscheint wenig sinnvoll. Sie hätte bei kürzeren, von der geschätzten Nutzungsdauer abweichenden Amortisationsfristen der Vermögensgüter eine (zukünftige) *Überliquidität* zur Folge, die außer den obligatorischen Rentabilitätseinbußen in der Praxis die Gefahr von *unüberlegten Kapitalbildungsmaßnahmen* (= Realisierung neuer Investitionsprojekte) in sich birgt. Dieses Phänomen zeigt sich primär bei Klein- und Mittelbetrieben, die über kein ausgereiftes Finanzmanagement verfügen.

Bei exakt im voraus zu fixierenden Kapitalfreisetzungsprozessen, die in den kurzfristigen Vermögensbereich hineinreichen, erscheint

Schaubild 4: Die wichtigsten Kreditarten



es zweckmäßig, hierauf abgestimmte Passivpositionen (= kurzfristige Kredite mit entsprechenden Laufzeiten) zu entwickeln. Bei großvolumigen Investitionsvorhaben im Anlagenbereich – so wie sie für eine Gründung oder eine große Kapazitätserweiterung charakteristisch sind – entsteht begleitend eine kurzfristige Aktivposition, die sich in einer (Vorsteuer-)Forderung gegenüber dem Finanzamt ausdrückt. Die Geldwerdung dieser Forderung vollzieht sich normalerweise innerhalb weniger Monate (= Erstattung durch das Finanzamt). Hier wäre, wie auch bei den übrigen kurzfristigen Aktivwerten angemessen, nach den *statischen Fristenkongruenzkriterien* zu verfahren und die kurzfristige Forderung mit einem kurzfristigen Festkredit (Laufzeit zwischen 2 und 6 Monaten) oder einem Kontokorrentkredit (Erweiterung der Linie und gleichzeitige Rücknahme im Zeitpunkt der Erstattungszahlung durch das Finanzamt) zu finanzieren.

In diesem Zusammenhang ist jedoch ein Hinweis unerlässlich: Das aus dem Fristenkongruenzgrundsatz abgeleitete Finanzierungskonzept sollte – so überraschend dies klingen mag – auf den *kurzfristig schwankenden Teil des Umlaufvermögens* (Working-capital) *beschränkt bleiben*. Die *mittel- und langfristig gebundenen Teile des Anlage- und Umlaufvermögens* sind dagegen hinsichtlich ihrer Finanzierungskonditionen – Laufzeit und Tilgung – von der Höhe des bereits erwähnten *verfügbaren (Plan-)Cash-flow* abhängig zu machen.

## Kapitel IV: Cash-flow

### 1. Der Begriff des Cash-flow

Vom Cash-flow war in den bisherigen Ausführungen schon mehrmals die Rede. Er stellt einen wichtigen finanzwirtschaftlichen Indikator dar, der sowohl über die *Herkunft und Verwendung der Finanzmittel* als auch über die Fähigkeit des Unternehmens zur *Durchführung von Investitionen*, zur Gewinnausschüttung und zur *Tilgung* aufgenommener Gelder berichtet.

Die Entstehung des Cash-flow geht auf Aussageschwächen des Jahresabschlusses (Bilanz) zurück. Dieser berichtet weitgehend unvollständig über die finanzielle Situation des Unternehmens. Bei der Erörterung der verschiedenen Liquiditätsgrade wurde schon auf dieses Dilemma hingewiesen. Hinzu kommt, daß das primäre Ziel des Jahresabschlusses die *Erfolgsermittlung* und damit die Gegenüberstellung von Erträgen und Aufwendungen ist. Im Vordergrund stehen also keine finanzwirtschaftlichen Größen, wie Ein- und Auszahlungen. Da normalerweise *Zahlungs- und Erfolgsgeschehen* in einer Periode *mehr oder weniger auseinanderfallen* – wie dies u. a. bei den Abschreibungen (= Aufwand, aber keine Auszahlungen) deutlich wird –, zeigt der Jahresabschluß und der ausgewiesene Jahresüberschuß keineswegs an, wieviel Finanzmittel als Überschuß erwirtschaftet wurden. Mit dem Cash-flow verschafft man sich nun diese im Abschluß nicht enthaltenen Informationen über die Finanzierungswirkung der Geschäftstätigkeit.

Der Begriff des Cash-flow (CF) stammt aus den USA. In der Umgangssprache bedeutet dieser Ausdruck soviel wie Geldstrom, Geldzufluß, Geldabfluß, Einzahlungsüberschuß oder Einzahlungsdefizit. Ein positiver Cash-flow wird als *Cash-inflow*, ein negativer Cash-flow als *cash-outflow* bezeichnet. All diese Umschreibungen des Cash-flow stellen nur allgemeine Erklärungen dar. Die Fachwissenschaftler sind sich keineswegs einig, was im einzelnen unter Cash-flow zu verstehen ist. In der Literatur existieren fast so viele Begriffsbestimmungen wie Autoren. Selbst in den USA gibt es bis heute keine einheitliche Definition.

Dies veranlaßte vor einigen Jahren das American Institute of Certified Public Accountants (= amerikanisches Wirtschaftsprüferinstitut) dazu, einen Forschungsauftrag zur einheitlichen Begriffsbestimmung des Cash-flow zu vergeben. Heraus kam folgende Definition: »Cash-flow ist der Reingewinn einer Periode abzüglich aller Erträge, die keine Bar-Einnahmen sind, zuzüglich aller Aufwendungen, die keine Bar-Ausgaben sind« (AICPA, zit. nach Hohenstein 1990: 32). Diese Definition ist relativ weitgehend, jedoch erfaßt sie nicht – wie unten noch gezeigt wird – sämtliche für die Cash-Betrachtung relevanten Zahlungsströme.

Eine sehr exakte Umschreibung kann für den Cash-flow gefunden werden, wenn zwischen dem betriebsbedingten Cash-flow und dem totalen Cash-flow unterschieden wird. Der *betriebsbedingte Cash-flow* stellt die vom Betrieb *selbst erarbeiteten Mittel* dar; er macht also Aussagen über die *Innenfinanzierungskraft* des Unternehmens. Der *totale Cash-flow* bezieht dagegen auch die *Außenfinanzierung* mit ein und berücksichtigt die *Herkunft und die Verwendung aller finanziellen Mittel* im Unternehmen, also auch die Gelder aus der Kreditaufnahme oder die Gelder zur Durchführung von Investitionen.

Die AICPA-Begriffsbestimmung läßt solche Bestandsveränderungen – der Aktiva und der Passiva – und die damit verbundenen Zahlungswirkungen außer Betracht. Mit dem totalen Cash-flow werden sie erfaßt und so Zahlungsvorgänge integriert, die an der reinen Gewinn- und Verlustrechnung vorbeilaufen und in keiner Weise von ihr beeinflußt werden.

Grundsätzlich darf Cash-flow nicht mit »Cash«, »Kasse« oder »Kassenhaltung« verwechselt werden. Die Mittel sind zum Rechenzeitpunkt nicht mehr »bar« vorhanden; sie wurden im Verlauf der Periode bereits verwendet. Der Cash-flow gibt sowohl die aus eigener Kraft erwirtschafteten Finanzmittel (Innenfinanzierung) als auch die von außen stammenden Finanzmittel (Außenfinanzierung) an, die für unterschiedliche Verwendungen, wie Investitionen, Schuldentilgung, Gewinnausschüttung, zur Verfügung gestanden haben.

## 2. Die Berechnung des Cash-flow

Zur Berechnung des betriebsbedingten Cash-flow eignet sich folgende indirekte Berechnungsmethode:

Jahresüberschuß

+ sämtliche auszahlungslosen Aufwendungen

- sämtliche einzahlungslosen Erträge

---

= betriebsbedingter Cash-flow

Die *auszahlungslosen Aufwendungen* umfassen Positionen der Gewinn- oder Verlustrechnung, die keine Zahlungswirkung in der jeweiligen Periode nach sich gezogen haben. Dies ist u. a. bei Abschreibungen, Zuführungen zu Wertberichtigungen, zu Rückstellungen etc. immer der Fall. Sie werden deshalb zum *Bilanzgewinn hinzugezogen*, weil sie die finanziellen Mittel, entgegen dem Ausweis in der G + V, *nicht* gemindert haben (= Aufwand, aber keine Auszahlung). Der umgekehrte Vorgang zeigt sich bei den *zahlungslosen Erträgen*. Sie erhöhen das Periodenergebnis, *ohne* daß es zu parallelen Einzahlungen kommt. Diese Situation tritt bei der Auflösung von Wertberichtigungen, Rückstellungen und aktivierten Eigenleistungen etc. ein (Ertrag, aber keine Einzahlung). Einzahlungslose Erträge müssen daher vom *Bilanzgewinn abgezogen* werden.

Die Ermittlung des Cash-flow anhand von Daten der Erfolgsrechnung ist jedoch nur korrekt, wenn es die Kombination »*Einzahlungen, die nicht zugleich Erträge, und Auszahlungen, die nicht zugleich Aufwendungen sind*«, *nicht* geben würde. Dahinter verbergen sich Veränderungen der Bestandspositionen in der Bilanz, die keine unmittelbare Wirkung auf die Erfolgsrechnung haben, aber für das Unternehmen mit zahlungsmäßigen Konsequenzen verbunden sind. Beispiele für solche Bestandsänderungen finden sich auf der Aktivseite der Bilanz bei den Vorräten und bei den Forderungen. Verringern sich diese, kommt es zu Bestandsveränderungen mit Einzahlungswirkung, erhöhen sich diese, verkleinern sich mithin die finanziellen Mittel im Betrieb, kommt es zu Bestandsveränderungen



mit einer entsprechenden Auszahlungswirkung. Auf der Passivseite der Bilanz ergeben sich vergleichbare Zahlungswirkungen: Eine Erhöhung der Eigen- und Fremdkapitalmittel führt zu Bestandsveränderungen mit Einzahlungswirkung, eine Rückführung dieser Mittel zu Bestandsveränderungen mit Auszahlungswirkung; letzten Endes verbirgt sich hinter dem gesamten Berechnungsschema nichts anderes als die typische Logik der Bewegungsbilanz<sup>1</sup>: Eine *Erhöhung der Passiva* und eine *Verringerung der Aktiva* stellt immer eine *Herkunft von Mitteln* und damit eine Einzahlung dar. Eine *Erhöhung der Aktiva* und eine *Verringerung der Passiva* ist dagegen immer gleichzusetzen mit einer *Verwendung von Mitteln*, sie führt zu einer entsprechenden Auszahlung.

Die Ermittlung des totalen Cash-flow kann mit Hilfe eines sehr einfachen Berechnungsschemas erfolgen:

$$\begin{array}{r}
 \text{Liquide Mittel Endbestand} \\
 - \text{liquide Mittel Anfangsbestand} \\
 \hline
 = \text{totaler Cash-flow}
 \end{array}$$

Der totale Cash-flow kann als einzige Größe zeigen, warum es bei der Erwirtschaftung von Jahresüberschüssen zu keiner parallelen Erhöhung der liquiden Mittel im Unternehmen kommen muß. Es ist also durchaus möglich, daß – wie das unten aufgeführte Beispiel zeigt – ein Unternehmen einerseits einen Jahresüberschuß und einen positiven betriebsbedingten Cash-flow erwirtschaftet, andererseits aber einen negativen totalen Cash-flow (= Rückgang der liquiden Mittel) ausweist.

Im vorliegenden Fall hängt dies mit einer Mittelverwendung (primär für den Erwerb von Grundstücken, Maschinen und Geschäftsausstattung) zusammen, die in Höhe des totalen Cash-flow **über** der Mittelherkunft liegt. Sichtbar wird an dieser Stelle auch, daß die einfache Berechnung des totalen Cash-flow nicht ausreicht. Vielmehr muß durch Aufstellung einer Bewegungsbilanz (i.w.S.: Kapitalflußrechnung) eine Analyse der Veränderungen erfolgen und danach gefragt werden, welche Bilanzpositionen im Verlauf der

<sup>1</sup> Siehe dazu auch Kapitel I, Punkt 1.

Periode liquide Mittel beansprucht und welche zur Freisetzung beitragen. Auf jeden Fall kann nur der totale Cash-flow eine Erklärung dafür liefern, warum die liquiden Mittel eines Unternehmens innerhalb einer Periode zu- oder abgenommen haben.

### Berechnungsbeispiel

#### Aktiva (in TDM)

		Vorjahr		Berichtsjahr	
<b>I.</b>	<b>Anlagevermögen</b>				
A.	Sachanlagevermögen				
	Grundstücke u. Gebäude	1 250		2 000	
	Maschinen u. maschin. Anlagen	2 000		3 000	
	Betriebs- u. Gesch.ausstattung	500	3 750	750	5 750
B.	Finanzanlagevermögen	<u>500</u>	500	<u>125</u>	125
<b>II.</b>	<b>Umlaufvermögen</b>				
A.	Vorräte				
	Roh-, Hilfs- u. Betriebsstoffe	500		625	
	Unfertige Erzeugnisse	125		200	
	Fertige Erzeugnisse	<u>250</u>	875	<u>425</u>	1 250
B.	Andere Gegenstände des UV				
	Geleistete Anzahlungen	125		25	
	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	500		400	
	Kassenbestand	150		25	
	Guthaben bei Kreditinstituten	<u>350</u>	<u>1 125</u>	50	500
			<u>6 250</u>		<u>7 625</u>

#### Passiva (in TDM)

I.	Grundkapital			<u>1 250</u>	<u>1 250</u>
II.	Offene Rücklagen			<u>625</u>	<u>625</u>
III.	Rückstellungen				
	Pensionsrückstellungen	500		625	
	Andere Rückstellungen	<u>250</u>	750	375	1 000
IV.	Verbindlichkeiten mit einer Laufzeit von mind. 4 Jahren		500		750
V.	Andere Verbindlichkeiten				
	Verbindlichkeiten aus Lieferungen u. Leistungen	1 250		1 875	
	Verb. gegenüber Banken	750		875	
	Sonstige Verbindlichkeiten	<u>500</u>	2 500	<u>625</u>	3 375
VI.	Bilanzgewinn		625		625
			<u>6 250</u>		<u>7 625</u>

## Gewinn- und Verlustrechnung des Berichtsjahres (in TDM)

Umsatzerlöse		9 000	
Erhöhung oder Verminderung des Bestandes am fertigen und unfertigen Erzeugnissen		375	
Gesamtleistung		<u>9 375</u>	
Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe		4 750	
Rohertrag		<u>4 625</u>	
Erträge aus Finanzanlagen	37,5		
Zinserträge	12,5		
Erträge aus dem Abgang des Anlagevermögens	<u>250,0</u>		<u>300</u>
			4 925
Löhne und Gehälter	2 150		
Soziale Abgaben	200		
Rückstellungsaufwand für die Altersversorgung	150		
sonstiger Rückstellungsaufwand	125		
Abschreibungen auf Sachanlagen	700		
Zinsaufwand	200		
Steuern von Einkommen, Ertrag und Vermögen	400		
Sonstige Aufwendungen	<u>375</u>		<u>4 300</u>
Jahresüberschuß			<u>625</u>
Einstellung aus dem Jahresüberschuß in die offenen Rücklagen			-
Bilanzgewinn			<u>625</u>

### Betriebsbedingter Cash-flow:

Jahresüberschuß	625	
+ auszahlungslose Aufwendungen		
- Abschreibungen	700	
- Rückstellungsaufwand	275	
- einzahlungslose Erträge	-	
= betriebsbedingter Cash-flow	1 600	

### Totaler Cash-flow:

liquide Mittel Endbestand	75	
- liquide Mittel Anfangsbestand	500	
= totaler Cash-(out) flow	-425	

## Analyse der Veränderungen der liquiden Mittel:

### I. Mittelherkunft

#### A. Verminderung der Aktiva

- Finanzanlagevermögen	375,0	
- geleistete Anzahlungen	100,0	
- Forderungen	100,0	575

#### B. Erhöhung der Passiva

- Pensionsrückstellungen	125,0	
- Andere Rückstellungen	125,0	
- Verbindlichkeiten mit einer Laufzeit v. mind. 4 Jahren	250,0	
- Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	625,0	
- Verbindlichkeiten ggü Banken	125,0	
- sonstige Verbindlichkeiten	125,0	1 375

Gesamte Mittelherkunft 1 950

### II. Mittelverwendung

#### A. Erhöhung der Aktiva

- Grundstücke und Gebäude	750	
- Maschinen	1 000	
- Betriebs- und Geschäftsausstattung	250	
- Roh- und Hilfs- und Betriebsstoffe	125	
- Unfertige Erzeugnisse	75	
- Fertige Erzeugnisse	175	2 375

#### B. Verminderung der Passiva

Gesamte Mittelverwendung - - 2 375

### III. Vergleich

Gesamte Mittelherkunft 1 950  
Gesamte Mittelverwendung 2 375

= totaler Cash-(out)flow -425

Die Cash-flow-Rechnung ergibt ihren wahren Sinn jedoch erst dann, wenn sie zukunftsbezogen aufgestellt wird, um Aussagen über die **zukünftige Liquidität** des Unternehmens ableiten zu können.

Bei der Errechnung des zukunftsbezogenen Cash-flow findet in der Praxis eine Beschränkung auf seine betriebsbezogenen Bestandteile statt. Man errechnet also den *betrieblichen Cash-flow* ohne Berücksichtigung der Transaktionen mit dem Geld- und Kapitalmarkt.

Die Berechnungsformel lautet (analog zu den obigen Ausführungen):

$$\begin{array}{l} \text{Jahresüberschuß (Prognose)} \\ + \text{ auszahlungslose Aufwendungen (Prognose)} \\ - \text{ einzahlungslose Erträge (Prognose)} \\ \hline = \text{ betrieblicher Cash-flow für die prospektive Betrachtung} \\ \hline \hline \end{array}$$

Der Cash-flow im engeren Sinne stellt die Fähigkeit des Unternehmens zur Selbstfinanzierung dar; es ist ein Zukunftsindikator für die aus eigener Kraft erwirtschafteten Finanzmittel, die für Investitionen, Schuldentilgung und Gewinnausschüttung zur Verfügung stehen.

### 3. Die kreditpolitische Bedeutung des Cash-flow

Der Cash-flow gehört – neben dem Working-Capital – zu den modernen (absoluten) kreditpolitischen Kennzahlen, die sowohl zur Jahresabschluß-Analyse als auch zur Ermittlung der Tilgungsfähigkeit eingesetzt werden.

Hinsichtlich der Analyse der Jahresabschlüsse ist der Cash-flow ein *Instrument zur ex-post-Beurteilung der Liquidität* bzw. der finanziellen Stabilität. Ein Cash-inflow deutet an, daß die laufenden Auszahlungen abgedeckt und obendrein Mittel zur Bestreitung weiterer Auszahlungen vorhanden sind. Diese Mittel können für Ersatz-, Erweiterungs- und Forschungsinvestitionen verwendet werden. Der Cash-flow verdeutlicht mithin die Regenerations- und Wachstumskraft der Unternehmung. Für den Kreditsachbearbeiter

liefert der betriebsbedingte Cash-flow aber die noch viel wichtigeren Informationen hinsichtlich der *Tilgungskraft*. Zieht man nämlich vom prospektiv ermittelten betriebsbedingten Cash-flow die *notwendigen Zukunftsauszahlungen* ab, so ergibt sich eine *fiktiver Tilgungssatz*, der über die Größenordnung jährlicher Kreditrückzahlungen Aufschluß gibt, vorausgesetzt, daß sich die betrieblichen Überschüsse im Rahmen der aufgestellten Planerfolgsrechnung entwickeln und keine unvorhergesehenen Auszahlungen aus dem betriebsbedingten Cash-flow zu bestreiten sind.

### Errechnung des Tilgungssatzes:

Verfügbarer Cash-flow

$$\text{Tilgungssatz} = \frac{\text{verfügbarer Cash-flow}}{\text{vorgesehener Kredit}} \times 100$$

Umgekehrt kann der verfügbare Cash-flow auch zur Bestimmung der notwendigen Kreditlaufzeit verwendet werden:

### Errechnung der Kreditlaufzeit:

$$\text{Kreditlaufzeit} \text{ bzw. Verschuldungsfaktor } \frac{\text{vorgesehener Kredit}}{\text{verfügbarer Cash-flow}}$$

Die notwendigen *Zukunftsauszahlungen*, die vom betriebsbedingten Cash-flow abzuziehen sind, um die verfügbaren Mittel zu erhalten, beziehen sich vorwiegend auf folgende Komponenten:

prospektiver betriebsbedingter Cash-flow

- Gewinnausschüttungen  
bei Einzel- und Personengesellschaften  
die »notwendigen Entnahmen«
- notwendige Zukunftsinvestitionen
- Tilgungen für bestehende Kredite
- Steuern  
soweit in der Planerfolgsrechnung nicht enthalten

---

= verfügbarer Cash-flow

Der Cash-flow ist ein ideales Instrument, um die Rückführung aufgenommenener Kredite mit der betrieblichen Finanzmittelsituation in Einklang zu bringen und die jeweilige Geldwerdungsdauer der Aktivpositionen mit den jeweiligen Kapitallaufzeiten der Passivpositionen abzustimmen. Ohne den Cash-flow könnten viele Dispositionen des Finanzmanagements nur unter erschwerten Bedingungen vorgenommen werden; das notwendige Instrumentarium zur Herstellung des finanzwirtschaftlichen »Durchblicks« wäre nicht vorhanden.

## Kontrollfragen

1. Erörtern Sie den klassischen und modernen Finanzierungsbe-  
griff und gehen Sie auf Unterschiede ein.
2. Welche Aspekte bleiben bei den Finanzierungs Begriffen unbe-  
rücksichtigt, und wie müsste eine umfassende Begriffsbestim-  
mung lauten?
3. Charakterisieren Sie folgende Rechnungsgrößen: Ein- und  
Auszahlungen, Einnahmen und Ausgaben, Erträge und Auf-  
wendungen, Leistungen und Kosten.
4. Welche Relevanz kommt den einzelnen Rechnungsgrößen für  
die betriebliche Finanzwirtschaft zu?
5. Stellen Sie die unterschiedlichen Zielsetzungen der Finanzwirt-  
schaft dar und gehen Sie auf Zielkonflikte ein.
6. Mit welchen Instrumenten läßt sich im Rahmen der Finanzierung  
die unternehmerische Souveränität erhalten bzw. einschränken?
7. Welche Wesensunterschiede existieren zwischen Fremd- und  
Eigenfinanzierung, und wie lassen sich diese Unterschiede (von  
seiten des Kapitalnehmers und Kapitalgebers) nivellieren?
8. Begründet die Außenfinanzierung grundsätzlich eine Fremdfi-  
nanzierung?
9. Ist es sinnvoll, über eine mögliche Subventionsfinanzierung den  
betrieblichen Kapitalbedarf zu decken und warum? (Gibt es  
Einschränkungen?)
10. Befassen Sie sich mit den einzelnen Komponenten der Innenfi-  
nanzierung.
11. Ein Kriterium zur Charakterisierung von Finanzierungsmitteln  
stellt die Fristigkeit dar. Bitte erläutern Sie dieses Kriterium.  
Und weiter: Für welche Rechtsformen ist das unbefristete und  
unkündbare Eigenkapital typisch?
12. Definieren Sie den Begriff der Liquidität. Wann ist ein Unter-  
nehmen liquide bzw. wann illiquide? Vermeiden Sie bitte  
allgemeine Begriffsbestimmungen.
13. Führt nur Geld zur Liquidität oder existieren noch andere  
Güter, die Träger von Liquidität sein können?
14. Die Geldwerdung eines Gutes kann sich auf unterschiedliche  
Weise vollziehen. Bitte stellen Sie die Möglichkeiten dar.



15. Was versteht man unter der »künstlichen Liquidität«?
16. Befassen Sie sich mit dem Tatbestand der »verliehenen Liquidität«. Welche finanzwirtschaftlichen Vorteile impliziert sie?
17. Wie kommt es zur »antizipierten Liquidität«, und welche ökonomische Vorbedingung muß zur Gewinnung der antizipierten Liquidität erfüllt sein?
18. Definieren Sie die Liquidität 1. Grades, 2. Grades und 3. Grades. Nehmen Sie in diesem Zusammenhang kritisch Bezug auf die einzubeziehenden Aktiv- und Passivpositionen.
19. Setzen Sie sich mit dem Working-Capital und den aus dieser Kennzahl ableitbaren Liquiditätsinterpretationen (kritisch) auseinander.
20. Erörtern Sie den Grundsatz der Fristenkongruenz.
21. Welche Operationalisierungen des Grundsatzes existieren im langfristigen Bereich (Finanzierungsregeln)?
22. Beschreiben Sie die finanzpolitischen Gefahren, die von einer Liquiditätspolitik nach dem Grundsatz der Fristenkongruenz ausgehen können.
23. Arbeiten Sie die grundsätzlichen Unterschiede zwischen statischer und dynamischer Liquiditätsmessung heraus.
24. Erläutern Sie das Vorgehen bei der Aufstellung eines Liquiditätsplanes. Welche »Vorpläne« müssen vorhanden sein, und wie werden diese erstellt?
25. Welche Unterteilung wird üblicherweise bei der Kreditwürdigkeit vorgenommen? Charakterisieren Sie die dahinter stehenden Analyseziele.
26. Setzen Sie sich mit den Komponenten der persönlichen Kreditwürdigkeit auseinander und beantworten Sie in diesem Zusammenhang die Frage, warum dem Management eine entscheidende Bedeutung zukommt.
27. Welche Kennzahlen spielen bei der Analyse des Jahresabschlusses eine Rolle?
28. Die ideale Kapitalstruktur kann mit Hilfe der sogenannten vertikalen Kapitalstrukturregel beurteilt werden. Beschreiben Sie die Regel und erörtern Sie die Intention, die zu ihrer Formulierung beigetragen hat.

29. Charakterisieren Sie die wichtigsten relativen Erfolgskennzahlen, die im Rahmen der Rentabilitätsanalyse ermittelt werden. Stellen Sie im einzelnen:
  - a) die Größen, die einzubeziehen sind (in welchem Umfang)
  - b) die Beziehungen, die zwischen den einzelnen Erfolgskennziffern bestehen und
  - c) die Vergleiche, die anzustellen sind, dar.
30. Die wirtschaftliche Kreditwürdigkeitsprüfung schließt eine Analyse des Leistungsprogramms, der Marktsituation und der jeweiligen Zukunftsaussichten mit ein. Skizzieren Sie, auf welche Aspekte in diesem Kontext eingegangen werden sollte und wie die erforderlichen Informationen für diese Analyse beschafft werden können.
31. Durch welche Faktoren kommt es zur Entstehung eines Kapitalbedarfs, und welche Trennung wird bei seiner Errechnung üblicherweise vorgenommen?
32. Befassen Sie sich bitte mit der Frage, warum die Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen oft als Last empfunden wird.
33. Je nach der Rechtsform der Unternehmung wird mit einem fixen oder variablen Beteiligungskapital oder mit einer Mischung aus beidem gearbeitet. Beschreiben Sie die grundsätzlichen Unterschiede zwischen den beiden Varianten und ordnen Sie diese den Rechtsformen zu.
34. Durch welche Maßnahmen wird in der Praxis die Haftungsbeschränkung des (aktiven) GmbH-Gesellschafters aufgehoben?
35. Stellen Sie in einer Rangskala die bei der (externen) Eigenfinanzierung privilegierten (bzw. »unterprivilegieren«) Rechtsformen dar. Begründen Sie Ihre Antwort.
36. Wann ist unter finanzwirtschaftlichen Gesichtspunkten die Etablierung der AG sinnvoll? Oder umgekehrt: Wann muß diese Rechtsform gewählt werden?
37. Lieferantenkredit und Lieferantendarlehen stellen Instrumente der Absatzpolitik dar. Wo liegen die Besonderheiten und Unterschiede?

38. Ist es ratsam, den gesamten Kapitalbedarf eines Unternehmens über die Inanspruchnahme eines Kunden- und Abnehmerkredit zu decken? Welche Vor- und Nachteile sind denkbar?
39. Kennzeichnen Sie den Kontokorrentkredit. Zu welchem Zweck wird er gewährt, und wo liegen die Vorzüge und Gefahren dieser Kreditart? Wann »friert« ein Kontokorrentkredit ein?
40. Warum wird der Diskontkredit von Banken – obwohl kurzfristig – preispolitisch begünstigt?
41. Beschreiben Sie kurz die Wesenszüge des echten und unechten Lombardkredits.
42. Wo liegen die Unterschiede beim Personal- und Realkredit?
43. Wie bewerten Sie aus liquiditätspolitischer Sicht das Fest-, Raten- und Annuitätsdarlehen? Für welche Finanzierungsanlässe sollten die Darlehen verwendet werden?
44. Erörtern Sie kurz die maßgeblichen Funktionen mittelständischer Bürgschaftsbanken.
45. Was versteht man unter »Deckungsstockfähigkeit«, und wann wird diese Fähigkeit benötigt?
46. Können nur börsengängige Aktiengesellschaften eine Fremdfinanzierung über die Plazierung von Anleihen realisieren?
47. Unter welchen Bedingungen induziert die Beachtung des Fristenkongruenzgrundsatzes gewöhnlicherweise eine Überliquidität?
48. Gehen Sie auf die ergänzende Funktion der Cash-flow-Rechnung (im Verhältnis zur Erfolgsrechnung) ein.
49. Geben Sie eine Definition des betriebsbedingten, des totalen und verfügbaren Cash-flow. Wo liegen die Unterschiede bzw. wo gibt es Überschneidungen?
50. Ist der Rückgang liquider Mittel immer mit einem negativen Ergebnis der Cash-flow-Rechnung (Cash-outflow) gleichzusetzen?
51. Befassen Sie sich mit der kreditpolitischen Bedeutung des betriebsbedingten Cash-flow.

## Literatur

- Büschgen, H. E. (1991): Grundlagen betrieblicher Finanzwirtschaft – Unternehmungsfinanzierung –, Frankfurt/M.
- Busse, F.-J. (1989): Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, München/Wien.
- Christians, F. W. (Hrsg.) (1988): Finanzierungshandbuch, Wiesbaden, 2. Aufl.
- Drukarczyk, J. (1989): Finanzierung, Stuttgart, 5. Aufl.
- Eichholz, R. E. (1989): Finanzwirtschaft der Unternehmung, München.
- Gräfer (1990): Finanzierung der Unternehmung, Paderborn, 4. Aufl.
- Gräfer, H. (1990): Bilanzanalyse, eine Einführung mit Aufgaben und Lösungen, Herne/Berlin, 5. Auflage.
- Groessl, L. (1988): Betriebliche Finanzwirtschaft, Stuttgart, 2. Aufl.
- Hahn, O. (1983): Finanzwirtschaft, Landsberg/Lech, 2. Aufl.
- Harrmann, A. (1986): Bilanzanalyse für die Praxis unter Berücksichtigung moderner Kennzahlen und unter Einbeziehung des Bilanzrichtlinien-Gesetzes, Herne/Berlin, 2. Aufl.
- Hesse, K./Fraling, R. (1988): Wie beurteilt man eine Bilanz?, Wiesbaden, 17. Aufl.
- Hohenstein, G. (1990): Cash Flow, Cash Management – Herkunft, Funktion und Anwendung zur Unternehmensbeurteilung, zur Unternehmenssicherung, Wiesbaden, 2. Aufl.
- Juesten, W./Villiez, Ch. (1989): Cash-flow und Unternehmensbeurteilung, Berlin, 5. Aufl.
- Kremer, E./ten Hoevel, W. (1989): Kredite an Unternehmen, Stuttgart, 2. Aufl.
- Kück, M. (1990): Typische Finanzierungsprobleme von kleinen Unternehmen, in: Kück, M. (Hrsg.): Aspekte der Finanzierung des Kleinbetriebssektors, Berlin, S. 23-29.
- Kück, M. (Hrsg.) (1990): Aspekte der Finanzierung des Kleinbetriebssektors, Berlin.
- Matschke, M. J. (1991): Finanzierung der Unternehmung, Herne.
- Obst/Hintner (1988): Geld-, Bank- und Börsenwesen, Stuttgart, 38. Aufl.
- Perridon, L./Steiner, M. (1991): Finanzwirtschaft der Unternehmung, München, 6. Aufl.
- Preißler, P. R./Blum, E./Bestmann, U./Folger, W. (1990): Finanzwirtschaft, Landsberg/Lech, 2. Auflage.
- Rehkugler, H./Schindel, V. (1989): Finanzierung, München, 4. Aufl.
- Ruda, W. (1983): Zur Diskussion über die Struktur der Kapitalangebotsseite für die mittelständische Wirtschaft, in: Wossidlo, P. R. (Hrsg.): Die Finanzierungssituation mittelständischer Unternehmungen, Berlin. S. 362-374.

- Schneider, D. (1990): Investition, Finanzierung und Besteuerung, Wiesbaden, 6. Aufl.
- Spremann, K. (1991): Investition und Finanzierung, München/Wien, 4. Auflage.
- Stützel, W. (1975): Betriebliche Liquidität, in: Grochla, E./Wittmann, W. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Stuttgart 1975, 4. Aufl., SP. 2515-2523.
- Süchting, J. (1989): Finanzmanagement, Wiesbaden, 5. Aufl.
- Swoboda, P. (1986): Investition und Finanzierung, Göttingen, 3. Aufl.
- Vormbaum, H. (1990): Finanzierung der Betriebe, Wiesbaden, 8. Aufl.
- Woehle, G./Bilstein, J. (1991): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, München, 6. Aufl.
- Wossidlo, P. R. (1990): Zur Finanzierungssituation der wachsenden Kleinunternehmung, in: Küick, M. (Hrsg.): Aspekte der Finanzierung des Kleinbetriebssektors, Berlin. S. 30-52.
- Wossidlo, R. (Hrsg.) (1985): Die Finanzierung mittelständischer Unternehmen in Deutschland, Berlin.
- Zellweger, B. (1987): Kreditwürdigkeitsprüfung in Theorie und Praxis, Bern und Stuttgart.

