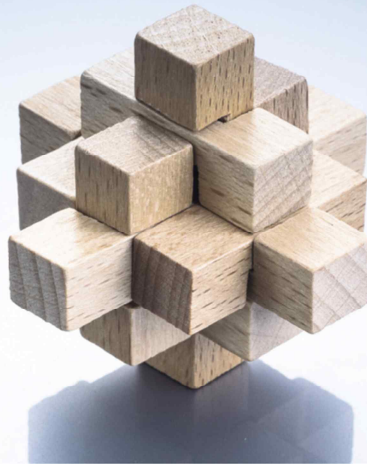
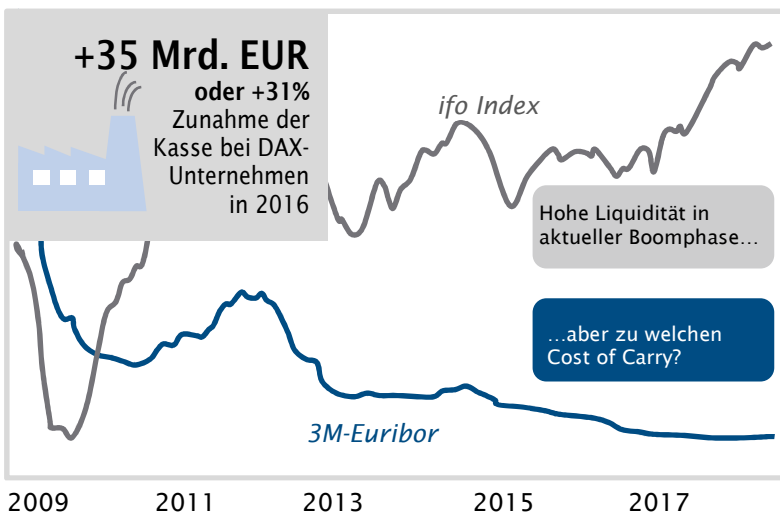


Corporate Finance Fokus.



Research für Unternehmen | Strategie | 27.03.2018

Liquidität im Niedrigzinsumfeld.




>>Niedrigzinsen bei gleichzeitig hohen und
weiter wachsenden Cash-Beständen führen zu
erhöhtem Anlagebedarf bei Unternehmen.<<

Martin Dresp

Uwe Burkert

Chefvolkswirt und Leiter Research

 LBBW_Research



Autor:

Martin Dresp, Analyst
+ 49 / (0) 711 / 127-48938
martin.dresp@LBBW.de

Inhalt

Summary: Rahmenbedingungen geben die Richtung vor.....	2
Lehren aus der Finanzkrise	3
Bewertung der Liquidität	5
Kreditlinien als Substitut für die Kasse	8
Cash is king – der Mittelstand sorgt vor	10
Wohin mit der Liquidität?.....	15
Zeit zu handeln – Durchblick schaffen.....	18

Summary: Rahmenbedingungen geben die Richtung vor

Unternehmen erhöhen Liquiditätspolster

In Folge der Finanzkrise 2007/08 gerieten zahlreiche Unternehmen in finanzielle Engpässe. Die damalige Rezession führte zu erheblichen Cashflow-Rückgängen, die oftmals nicht vollständig durch die bestehenden Liquiditätspolster aufgefangen werden konnten. Seit dem Tiefpunkt 2009 hat sich die Wirtschaft in Deutschland wieder erholt und befindet sich derzeit auf dem Wachstumspfad. Als Lehre aus der Finanzkrise sowie durch die hohen und stabilen Cashflows wurden in den vergangenen Jahren die Liquiditätsreserven deutlich erhöht. Die Unternehmen aus DAX, MDAX und SDAX hielten Ende 2016 gemeinsam rund 184 Mrd. EUR Liquidität und damit rund 40 Mrd. EUR mehr als noch 2012.

S. 3

Die Frage nach der optimalen Liquidität

Einerseits ist ausreichend Liquidität überlebenswichtig, um die Geschäftstätigkeit aufrechterhalten zu können. Andererseits werden bei unnötig hohen Cash-Reserven gegebenenfalls attraktivere Anlage- oder Investitionsmöglichkeiten verpasst. Daher stellt sich die Frage nach der optimalen Liquidität.

Die Gegenüberstellung von Mittelherkunft und -verwendung ist eine Möglichkeit sich dieser Frage anzunähern. Neben dem Kassenbestand zählen zur Mittelherkunft weitere Positionen wie u.a. Kreditlinien als Substitut für das Halten einer Kasse, der geplante Cashflow oder Working Capital Freisetzungen. Demgegenüber stehen u.a. Investitionen, Fälligkeiten oder mögliche Unternehmenskäufe.

S. 5

Branche, Größe und Geschäftsrisiko

Wie hoch der tatsächliche Liquiditätsbestand letztlich ist, hängt von mehreren Faktoren ab. Die Branche, Unternehmensgröße oder auch die Volatilität der Margen können dabei die Höhe der Liquidität beeinflussen. So halten nach unseren Untersuchungen Unternehmen mit volatilen Margen wie bspw. Bauunternehmen, die saisonalen und konjunkturellen Schwankungen ausgesetzt sind, tendenziell mehr Liquidität als Unternehmen mit stabilen Margen.

S. 10

Niedrigzins als Herausforderung bei der Anlage

Die hohen Cash-Reserven stellen die Finanzverantwortlichen vor neue Herausforderungen. Denn durch die expansive Geldpolitik der EZB rentieren Sichteinlagen auf Nullzinsniveau oder unter Umständen sogar im negativen Bereich. Im Rahmen einer kürzlich durchgeführten Kundenbefragung gab mehr als ein Fünftel der etwa 275 Befragten an, dass in ihrem Unternehmen derzeit Anlagebedarf besteht.

S. 15

Liquiditätsreserven
seit Jahren zuneh-
mend

Niedrigzinsen erfor-
dern erweiterten An-
lagehorizont



Lehren aus der Finanzkrise

Liquidität als wichtiger Überlebensfaktor

Liquidität bezeichnet die ausreichende Verfügbarkeit von Zahlungsmitteln und stellt damit eine zentrale Größe für die Unternehmenssteuerung und -planung dar. Ohne ausreichend Liquidität ist ein Unternehmen nicht zahlungs- und damit zwangsläufig nicht überlebensfähig. Die Folgen der Finanzkrise 2007/08 haben gezeigt, dass ausreichende Liquiditätsreserven vor allem in Krisenzeiten eine immense Bedeutung zukommt. Denn Liquiditätsknappheit wird vor allem dann kritisch, wenn diese in eine Phase der schwierigen Unternehmensentwicklung fällt.

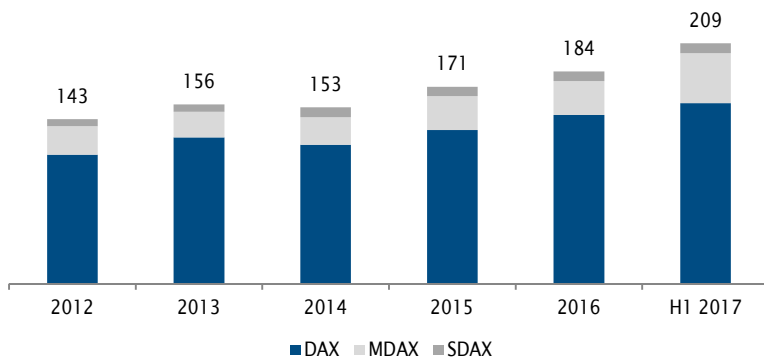
Cash-Polster steigen nach der Krise an

Im Zuge der Finanzkrise gerieten viele Unternehmen in finanzielle Engpässe. Die Liquiditätspolster waren für eine derartige Rezession oftmals nicht ausreichend und konnten die Ertrags- und Cashflow-Rückgänge nicht kompensieren.

Dies dürfte ein Grund dafür gewesen sein, dass die deutschen Unternehmen ihre Liquiditätsreserven nach der Krise nicht nur auffüllten, sondern auf neue Höchststände brachten. Der wirtschaftliche Aufschwung, der insbesondere im vergangenen Jahr weltweit an Fahrt gewonnen hat sowie die hohen und stabilen Cashflows ermöglichten es, die Kassen aufzufüllen.

Zur Liquidität zählen wir im Folgenden neben der Bilanzposition Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente auch die kurzfristigen Anlagen. Kurzfristige Anlagen zählen zum Umlaufvermögen und sind innerhalb von maximal 365 Tagen in Cash wandelbar.

Unternehmen der DAX-Familie erhöhen Reserven



Summierte Zahlungsmittel, -äquivalente und kurzfristige Anlagen in Mrd. EUR;
Quelle: S&P Capital IQ, LBBW Research

Die Unternehmen des deutschen Leitindex DAX haben ihre summierten Liquiditätsreserven in den letzten fünf Jahren um mehr als 30% von rund 112 Mrd. EUR auf etwa 147 Mrd. EUR aufgestockt. Der Wolfsburger Automobilhersteller Volkswagen weist mit mehr als 33 Mrd. EUR zum Jahresabschlussstichtag 2016 den höchsten Liquiditätsbestand auf. Mit deutlichem Abstand folgen Daimler (18,4 Mrd. EUR), RWE (14,2 Mrd. EUR) und Siemens (13 Mrd. EUR). Bei SDAX-

Zahlungsunfähigkeit als Insolvenzgrund

Cash-Reserven klettern auf neue Höchststände

209 Mrd. EUR halten Unternehmen aus DAX, MDAX und SDAX in der Kasse

Unternehmen war die prozentuale Steigerung sogar noch höher. Unter anderem vervielfachte die Münchner Internethandelsplattform zooplus die Liquidität um das 17-fache von knapp 3 auf 55 Mio. EUR. Neben der guten Geschäftsentwicklung waren die Einnahmen durch eine Kapitalerhöhung dafür wesentlich verantwortlich.

Rahmenbedingungen für die Finanzverantwortlichen im Wandel

Oberste Maxime bei der Liquiditätsplanung ist es, die jederzeitige Zahlungsfähigkeit des Betriebes sicherzustellen. Derzeit spiegeln die rückläufigen Zahlen der Unternehmensinsolvenzen die positive wirtschaftliche Entwicklung hierzulande wider und zeigen, dass zu wenig Liquidität für den Großteil der Unternehmen aktuell kein Problem darstellt.

Rückläufige Unternehmensinsolvenzen



Quelle: Creditreform, LBBW Research

Im derzeitigen wirtschaftlichen wie geldpolitischen Umfeld lässt sich daher die These wagen, dass im historischen Vergleich zu viel Liquidität gehalten wird. Bei zu viel Liquidität entsteht das Problem, dass unter Umständen attraktivere Investitions- oder Anlagemöglichkeiten ausgelassen werden. Während vor einigen Jahren dieser Zustand zwar als unglücklich, aber nicht als tragisch bewertet worden wäre, sollten heute die Alarmglocken läuten. Denn derzeit wird nicht nur die Chance auf eine rentablere Anlagemöglichkeit vertan, sondern in Zeiten von Niedrig- bzw. gar Negativzinsen kann Unternehmenswert vernichtet werden. Da uns die Niedrigzinspolitik der EZB wohl noch einige Zeit erhalten bleibt, stehen die Finanzverantwortlichen der Unternehmen mehr denn je vor der Herausforderung, die besten Verwendungs- und Anlagemöglichkeiten für die vorhandene Liquidität zu finden.

Niedrigzinsen als Herausforderung

Bewertung der Liquidität

Gibt es die optimale Liquidität?

Bei den genannten Summen in Millionen- und Milliardenhöhe stellt sich die Frage, ob solch hohe Kassenbestände notwendig und erstrebenswert sind? Oder allgemeiner formuliert: Gibt es eine optimale Höhe der Liquidität? Diese Fragestellung kann nicht mit einer eindeutigen Antwort gelöst werden. Vielmehr gibt es verschiedene Heran- und Vorgehensweisen, um sich der Antwort anzunähern.

Eine Möglichkeit zur Bewertung der Liquidität beschreibt die amerikanische Ratingagentur Standard & Poor's (S&P). Letztlich hat diese Einschätzung maßgeblichen Einfluss auf das Unternehmensrating. Die Methodik ist recht einfach darstellbar, denn sie basiert im Wesentlichen auf der quantitativen Analyse der Geldflüsse. Dabei werden analog zur Bilanzanalyse Mittelverwendung (A) und Mittelherkunft (B) gegenübergestellt.

Vereinfacht dargestellt zählen zu den Liquiditätsquellen die Kasse, freie Linien, die erwarteten Cashflows sowie mögliche Working Capital Freisetzungen und geplante Einnahmen durch Vermögensveräußerungen. Auf der anderen Seite stehen negative Cashflows, Working Capital Bindung, geplante Investitionen, Fälligkeiten sowie zuletzt Akquisitionen oder Ausschüttungen. Auf Basis dieser Aufstellung werden zwei zentrale Größen definiert, die Rückschlüsse über das Liquiditätspolster geben sollen.

- **Mittelverteilung:** Mittelherkunft geteilt durch Mittelverwendung
- **Mittelüberschuss:** Mittelherkunft minus Mittelverwendung

Bewertung der Liquidität nach S&P

Mittelherkunft	Mittelverwendung	Einstufung
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kasse ▪ freie Linien ▪ prognostizierter Cashflow ▪ prognostizierte Working Capital Freisetzung ▪ Vermögensveräußerungen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ prognostizierter Cashflow (falls negativ) ▪ prognostizierte Working Capital Bindung ▪ geplante Investitionen ▪ Fälligkeiten ▪ Akquisitionen, Ausschüttungen 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Exceptional A/B: 2x oder größer für 2 J. A-B: >0, bei 50% EBITDA-Rückgang ▶ Strong A/B: >1,5x für Jahr 1, >1x für Jahr 2 A-B: >0, bei 30% EBITDA-Rückgang ▶ Adequate A/B: >1,2x für ein Jahr A-B: >0, bei 15% EBITDA-Rückgang ▶ Less than adequate A/B: <1,2x für ein Jahr A-B: ≤0 ▶ Weak Wesentliches Defizit bei beiden Größen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ $A/B = \text{Mittelherkunft} / \text{Mittelverwendung}$ ▪ $A - B = \text{Mittelherkunft} - \text{Mittelverwendung}$ 		

Quelle: S&P Ratings Services, LBBW Research

Die anschließende Einstufung findet auf Basis bestimmter Kriterien statt, wobei wir uns hierbei auf zwei Kriterien beschränken. Für die Einstufung in die bestmögliche Kategorie „Exceptional“ muss die

Liquidität als wesentlicher Einflussfaktor für das Rating

Mittelherkunft vs. Mittelverwendung

Kennzahl Mittelherkunft zu Mittelverwendung für die kommenden zwei Jahre größer 2x sein. Zudem muss die zweite Größe Mittelherkunft abzüglich der Mittelverwendung positiv sein, auch wenn der Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen, kurz EBITDA, um 50% zurückgeht.

Steuerung mit Hilfe des Kassenbestands

Ausgehend von dem beschriebenen Modell lässt sich die Kasse ceteris paribus (c.p.) als zu bestimmende Größe definieren.

1. Fall: Zu wenig Liquidität

Zwei kurze Beispielrechnungen anhand fiktiver Bilanz- und GuV-Positionen sollen die gezeigte Vorgehensweise verdeutlichen. Für eine aktuelle Bewertung müssen die Prognose- oder Planwerte für die kommenden zwei Jahre herangezogen werden. Im Jahr 2018 wird für unser Unternehmen ein EBITDA von 600 Mio. EUR erwartet. Zusätzlich wird mit einer Working Capital Freisetzung von 50 Mio. EUR kalkuliert. Inclusive einer Kreditlinie in Höhe von 1 Mrd. EUR sowie einem Kassenbestand von 100 Mio. EUR steht auf der Seite der Mittelherkunft ein Betrag von 1.750 Mio. EUR. Demgegenüber stehen geplante Investitionsausgaben von 1.250 Mio. EUR sowie Fälligkeiten von 250 Mio. EUR.

1. Beispielrechnung mit Liquiditätspositionen

Mittelherkunft in Mio. EUR	Mittelverwendung in Mio. EUR		
EBITDA:	600	250	Fälligkeiten
Kreditlinien:	1.000	1.250	CapEx
Working Capital Freisetzung	50		
Kasse	100		
	1.750	1.500	
A/B=1,17x → Less than Adequate			
(30% EBITDA-Rückgang=420) A-B=70 → Strong			
Ziel: Adequate bzw. A/B>1,2x			
1,2 x 1.500=1.800 Mittelherkunft			
1.800-1.750=50 (mind. 50 Mio. EUR Erhöhung Kasse nötig c.p.)			

Quelle: LBBW Research

Das Verhältnis von Mittelherkunft zur Mittelverwendung gibt einen Wert von rund 1,17x was analog der Abbildung auf der vorigen Seite der Einstufung „Less than Adequate“ entspricht. Das zweite Kriterium - eine positive Summe nach Berechnung der Mittelherkunft abzgl. der Mittelverwendung - würde sogar eine Einstufung in die Kategorie „Strong“ ermöglichen, da auch bei einem EBITDA-Rückgang von 30% die Vorgabe erfüllt wäre.

Da das zweite Kriterium eine höhere Einstufung als Kriterium eins ermöglicht, kann unter der Annahme, dass alle Größen konstant sind, berechnet werden, wie hoch der Kassenbestand sein müsste um für beide Kriterien eine Einstufung in die nächsthöhere Kategorie „Adequate“ zu erreichen. Dafür muss der Quotient aus Mittelherkunft zu Mittelverwendung über 1,2x liegen. Letztlich wäre ein Kassenbestand von mind. 150 Mio. EUR und damit 50 Mio. EUR mehr als bisher nötig, um beide Kriterien für eine Liquiditätseinstu-

Die Kasse als flexibles Steuerungsinstrument

fung in die Kategorie „Adequate“ zu erfüllen.

2. Fall: Zu viel Liquidität

Neben der Situation, dass die Kasse zu gering ist um eine bestimmte Einstufung zu erreichen, ist auch eine gegenteilige Situation denkbar. Nehmen wir an unser Unternehmen von vorhin kann auf einen Kassenbestand von 300 Mio. EUR und damit 200 Mio. EUR mehr als im ersten Beispiel zurückgreifen. Das Unternehmen hat die Kategorie Adequate als Zieleinstufung definiert. Aktuell ergibt das Verhältnis Mittelherkunft zu Mittelverwendung den Wert 1,3x und damit mehr als die erforderlichen 1,2x.

2. Beispielrechnung mit Liquiditätspositionen

Mittelherkunft in Mio. EUR	Mittelverwendung in Mio. EUR		
EBITDA:	600	250	Fälligkeiten
Kreditlinien:	1.000	1.250	CapEx
Working Capital Freisetzung	50		
Kasse	300		
	1.950	1.500	
A/B=1,3x → Adequate			
(50% EBITDA-Rückgang=300) A-B=150 → Exceptional			
Ziel: Adequate bzw. A/B>1,2x			
1,2 x 1.500=1.800 Mittelherkunft			
1.950-1.800=150 (150 Mio. EUR überschüssige Liquidität c.p.)			

Quelle: LBBW Research

Wie bereits im ersten Beispiel gezeigt genügt ein Kassenbestand von 150 Mio. EUR, um das Zielrating zu erreichen. Folglich hält das Unternehmen doppelt so viel Liquidität in der Kasse als nötig. Unter der Annahme, dass alle weiteren Größen konstant bleiben, könnten 150 Mio. EUR anderweitig angelegt oder investiert werden, ohne dass dadurch das Rating negativ beeinflusst werden würde.

Die beiden kurzen Beispielrechnungen haben gezeigt, wie die Liquiditätslage eines Unternehmens bewertet und der Kassenbestand als variable Größe gesteuert werden kann. Die Kasse ist dabei jedoch nicht der einzige Einflussfaktor, weshalb wir im nächsten Schritt den Blick etwas erweitern möchten.

Ziele definieren und
die überschüssige
Liquidität nutzen

Kreditlinien als Substitut für die Kasse

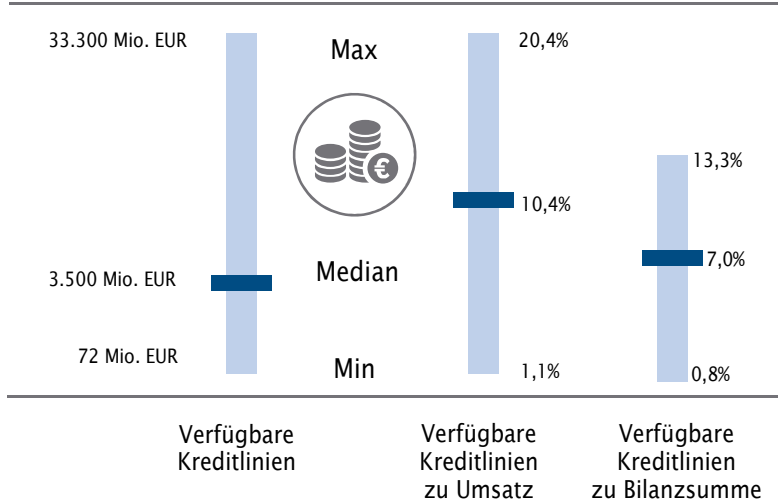
Liquiditätsengpässen vorbeugen

Neben der Kasse stehen dem Unternehmen weitere Quellen wie zum Beispiel verfügbare Kreditlinien unmittelbar zur Verfügung und nehmen wesentlichen Einfluss auf die Liquiditätsplanung und -steuerung.

Vereinbarte Kreditlinien ermöglichen es Unternehmen, kurzfristige Liquiditätsengpässe zu überwinden. Kreditlinien schaffen zusätzliche Flexibilität, da sowohl der Verwendungszweck als auch die Inanspruchnahme der Linie vom Unternehmen zumeist selbst bestimmt werden kann. Somit können Kreditlinien auch als erweitertes Substitut für das Halten einer Kasse gesehen werden.

Die Ausgestaltungsmöglichkeiten sind vielfältig. So nutzen vor allem größere Unternehmen neben bilateralen Kreditvereinbarungen auch syndizierte Kreditlinien, bei denen ein Bankenconsortium die Linie gewährt. Der Stuttgarter Autobauer Daimler schreibt bspw. im Geschäftsbericht 2016 von einer Kreditlinie in Höhe von 9 Mrd. EUR, an der sich mehr als 40 Banken weltweit beteiligt haben. Als Begründung für diese Maßnahme nennt Daimler finanzielle Flexibilität und betont gleichzeitig, dass der Konzern nicht beabsichtigt, die Kreditlinie in Anspruch zu nehmen.

Kreditlinien in Milliardenhöhe



Angaben der DAX-Unternehmen ex Financials GB 2016/17
Quelle: S&P Capital IQ, LBBW Research

Nach Angaben in den Geschäftsberichten 2016/17 der DAX-Konzerne sowie der Ratingagentur S&P reichen die verfügbaren Kreditlinien von 72 Mio. EUR bis hin zu deutlich über 20 Mrd. EUR.

Die vorige Abbildung zeigt neben den absoluten Zahlen auch relative Größen, bei denen die verfügbaren Kreditlinien ins Verhältnis zu Umsatz und Bilanzsumme gesetzt werden. Die vereinbarten Kreditlinien belaufen sich im Median auf rund 10% des Jahresumsatzes. Bei monatlich gleichbleibenden Umsatzzuflüssen wäre somit ein Ausfall von mehr als einem Monatsumsatz gedeckt.

Kreditlinien als flexible Absicherung

Große Unterschiede bei Höhe der Linien

Dass die Kreditlinien meist nur als Liquiditätspuffer und zur Gewinnung zusätzlicher Flexibilität dienen, zeigt sich bei Betrachtung der Nutzung. Nur wenige Ausnahmen gaben an, dass die Linien in unwesentlicher Höhe in Anspruch genommen wurden. Bei der großen Mehrheit waren die Linien ungenutzt. Dies unterstreicht die bereits gute Liquiditätsausstattung der Unternehmen.

Aufgrund der stetigen Verfügbarkeit können freie Linien trotzdem wie Cash gesehen und zur kurzfristigen Liquiditätsdeckung gezogen werden. Für die DAX-Unternehmen beläuft sich die Kennzahl Kasse zu Umsatz im Median auf knapp 12% sowie die Kreditlinien zu Umsatz auf 10%. Bei einer Addition beider Größen wäre mit über 22% beinahe ein Viertel des Jahresumsatzes durch verfügbare liquide Mittel abgedeckt. Mit Blick auf das aktuelle Zinsniveau mit geringen Finanzierungskosten bei gleichzeitiger Nullverzinsung der Sichteinlagen könnte es sich daher lohnen, einen Teil des Kassenbestands längerfristig und damit i.d.R. auch rentabler anzulegen, ohne dabei die Zahlungsfähigkeit zu gefährden.

Commercial Paper-Programme für die kurzfristige Liquiditätsbeschaffung

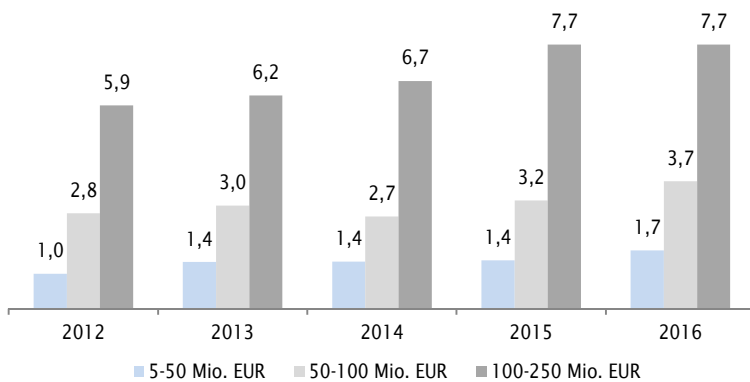
Darüber hinaus nutzen vor allen Dingen börsennotierte Unternehmen mit externem Rating zur kurzfristigen Liquiditätsbeschaffung sogenannte Commercial Paper Programme (CP-Programme). CP-Programme dienen zur kurzfristigen Finanzierung über den Kapitalmarkt und weisen i.d.R. eine Laufzeit von einem Tag bis hin zu einem Jahr auf. Im Rahmen eines zeitlich unbeschränkten Zeitraums können Unternehmen somit revolving bis zu einem vereinbarten Volumen frisches Fremdkapital emittieren. Auch nicht geratete Unternehmen nutzen diese Möglichkeit der kurzfristigen Liquiditätssicherung, wie u.a. KWS Saat, die 2016 erstmals Commercial Paper mit kurzfristiger Laufzeit zur unterjährigen Finanzierungstätigkeit ausgegeben haben.

Cash is king – der Mittelstand sorgt vor

Cash-Aufbau über alle Größenklassen hinweg

Nachdem der Fokus bisher auf börsennotierten Unternehmen lag, soll der Blick nun auf den breiten Mittelstand gelegt werden. Dabei wird ein weiterer Aspekt behandelt, der Einfluss auf die Höhe der Liquidität hat. Auch kleine und mittlere Unternehmen nutzten die guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen um Geld zurückzulegen. So erhöhten bspw. im Zeitraum von 2012 bis 2016 die von uns untersuchten Unternehmen mit einem Umsatz von 5-50 Mio. EUR ihre liquiden Mittel im Median von 1 Mio. EUR auf 1,7 Mio. EUR. Das entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von knapp 14%.

Liquiditätsreserven nehmen zu



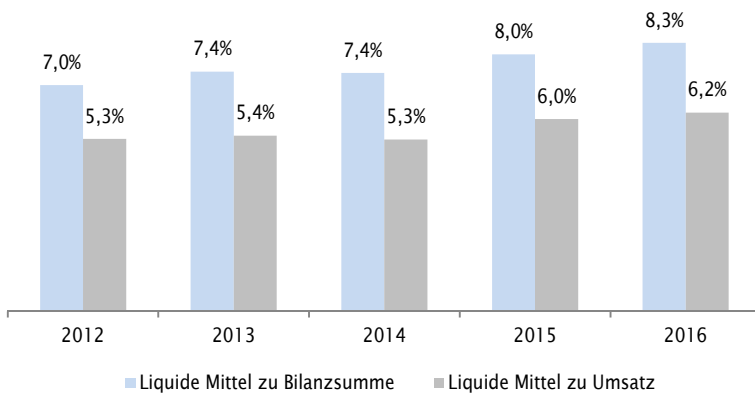
Liquide Mittel in Mio. EUR nach Umsatz (Median)
Quelle: LBBW Research

Die Erhöhung des absoluten Kassenbestands hat jedoch nur eine begrenzte Aussagekraft. Denn wächst das gesamte Unternehmen werden i.d.R. auch höhere Liquiditätsreserven benötigt. Eine relative Größe kann daher mehr Aufschluss darüber geben, ob der Liquiditätsbestand nur absolut oder auch im Verhältnis zur Unternehmensgröße zugenommen hat. Hierbei stellen die beiden Kennzahlen liquide Mittel zu Bilanzsumme und zum erwirtschafteten Umsatz Möglichkeiten dar, die Relevanz des Kassenbestands in Relation zur Unternehmensgröße zu setzen.

Die folgende Abbildung zeigt, dass die Bedeutung der Liquidität auch relativ gesehen deutlich zugenommen hat. So ist die Kasse in Relation zur Bilanzsumme von 2012 bis 2016 von etwa 7% auf 8,3% angestiegen. Auch in Relation zum Umsatz gewann die Position an Bedeutung und legte um etwa einen Prozentpunkt von 5,3% auf 6,2% zu.

Relative Größen zeigen aussagekräftigere Ergebnisse

Relative Bedeutung der Kasse wächst



Quelle: LBBW Research

Unterschiede in Abhängigkeit der Größe und Branche

Detailliertere Erkenntnisse liefert eine Selektion der Kennzahl nach Umsatz und Branche. Hierzu wurde die Kennzahl liquide Mittel zu Bilanzsumme herangezogen und nach Umsatzclustern sowie acht ausgewählten Branchen aufgeführt.

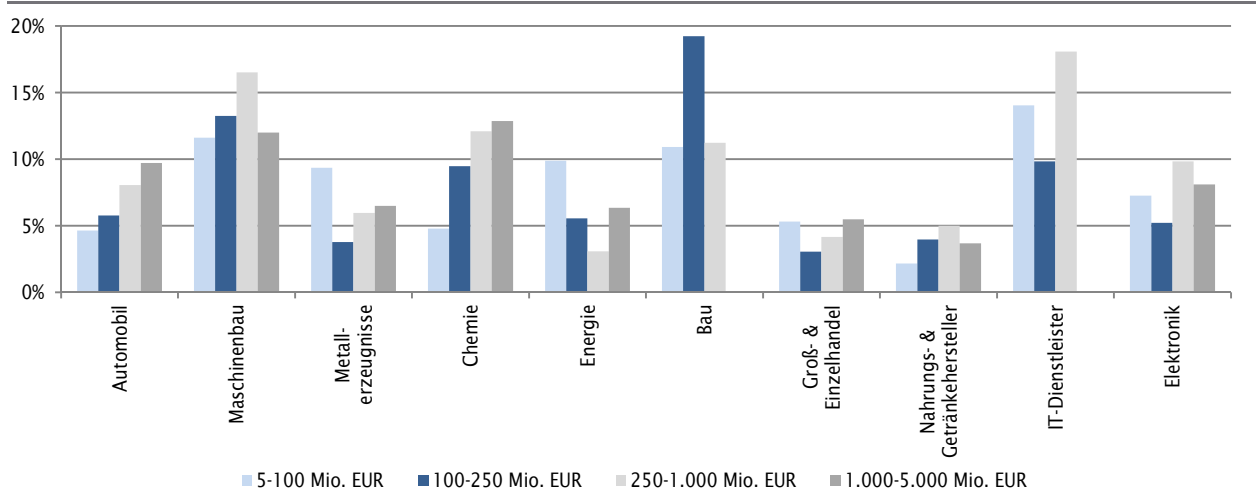
Die Abbildung auf der folgenden Seite zeigt interessante Aspekte bei der Liquiditätshaltung auf. So reicht die Quote von 2,2% bei Herstellern von Metallerzeugnissen sowie Nahrungs- und Getränkeherstellern bis zu 19,2% bei Bauunternehmen. Auf den ersten Blick fallen insbesondere die Extremwerte ins Auge und somit auch die Branchen Groß- und Einzelhandel sowie Nahrungsmittel- und Getränkehersteller. Beide Branchen weisen über alle Größencluster hinweg eine vergleichsweise niedrige Quote auf. Vor allem die Handelsbranche ist geprägt von einem schnellen Warenumsatz. Die gekaufte Ware wird vom Händler möglichst schnell weiterverkauft, wobei der Zahlungseingang i.d.R. unmittelbar stattfindet. Gleichzeitig sind die Margen der Händler vergleichsweise gering und die Fixkosten hoch. Dadurch lässt sich die geringe Liquiditätskennzahl zumindest teilweise erklären. Das gegenteilige Bild zeigt sich bei Maschinenbauunternehmen. Da Aufträge bei Maschinen- und Anlagenbauern häufig über mehrere Monate dauern, werden für den Auftraggeber Anzahlungen fällig. Diese Anzahlungen erhöhen den Cash-Bestand der Maschinenbauer, der im Laufe des Projekts abgebaut und bspw. für die nötigen Materiallieferungen ausgegeben wird.

Ein sehr uneinheitliches Bild zeichnet der Bausektor – die Quote schwankt zwischen knapp 11% und über 19%. Ähnlich wie im Maschinenbau halten Bauunternehmen tendenziell hohe Liquiditätspolster, was überwiegend auf die saisonalen Schwankungen zurückzuführen ist.

Zahlreiche Aspekte beeinflussen die Höhe der Kasse

Liquidität zu Bilanzsumme: Bedeutung der Größe und Branche

		Branche									
		Automobil	Maschinenbau	Metall- erzeugnisse	Chemie	Energie	Bau	Groß- & Einzelhandel	Nahrungs- & Getränkehersteller	IT- Dienstleister	Elektronik
Umsatz in Mio. €	5-100	4,7%	11,6%	9,4%	4,8%	9,9%	10,9%	5,3%	2,2%	14,0%	7,3%
	100-250	5,8%	13,2%	3,8%	9,5%	5,6%	19,2%	3,1%	4,0%	9,8%	5,2%
	250-1.000	8,0%	16,5%	6,0%	12,1%	3,1%	11,2%	4,2%	5,0%	18,1%	9,8%
	1.000-5.000	9,7%	12,0%	6,5%	12,9%	6,3%		5,5%	3,7%		8,1%



Angaben in Prozent (Median)
Quelle: LBBW Research

Diversifikation der Geschäftsmodelle mitentscheidend

Das Schaubild unterhalb der Matrix lässt erkennen, dass die Quote Cash zu Bilanzsumme häufig mit der Größe des Unternehmens ansteigt. Allerdings nur bis zu einer gewissen Schwelle. Wird diese Schwelle erreicht, ist die Quote deutlich rückläufig. Dies trifft bei Unternehmen des Maschinenbaus aber auch Getränke- und Lebensmittelhersteller zu. Während die Kasse bei Maschinenbauern mit einem Umsatz von 250-1.000 Mio. EUR noch für 16,5% der Bilanzsumme steht, sinkt die Quote bei Unternehmen mit 1-5 Mrd. EUR Jahresumsatz auf etwa 12%. Hierbei dürfte u.a. die Diversifikation der Geschäftsmodelle eine Rolle spielen. Laut wissenschaftlicher Untersuchungen der University of Washington halten diversifizierte Unternehmen deutlich weniger Cash als nicht-diversifizierte. Bei diversifizierten Unternehmen, die in unterschiedlichen Geschäftsfeldern oder Ländern aktiv sind, würde ein unerwarteter Einbruch eines Geschäftsfelds nicht so stark ins Gewicht fallen bzw. der Einbruch könnte anderweitig abgedefert werden.

So sind bspw. die großen Chemie- wie auch Automobilkonzerne stark regional diversifiziert. Die Lanxess AG als weltweit tätiger Spezialchemiekonzern erwirtschaftete 2016 rund 30% des Umsatzes in der EMEA-Region (ex Deutschland), 25% im asiatisch-pazifischen Raum, 16% bzw. 12% in Nord- bzw. Südamerika und knapp 18% in Deutschland. Zudem hat der Konzern mit Hauptsitz in Köln fünf Segmente definiert, die jeweils ein unterschiedliches Kun-

Diversifikation zur Risikominimierung

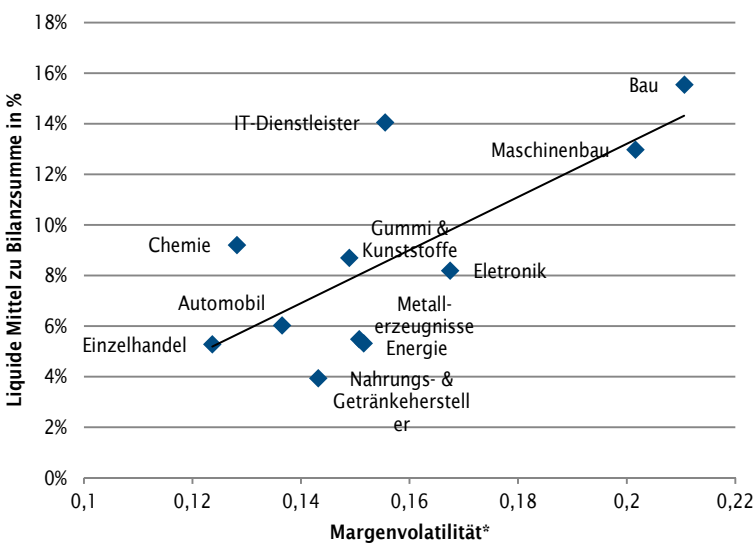
denportfolio vorweisen. U.a. bietet das Segment Performance Chemicals eine breite Palette von Spezialchemikalien für unterschiedlichste Bereiche wie beispielsweise Leder, Materialschutz, Bau oder Automobil. Im Segment Specialty Additives finden sich beispielsweise Zusatzstoffe für Kunststoffe, Schmierstoffe oder Flammenschutzmittel.

Zyklische Branchen mit höherer Margenvolatilität halten mehr Liquidität

Zuletzt wollen wir den Fokus auf die Stabilität der Margen richten. Unsere Ausgangsthese ist dabei, dass mit einer konstanten Marge ein geringeres Geschäftsrisiko einhergeht. Umgekehrt gilt: je größer die Umsatz- und Margenschwankungen, desto größer sollten die Liquiditätspuffer sein. Um dieser Aussage auf den Grund gehen zu können, wurde nachstehend die Margenvolatilität einzelner Branchen der Liquiditätshaltung gegenübergestellt. Es wurden mehr als 800 deutsche Unternehmen untersucht, die mindestens 5 Mio. EUR Jahresumsatz erzielen. Für die Bestimmung der Margenvolatilität wurde der Variabilitätskoeffizient genutzt. Der Variabilitätskoeffizient ist ein statistisches Maß für die Streuung und setzt die Standardabweichung der EBITDA-Marge der vergangenen fünf Jahre ins Verhältnis zum Mittelwert des genannten Zeitraums.

Das untere Schaubild zeigt sehr anschaulich, dass eher zyklische Branchen auch tendenziell mehr Liquidität halten. Nach unseren Auswertungen wiesen im Fünfjahreszeitraum von 2012 bis 2016 im Durchschnitt Unternehmen aus der Baubranche die höchste Margenvolatilität auf und halten gleichzeitig auch die in Relation zur Bilanzsumme höchsten Liquiditätsreserven. Die Baubranche ist insgesamt sowohl saisonalen als konjunkturellen Schwankungen ausgesetzt, womit die hohe Margenvolatilität erklärt werden kann. Mit einer Quote der liquiden Mittel zur Bilanzsumme von knapp 16% halten Bauunternehmen gleichzeitig hohe Cash-Bestände, um saisonale Schwankungen abfedern zu können.

Liquidität zu Bilanzsumme: Margenvolatilität



Liquidität steigt mit zunehmender Margenvolatilität an

*Margenvolatilität: Variabilitätskoeffizient = Standardabweichung 5Y EBITDA-Margin / Mittelwert 5Y EBITDA-Margin (jeweils der Median einer Branche)
Quelle: LBBW Research

Demgegenüber stehen stabile Branchen, die weniger saisonalen oder konjunkturellen Schwankungen unterworfen sind. Gute Beispiele sind hierfür die Einzelhandelsunternehmen oder auch Nahrungs- und Getränkehersteller. Getreu nach dem Motto, dass der Mensch immer essen und trinken muss, können die Unternehmen dieser Branchen auf stabile Einnahmen und Margen zurückblicken. Ein typisches Beispiel hierfür ist der Schweizer Nahrungsmittelhersteller Nestlé, der seit 2003 durchgängig eine EBITDA-Marge zwischen 15% und etwa 18% erzielte.

Etwas überraschend zählt im vorigen Schaubild die Automobilbranche, zu der sowohl die Automobilhersteller als auch Zulieferer zählen, zu den stabilen Branchen. Anders als bei Hygieneprodukten oder bei Getränken und Essen kann in wirtschaftlich schwierigeren Zeiten auf den Kauf eines Autos verzichtet werden. Daher gilt die Automobilbranche als zyklische Konsumgüterbranche, da der Kauf verschoben werden kann. Durch die in vielen Absatzmärkten positive Konjunktorentwicklung in den letzten fünf Jahren konnte die Branche jedoch stabile Margen erzielen. Eine Erweiterung des Betrachtungszeitraums auf 10 Jahre und somit die Berücksichtigung der Wirtschaftskrise ab 2007 würde zu einem unterschiedlichen Bild führen. Die EBITDA-Marge der Daimler AG fiel bspw. von gut 12% im Jahr 2008 auf unter 4% im darauffolgenden Jahr und somit auch die Margenvolatilität deutlich anstieg.

Die Margen von Nahrungsmittel- und Getränkehersteller bleiben von Krisen oft unberührt

Wohin mit der Liquidität?

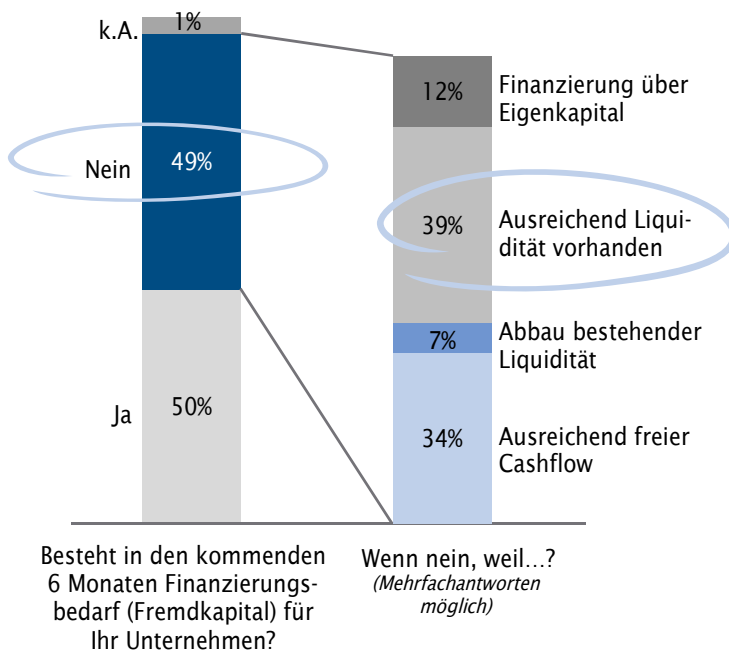
Suche nach Anlagemöglichkeiten

Die Ergebnisse einer kürzlich durchgeführten Kundenbefragung von mehr als 270 Unternehmen förderten Erkenntnisse über die aktuelle Liquiditäts- und Anlagesituation zutage.

Knapp 50% der Befragten gaben an, in den kommenden sechs Monaten keinen Bedarf an frischem Fremdkapital zu haben. Als Grund führten mit Abstand die meisten Befragten die hohe Liquiditätsausstattung an. Rund 39% der Befragten, bei denen in den kommenden sechs Monaten kein Finanzierungsbedarf besteht, führten dies auf ausreichende Liquidität zurück. Weitere 7% gaben sogar an, kein frisches Fremdkapital aufnehmen zu wollen, da zuerst Liquidität abgebaut werden soll. Dies spricht für unsere eingangs beschriebene These, dass einige Unternehmen derzeit eher zu viel als zu wenig Liquidität halten.

Liquidität führt zu geringerem Fremdkapitalbedarf

Mehrheit gibt an, ausreichend Cash zu halten



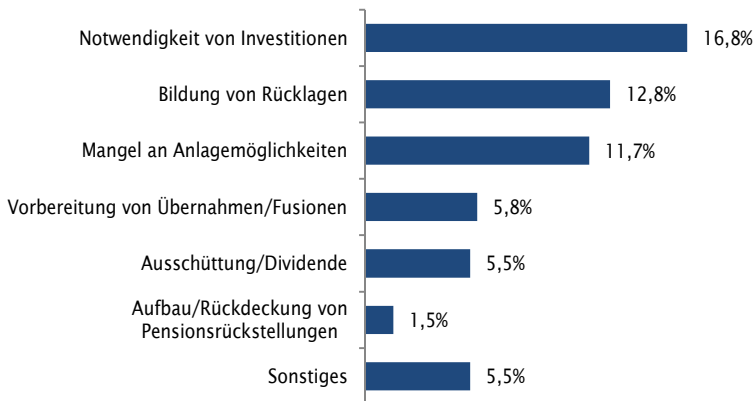
Quelle: LBBW Research

Mehr als ein Fünftel hat aktuellen Anlagebedarf

Etwa 40% der Befragten gab an, ihre Liquidität in den vergangenen sechs Monaten erhöht zu haben. Die Gründe waren dabei sehr vielfältig. Die Mehrheit erhöhte die Liquidität mit Blick auf geplante Investitionen. Nur einzelne Unternehmen gaben an ihre Liquidität für den Aufbau bzw. die Rückdeckung von Pensionsrückstellungen zu erhöhen. Am dritthäufigsten wurde der Mangel an Anlagemöglichkeiten genannt. Folglich bauen eine nicht unwesentliche Zahl der Unternehmen Liquidität auf, ohne dabei einen direkten zukünftigen Verwendungszweck im Blick zu haben bzw. ohne die Notwendigkeit die Liquiditätspuffer zu erhöhen. Insbesondere diese Unternehmen sollten prüfen, welche Anlagemöglichkeiten bestehen.

Mangel an Anlagemöglichkeiten

Gründe für den Liquiditätsaufbau



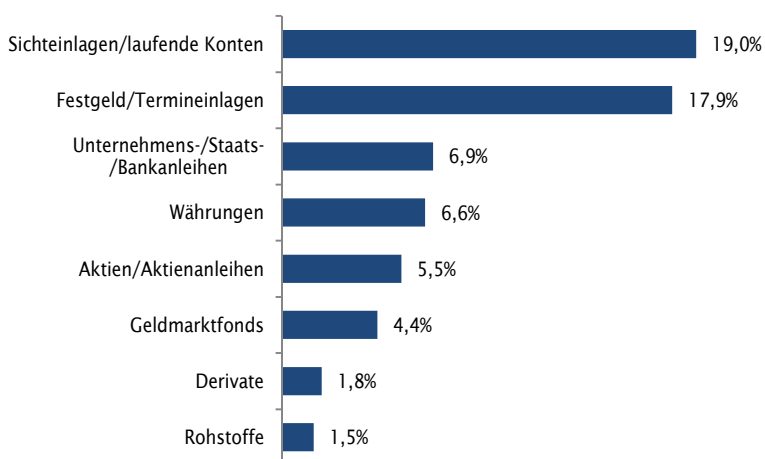
Mehrfachantworten möglich
Quelle: LBBW Research

Eine zentrale Rolle bei der Anlageentscheidung nimmt die Unterscheidung der Liquidität in einen operativen und strategischen Baustein ein. Während die operative Liquidität nur sehr kurzfristig angelegt werden kann und die Anlageinstrumente somit meist auf Sichteinlagen oder Termingelder beschränkt sind, kann die strategische Liquidität längerfristig angelegt werden. Damit einhergehend erweitern sich die Möglichkeiten bei der Wahl der Geldanlage.

Von den mehr als 270 Befragten sehen derzeit mehr als ein Fünftel der Unternehmen Anlagebedarf. Dies ist eine negative Folge der expansiven Geldpolitik der EZB, da Unternehmen mehr denn je Alternativen zu den nullverzinslichen oder sogar negativ verzinsten Sichteinlagen benötigen. Die folgende Abbildung zeigt, dass die Mehrheit aktuell in Sicht- und Termineinlagen investiert ist. Mit Blick auf den Baustein der strategischen Liquidität sollten jedoch auch weitere Anlageinstrumente in Betracht gezogen werden.

Strategische Liquidität bietet mehr Anlagemöglichkeiten

Anlageinstrumente der Unternehmen



Es wurden nur Unternehmen befragt, die aktuell Anlagebedarf haben
Mehrfachantworten möglich
Quelle: LBBW Research

Unternehmen beschränken sich auf Sicht- und Termineinlagen

Wie die vorige Abbildung zeigt, sind die Anlagemöglichkeiten vielfältig. Ein Beispiel dafür liefert der Tech-Riese Apple. Apple hielt zum 30. September 2017 mehr als 150 Mrd. USD in Corporate Bonds und

mehr als 50 Mrd. USD Staatsanleihen. Auch Daimler berichtet von einem Bestand an verzinslichen Wertpapieren von 10,1 Mrd. EUR zum Jahresende 2017, wobei die Schuldtitel im Wesentlichen ein externes Rating von A oder besser aufweisen. Zudem ist ein Teil in derivative Finanzinstrumente angelegt.

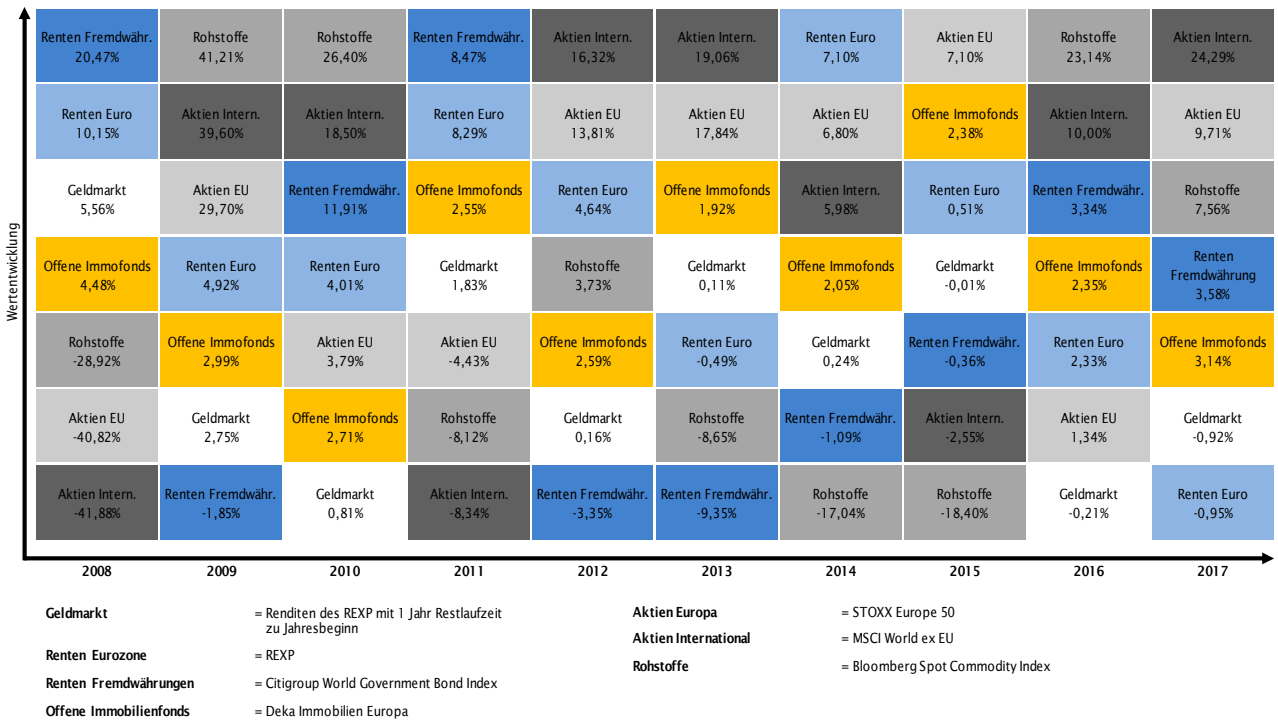
Aktien mit zuletzt starker Performance

Unter der Berücksichtigung des Rendite-Risiko-Verhältnisses kann eine Beimischung weiterer Asset-Klassen durch Diversifikation zu einer Portfoliooptimierung beitragen. Der Diversifikationseffekt ist abhängig von der Korrelation der gewählten Anlagen. Das Ziel der Anlagepolitik sollte daher sein, Diversifikationseffekte bei der Anlage der strategischen Liquidität zu nutzen und damit das Rendite-Risiko-Verhältnis des Unternehmens zu verbessern.

Die nachstehende Abbildung soll abschließend nochmals die Entwicklung verschiedener Anlageklassen in den vergangenen 10 Jahren aufzeigen. Darin zeigt sich, dass sich die Aktienmärkte in den letzten beiden Jahren sehr positiv entwickelt haben. Aber auch Rohstoffe, die von 2013 bis 2015 deutlich rückläufig waren, haben sich wieder stabilisiert und in den letzten beiden Jahren eine erfreuliche Entwicklung genommen. Gleichzeitig befanden sich die Renditen von Geldmarktfonds zuletzt im negativen Bereich und auch Anleiheinvestments waren in den vergangenen Jahren rückläufig.

Mit Blick auf eine Diversifikation und Portfoliooptimierung kann es sich jedoch lohnen, Teile der strategischen Liquidität in geeignete Anlageinstrumente zu investieren um somit nicht nur eine höhere Rendite erzielen zu können, sondern gleichzeitig das Risiko zu reduzieren.

Performance-Teppich verschiedener Asset-Klassen



Quelle: Thomson Reuters, LBBW Research

Zeit zu handeln – Durchblick schaffen

Der vorangehende Text hat gezeigt, dass weder zu wenig noch zu viel Liquidität zielführend sind. Um nun einen geeigneten Mittelweg finden zu können kann es im ersten Schritt hilfreich sein, sich einen Überblick zu verschaffen. Hierzu kann neben einer Liquiditätsplanung auch die Implementierung passender Steuerungsgrößen hilfreich sein. Zudem kann die Strukturierung der Liquidität in einzelne Bausteine Vorteile bringen, da die Bausteine anschließend entsprechend ihres jeweiligen Anlagehorizonts attraktiver angelegt werden können.

Denn durch die expansive Geldpolitik der EZB und die damit einhergehenden Niedrigzinsen stehen die Finanzverantwortlichen vor neuen Herausforderungen. Und je länger das Niedrigzinsniveau anhält, desto mehr steigt die Bedeutung der Anlage liquider Mittel.

Sichteinlagen sowie kurzfristigen Anlagen werfen i.d.R. keine Rendite mehr ab, sondern rentieren bei Null, ggf. sogar negativ. Auch die Renditen von Geldmarktfonds waren in den letzten Jahren im Rückwärtsgang. Während die operative Liquidität weiterhin klassisch veranlagt bleiben sollte, ergeben sich bei der strategischen Liquidität mehr Freiräume. Unternehmen benötigen ein Anlagekonzept für Überschussliquidität im Negativzinsumfeld.

Steuerungsgrößen implementieren

Anlagehorizont erweitern

Disclaimer:

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden und erfüllt die Anforderungen des § 4 Abs. 4 WpDVerOV im Hinblick auf Aussagen zu früheren Wertentwicklungen der behandelten Finanzinstrumente, Finanzindexe oder Wertpapierdienstleistungen nicht.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Redaktion:

Landesbank Baden-Württemberg
Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Ansprechpartner

Ansprechpartner Liquiditäts- und Investmentmanagement

Michael Zaiser
Leiter der Gruppe Liquiditäts- und Investmentmanagement
+49 711 127-28510
michael.zaiser@LBBW.de

Axel Krisinger
Strategisches Produktsourcing
+49 711 127-28511
axel.krisinger@LBBW.de

Uwe Janßen
Fachberater LIM
+49 711 127-28512
uwe.janssen@LBBW.de

Oliver Rechtsteiner
Fachberater LIM
+49 711 127-28515
oliver.rechtsteiner@LBBW.de

Bert Schulte
Fachberater LIM
+49 711 127-28513
bert.schulte@LBBW.de

Axel Fischer
Fachberater LIM
+49 711 127-28513
axel.fischer@LBBW.de

Michael Lohmüller
Fachberater LIM
+49 711 127-28516
michael.lohmueller@LBBW.de

Walter Schneider
Fachberater LIM
+49 711 127-28519
walter.schneider@LBBW.de

Jürgen Vogl
Fachberater LIM
+49 711 127-28514
juergen.vogl@LBBW.de

Rainer Aust
Fachberater LIM
+49 711 127-28520
rainer.aust@LBBW.de

Service Hotline LIM
+49 711 127-28822

LBBW Research

Uwe Burkert
Chefvolkswirt
+49 711 127-73462
uwe.burkert@LBBW.de

Strategy Research

Dr. Thomas Meißner
Leiter der Abteilung
+49 711 127-73574
thomas.meissner@LBBW.de

Strategy Research

Marco Göck
Leiter der Gruppe Corporate/
Retail Developments
49 711 127-70493
marco.goeck@LBBW.de

Barbara Ambrus
+49 711 127-73461
barbara.ambrus@LBBW.de

Clemens Bundschuh
+49 711 127-74029
clemens.bundschuh@LBBW.de

Martin Dresp
+49 711 127-48938
martin.dresp@LBBW.de

Martin Güth
+49 711 127-79603
martin.gueth@LBBW.de

Thomas Hollenbach
+49 711 127-42794
thomas.hollenbach@LBBW.de

Hans-Peter Kuhlmann
+49 711 127-70563
hans-peter.kuhlmann@LBBW.de

Antje Laschewski
+49 711 127-73064
antje.laschewski@LBBW.de

Dr. Katja Müller
+49 711 127-42106
katja.mueller@LBBW.de

Rolf Schäffer
Leiter der Gruppe
Strategy/ Macro
+49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

Wolfgang Albrecht
+49 711 127-73258
wolfgang.albrecht@LBBW.de

Christian Götz
+49 711 127-74470
christian.goetz@LBBW.de

Frank Klumpp
+49 711 127-75894
frank.klumpp@LBBW.de

Michael Köhler
+49 711 127-42664
michael.koehler@LBBW.de

Dr. Frank Schallenberger
+49 711 127-77436
rank.schallenberger@LBBW.de

Matthias Schell
+49 711 127-43666
matthias.schell@LBBW.de

Martin Siegert
+49 711 127-76182
martin.siegert@LBBW.de

Uwe Streich
+49 711 127-74062
uwe.streich@LBBW.de

Elmar Völker
+49 711 127-76369
elmar.voelker@LBBW.de

Dirk Chlench
+49 711 127-76136
dirk.chlench@LBBW.de

Matthias Krieger
+49 711 127-73036
matthias.krieger@LBBW.de

Dr. Jens-Oliver Niklasch
+49 711 127-76371
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Manfred Wolter
+49 711 127-42816
manfred.wolter@LBBW.de

Dr. Guido Zimmermann
+49 711 127-71640
guido.zimmermann@LBBW.de

Cross-Asset Research

Alexandra Schadow
Leiterin der Abteilung
+49 711 127-78951
alexandra.schadow@LBBW.de

Corporates

Gerhard Wolf
Leiter der Gruppe
+49 711 127-48078
gerhard.wolf@LBBW.de

Financials/ Covered Bonds/ Agencies

Alexandra Schadow
Leiterin der Gruppe
+49 711 127-78951
alexandra.schadow@LBBW.de