

Corporate Finance Fokus. Working Capital im Blick behalten.

Research für Unternehmen | Februar 2019

Im Wandel der Zeit:

Bedeutung des Working Capital.

[Seite 04 - 07 →](#)

Von A bis Z:

Unternehmen zeigen Unterschiede.

[Seite 08 - 09 →](#)

Potenziale heben:

Stellschraube Forderungen.

[Seite 10 - 15 →](#)

Alternative Finanzierungen.

[Seite 16 - 17 →](#)



Summary: Working Capital im Blick behalten.

Das effiziente Management des Working Capitals wird in positiven Konjunkturphasen häufig vernachlässigt. Dies zeigt der Cash Conversion Cycle, der seit mehr als fünf Jahren stagniert. Dabei wird insbesondere das Forderungsmanagement weniger konsequent durchgesetzt. Vor dem Hintergrund der gegenwärtig vollen Auftragsbücher sind die zunehmenden Zahlungsverzögerungen zwar weniger bedrohlich, im Falle einer Konjunkturabkühlung oder steigender Zinsen könnte dies jedoch zu Risiken führen.

»Unternehmen mit schwachem Working-Capital-Management laufen bei steigenden Zinsen Gefahr, in Liquiditätsengpässe zu geraten.«

Inhalt

01



Die Bedeutung des Working Capital im Wandel der Zeit.

[Seite 04 →](#)

02



Von A wie Apple bis Z wie Zalando - Unternehmen zeigen große Unterschiede.

[Seite 08 →](#)

03



Stellschraube Forderungen: versteckte Potenziale heben.

[Seite 10 →](#)

04



Alternative Finanzierungsformen: mittlerweile Standard.

[Seite 16 →](#)

05



Unsere Empfehlung: Working Capital dauerhaft und langfristig im Blick behalten.

[Seite 18 →](#)

01

Die Bedeutung des Working Capital im Wandel der Zeit.

Interne Finanzierungsquellen während der Finanzkrise im Fokus.

Die Unternehmensfinanzierung unterlag in den letzten Jahren einem großen Wandel. Lange Zeit nahm das Working-Capital-Management eine eher sekundäre Rolle in den Finanzabteilungen der Unternehmen ein. Dies änderte sich spätestens im Zuge der Finanzkrise, die bei vielen Firmen zu Liquiditätsengpässen führte.

Zusätzlich wurde der Handlungsdruck durch die Verschärfung der Kreditvergaberegeln infolge Basel III sowie durch einen erhöhten Margendruck aufgrund des zunehmenden Wettbewerbs verstärkt. Infolgedessen haben viele Unternehmen begonnen, intensiv nach internen Finanzierungsquellen zu suchen.

Finanzkrise führte zu Liquiditätsengpässen bei Unternehmen.



Niedrigzinsen und Konjunkturaufschwung verschieben das Bild wieder.

Die Finanzkrise liegt mittlerweile etwa zehn Jahre zurück. Seither hat sich das Bild erneut gewandelt. Die Europäische Zentralbank hält die Zinsen seit Jahren auf historisch niedrigem Niveau. In der Folge sank für Unternehmen der Anreiz zur Innenfinanzierung, denn Fremdkapital ist so günstig wie selten zuvor. Gleichzeitig befindet sich die Konjunktur in Deutschland wie auch im gesamten Euroraum seit Jahren auf Wachstumskurs. Durch die zuletzt stabilen und hohen Cashflows konnten deutsche Unternehmen ihre Liquiditätsreserven deutlich aufstocken. So erhöhten bspw. die DAX-Unternehmen ihren Kassenbestand in den letzten fünf Jahren von 112 auf etwa 147 Mrd. EUR.

Unter diesen Rahmenbedingungen spielt das Working Capital für viele Unternehmen derzeit wohl eher eine sekundäre Rolle. Denn der Anreiz, intern Kapital freizusetzen, scheint auf den ersten Blick nicht sehr hoch zu sein.

Liquidität ist aktuell jedoch kein Problem.



Cash Conversion Cycle stagniert.

Dass die Working-Capital-Optimierung bei der großen Mehrheit aktuell nicht ganz oben auf der Agenda steht, bestätigen auch die folgenden Zahlen zur Geldumschlagsdauer. Die Geldumschlagsdauer bzw. der Cash Conversion Cycle setzt sich aus drei Kennzahlen zusammen: Lagerdauer, Debitoren- und Kreditorenlaufzeit.

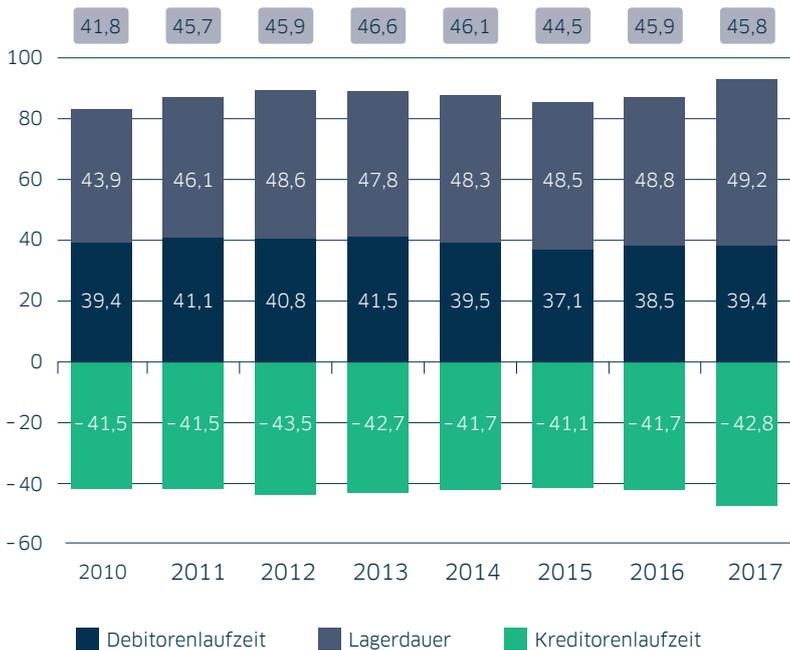
Das Ergebnis gibt Aufschluss darüber, wie lange ein Unternehmen braucht, um in (Vor-) Produkte zu investieren, diese zu lagern bzw. weiterzuverarbeiten, zu verkaufen und am Ende wieder Cash als Bezahlung zu erhalten.

Eine Untersuchung von rund 400 deutschen Unternehmen zeigt, dass die Geldumschlagsdauer im Median in den letzten Jahren tendenziell zunehmend war. Während die Debitorenlaufzeit 2017 im Vergleich zu 2010 in etwa konstant blieb und sich die Kreditorenlaufzeit sogar leicht verbesserte, nahm die Lagerdauer bis 2017 knapp fünf Tage zu. Für das Halten eines Lagers gibt es in der Theorie verschiedene Erklärungsansätze. Die gezeigte Entwicklung spricht dafür, dass Unternehmen in Erwartung einer sich verbessernden Konjunktur und somit auch einer steigenden Nachfrage Lagerbestände aufbauen, um in der Hochkonjunktur lieferfähig zu bleiben. Die vorläufigen Zahlen für 2017 deuten eine leichte Ausweitung der Debitorenlaufzeit an, während sich gleichzeitig allerdings auch die Kreditorenlaufzeit ausweitete.

Working-Capital-Management wird derzeit eher vernachlässigt.



Cash Conversion Cycle in Tagen (Median).



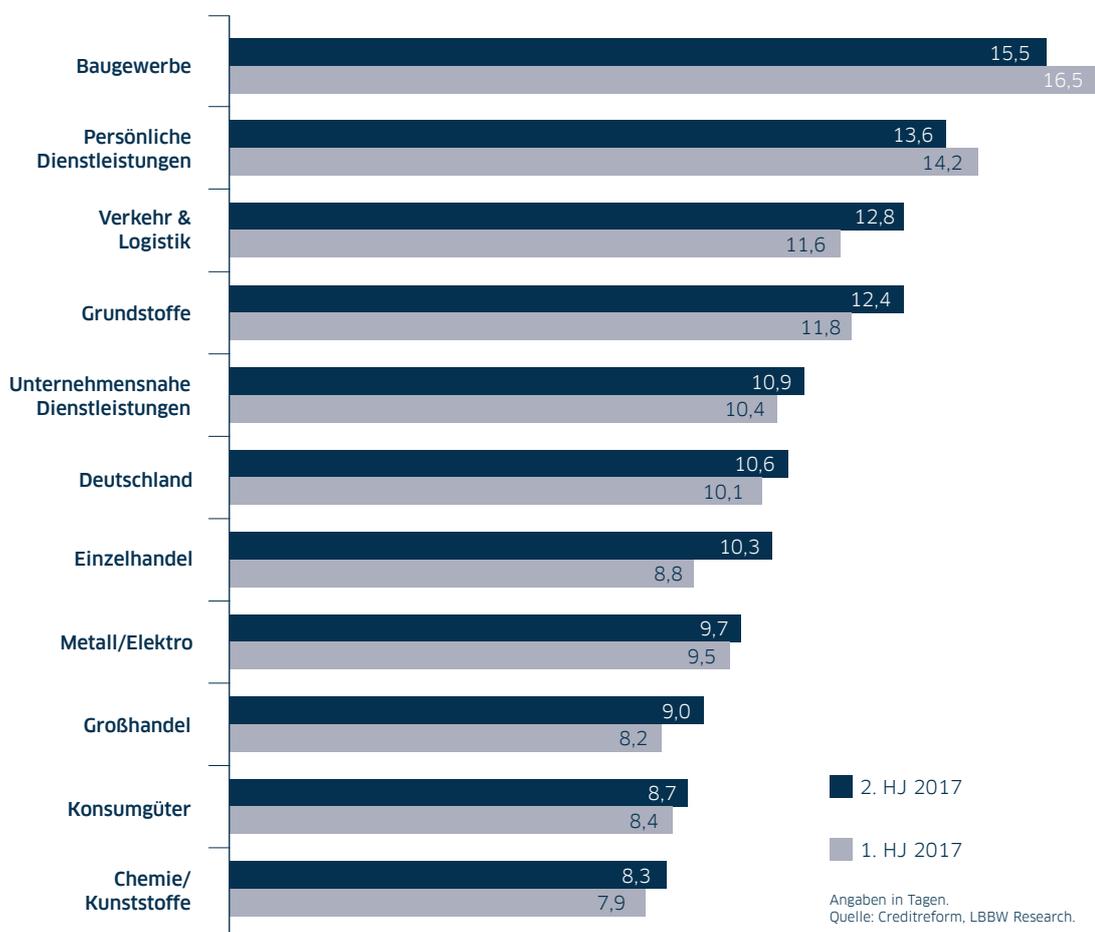
Geldumschlagsdauer 2017: 46 Tage.

Die sinkende Relevanz eines konsequenten Working-Capital-Managements lässt sich auch am Zahlungsverhalten der Unternehmen erkennen. So kam es im zweiten Halbjahr 2017 laut Creditreform zu einem spürbaren Anstieg der Zahlungsverzögerungen bei B2B-Geschäftstransaktionen. Im Durchschnitt lag die Verzugsdauer bei 10,58 Tagen und damit gut einen halben Tag höher als noch im ersten Halbjahr 2017 mit 10,11 Tagen Zahlungsverzug. In beinahe allen Branchen war ein Anstieg zu verzeichnen. Durch die zunehmenden Zahlungsverzögerungen wird die Liquiditätslage des Leistungserstellers bzw. Lieferanten belastet, da dieser den Auftrag entsprechend (länger) vorfinanzieren muss. Als möglichen Grund für den Anstieg führt Creditreform die aktuell gute wirtschaftliche Lage an, da beim gegenwärtigen Auftragsboom das Forderungsmanagement weniger konsequent durchgesetzt wird.

Zahlungsverzögerungen in Deutschland zunehmend.



Zahlungsverzug nach Wirtschaftsbereichen.



Jetzt erst recht: Warum Working-Capital-Management trotzdem sinnvoll ist.

Warum sollte sich ein Unternehmen denn nun trotzdem Gedanken über ein konsequentes Working-Capital-Management machen? Hierfür unterteilen wir zur Verdeutlichung in drei Situationen:

- 1) Wachstum: Befindet sich ein Unternehmen im Wachstum, steigen nicht nur die Umsätze, sondern in der Regel auch die Forderungsbestände. Die Optimierung des Forderungsbestands kann hierbei als Wachstumsfinanzierer dienen.

Working-Capital-Management bietet vielseitige Vorteile.

- 2) Bonität: Geratete Unternehmen versuchen durch Mittelfreisetzung und mit einer verbesserten Bilanzstruktur ihr Rating zu halten bzw. zu verbessern. Häufig gewinnt dieser Aspekt nach größeren Akquisitionen an Bedeutung.
- 3) Finanzielle Schieflage: Für Unternehmen, die mit Liquiditätsengpässen zu kämpfen haben, stellt die konsequente Implementierung eines Working-Capital-Managements eine schnelle und effektive Möglichkeit dar, gebundene Liquidität freizusetzen. Dadurch werden wieder mehr Freiräume geschaffen.

Neben den genannten Punkten können durch geeignete Maßnahmen ausgewählte Kennzahlen, wie u.a. die Eigenkapitalquote oder der Verschuldungsgrad, in unterschiedlichem Umfang verbessert werden. Zudem gilt ein aktives Working-Capital-Management als ein wirkungsvolles Instrument zur Steigerung des Unternehmenswerts. Durch die Optimierung des Working Capital wird der Cash-flow erhöht, es werden rasch liquide Mittel freigesetzt und die Lager- und Kapitalkosten dauerhaft gesenkt. Die freigesetzten Mittel können anschließend für Investitionen verwendet werden, jedoch sollte hierbei die unter Umständen mangelnde Fristenkongruenz beachtet werden. Bei einem Anziehen der Zinsen sowie einer Konjunkturabkühlung könnte eine Nichtbeachtung des Working Capital zum Problem werden. Somit gilt auch für die breite Masse, darauf zu achten, dass sich das Working Capital nicht zu sehr aufbläht, und es kann sich grundsätzlich für jedes Unternehmen lohnen, die Größe Working Capital genauer unter die Lupe zu nehmen.

Was passiert bei einem Zinsanstieg?



Positive Effekte des Working-Capital-Managements.



Freisetzung von Kapital für Investitionen.



Sicherung der Liquidität.



Optimierung der Geschäftsprozesse durch Identifizierung der Working-Capital-Treiber.



Erhöhung der Rentabilität.



Nachhaltige Senkung des gebundenen Working Capital.

Cash Conversion Cycle.

Die Geldumschlagsdauer bzw. der Cash Conversion Cycle ergibt sich aus drei Faktoren: Erstens, die Forderungslaufzeit (DSO; Days Sales Outstanding), die die Zeitspanne zwischen Rechnungsstellung und Zahlungseingang beschreibt. Zweitens wird zur Forderungslaufzeit die durchschnittliche Reichweite der Lagerbestände (Days Inventory Outstanding; DIO) addiert. Je kleiner diese Zahl, desto kürzer ist der Zeitraum, in dem Kapital in den Lagerbeständen gebunden ist. Zuletzt wird von der Summe aus DSO und DIO die Kreditorenlaufzeit (Days Payables Outstanding; DPO) subtrahiert. Die Kreditorenlaufzeit gibt dabei die Anzahl der Tage von Rechnungseingang bis Zahlungsausführung an.

Als Faustformel sollte die Debitorenlaufzeit kleiner als die Kreditorenlaufzeit sein. Das heißt, ein Unternehmen sollte das Geld von seinen Kunden

schneller einsammeln, als es die Rechnungen seiner eigenen Lieferanten bezahlt. Ist die Situation umgekehrt, muss ein Unternehmen erstens die Rohstoffe bzw. Lagerbestände aus eigener Tasche bzw. über Banken vorfinanzieren, zweitens erhöht sich die Gefahr, in einen Liquiditätsengpass zu geraten. Bei der Lagerhaltung gilt es, ein gesundes Maß zu finden. Eine zu lange Lagerhaltung kann ein Hinweis auf eine zu hohe Kapitalbindung in Rohstoffe oder Halbfertig- bzw. Fertigteile sein. Andererseits kann eine zu geringe Lagerhaltung unter Umständen einen negativen Einfluss auf die Umsätze haben, wenn bspw. Lieferzeiten nicht mehr eingehalten werden können.

Grundsätzlich ist eine hohe Geldumschlagsdauer in der Regel nicht gewollt. Denn ein zu hoher Cash Conversion Cycle bedeutet, dass das Unternehmen zu viel Kapital im Verkaufsprozess gebunden hat.

02

Von A wie Apple bis Z wie Zalando – Unternehmen zeigen große Unterschiede.

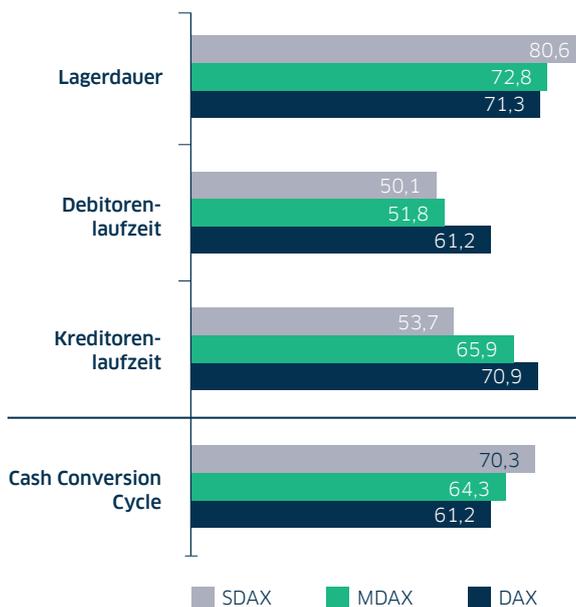


Branche, aber auch Marktmacht oftmals entscheidend.

Auf die Geldumschlagsdauer nehmen verschiedene Faktoren in unterschiedlichem Ausmaß Einfluss. Klassischerweise spielen die Unternehmensgröße und damit häufig einhergehend die Verhandlungsmacht gegenüber Abnehmern und Zulieferern sowie die Branche wichtige Rollen. Bevor wir im nächsten Kapitel den Schwerpunkt auf den breiten Mittelstand legen, soll ein Blick auf börsennotierte Unternehmen Erkenntnisse über mögliche Einflussfaktoren bei der Geldumschlagsdauer liefern.

Die folgende Abbildung zeigt hierzu die drei Kennzahlen, aus denen sich der Cash Conversion Cycle berechnet sowie den Cash Conversion Cycle selbst. Jeweils gegliedert in die drei wichtigsten deutschen Indizes DAX, MDAX und SDAX. Als erstes lässt sich festhalten: Mit 61 Tagen findet die Umwandlung von der Investition in den Lagerbestand zu Bargeld mit Blick auf den Median bei DAX-Unternehmen am schnellsten statt, gefolgt von MDAX- sowie an dritter Stelle SDAX-Unternehmen. Da die Unternehmen des DAX-Indexes in Bezug auf den Umsatz in der Regel größer sind als MDAX- bzw. SDAX-Unternehmen, lässt sich die erste These wagen, dass größere Unternehmen tendenziell eine geringere und damit vorteilhafte Geldumschlagsdauer erreichen.

Cash Conversion Cycle börsennotierter Unternehmen.



Ohne Financials und Immobilienunternehmen, Angabe in Tagen (Median).
Quelle: Bloomberg, LBBW Research.

Besonders interessant ist hierbei eine Betrachtung der Kreditoren- und der Debitorenlaufzeit. Die Kreditorenlaufzeit ist bei DAX-Unternehmen deutlich höher als bei SDAX-Unternehmen. Somit begleichen DAX-Konzerne ihre Rechnungen später. Ist gleichzeitig die Debitorenlaufzeit kürzer als die Kreditorenlaufzeit, erhält das Unternehmen eine Art zinslosen Kredit. Dies ist in der gezeigten Abbildung zwar der Fall, allerdings ist die Debitorenlaufzeit bei DAX-Konzernen etwas überraschend höher als bei SDAX-Konzernen. Damit werden SDAX-Unternehmen vergleichsweise früher bezahlt als dies bei den beiden größeren Indizes der Fall ist.

Zumindest teilweise dürfte der Unterschied am Gewicht einzelner Branchen in den Indizes liegen. Während im SDAX überwiegend Unternehmen zu finden sind, die wie bspw. Vossloh, DMG Mori oder Deutz in die Industriebranche eingeordnet sind, finden sich im DAX Unternehmen aus vielen unterschiedlichen Branchen. Dazu zählen IT-, Telekommunikations-, Pharma- und Chemieunternehmen oder auch Versorger. Welchen Einfluss die Branchenzugehörigkeit sowie das Geschäftsmodell auf die drei Einflussgrößen der Geldumschlagsdauer haben, soll an kurzen Beispielen verdeutlicht werden.

Als erstes Beispiel dient der Smartphone-Pionier und Technologie-Riese Apple. Gemessen an der Marktkapitalisierung ist Apple derzeit das wertvollste Unternehmen der Welt. Ein Blick auf die folgende Tabelle zeigt, dass es Apple seit Jahren gelingt, einen negativen Cash Conversion Cycle zu erreichen. Die Lagerdauer ist mit unter zehn Tagen sehr niedrig, was im Umkehrschluss heißt, dass die Produktionsprozesse sehr gut aufeinander abgestimmt sind. Gleichzeitig ist auch die Debitorenlaufzeit mit unter 30 Tagen relativ niedrig. Besonders bemerkenswert ist jedoch die Kreditorenlaufzeit mit zuletzt deutlich über 100 Tagen. Apple bezahlt seine Lieferanten erst sehr spät, was die große Marktmacht des Unternehmens aus Cupertino widerspiegelt. Folglich finanzieren die Lieferanten den Geschäftsbetrieb sozusagen zinslos.

Geldumschlagsdauer am Beispiel Apple.

In Tagen	2015	2016	2017
Debitorenlaufzeit	26,7	27,5	27,2
+ Lagerdauer	5,8	6,2	9,2
./. Kreditorenlaufzeit	85,2	101,0	111,4
Cash Conversion	-52,7	-67,3	-75,0

Quelle: Bloomberg, LBBW Research.

Eine ähnliche Konstellation findet sich beim Berliner Online-Shop Zalando. Während die Kunden ihre Rechnungen früh bezahlen – die Forderungslaufzeit liegt bei etwa 20 Tagen –, begleicht Zalando die Rechnungen deutlich später. Mit einer Kreditorenlaufzeit von 136 Tagen sowie einer Lagerdauer von rund 98 Tagen erreicht Zalando einen Cash Conversion Cycle von –18 Tagen und damit wie Apple einen negativen Wert.

Abgesehen davon, dass der Fall Apple ein Extrembeispiel darstellt, sind Größe und eine führende Branchenstellung allein oftmals nicht ausreichend, um eine niedrige Geldumschlagsdauer erreichen zu können.

Die Nucor Corporation ist mit einem Umsatz von über 21 Mrd. USD einer der größten Stahlproduzenten in den Vereinigten Staaten. Doch anstatt –75 Tage wie bei Apple oder –18 wie bei Zalando, lag die Geldumschlagsdauer von Nucor 2017 bei rund +75 Tagen. Die wesentliche Ursache dafür ist die lange Lagerdauer. Dies liegt in erster Linie an den unterschiedlichen Produkten und Dienstleistungen, die von den Unternehmen angeboten werden. Nucor benötigt zur Verarbeitung der Rohstoffe zu fertigem Stahl und zum Verkauf ca. zwei Monate. Apple weniger als zehn Tage. Zudem muss Nucor seine Lieferanten bereits nach kurzer Zeit bezahlen, nämlich nach knapp 20 Tagen.

Geldumschlagsdauer am Beispiel Nucor.

In Tagen	2015	2016	2017
Debitorenlaufzeit	38,3	34,0	33,3
+ Lagerdauer	59,4	61,0	61,3
./. Kreditorenlaufzeit	19,2	17,8	19,7
Cash Conversion	78,5	77,2	74,6

Quelle: Bloomberg, LBBW Research.

Die Beispiele haben gezeigt, dass sowohl die Marktmacht als auch die Branchenzugehörigkeit starken Einfluss auf die Kapitaleffizienz eines Unternehmens haben können. Gleichzeitig gibt es erhebliche Unterschiede beim Vergleich einzelner Unternehmen. Wie sich die Zahlen für den breiten deutschen Mittelstand darstellen und welches Optimierungspotenzial in den Forderungsbeständen schlummert, soll im folgenden Kapitel geklärt werden.

03

Stellschraube Forderungen: versteckte Potenziale heben.



Zu Beginn wurde bereits gezeigt, dass die Geldumschlagsdauer bei deutschen Unternehmen in den letzten Jahren nicht verbessert werden konnte. Einer der drei Einflussfaktoren ist die Debitoren- bzw. Forderungslaufzeit. Zum Forderungsmanagement zählt das gesamte Aufgabenfeld der Debitorenbuchhaltung und die Begleitung der Zahlungsprozesse. Ein Kernziel ist dabei, Zahlungsverzögerungen über das vereinbarte Zahlungsziel hinaus zu vermeiden. Folglich nehmen Punkte wie die Bonitätsprüfung des Kunden, die zeitnahe Erstellung von Rechnungen, die Überwachung von Fälligkeiten sowie das Mahnwesen bzw. das Ergreifen geeigneter Maßnahmen bei Zahlungsverzug eine hohe Bedeutung ein.

Verborgene Schätze im Forderungsportfolio.

Der Bilanzposten Forderungen aus Lieferungen und Leistungen deutscher Unternehmen ist bei der Betrachtung des Medians in den letzten Jahren kontinuierlich angestiegen. Gleichzeitig weitete sich die Bilanzsumme aus, wodurch der prozentuale Anteil der Forderungen an der Bilanzsumme in den letzten fünf Jahren leicht zurückging und zuletzt bei 15,2% lag. Damit nehmen Forderungen trotz des relativ gesehen leichten Rückgangs weiterhin einen beachtlichen Teil in der Unternehmensbilanz ein.

Grundsätzlich gilt: Je höher der Forderungsbestand, desto größer ist das Optimierungspotenzial. Ein wesentlicher Einflussfaktor auf den gesamten Forderungsbestand und damit auch auf das vorhandene Optimierungspotenzial ist die Branche. Daher werden die Unternehmen für die folgenden Auswertungen nach Branchen geclustert.

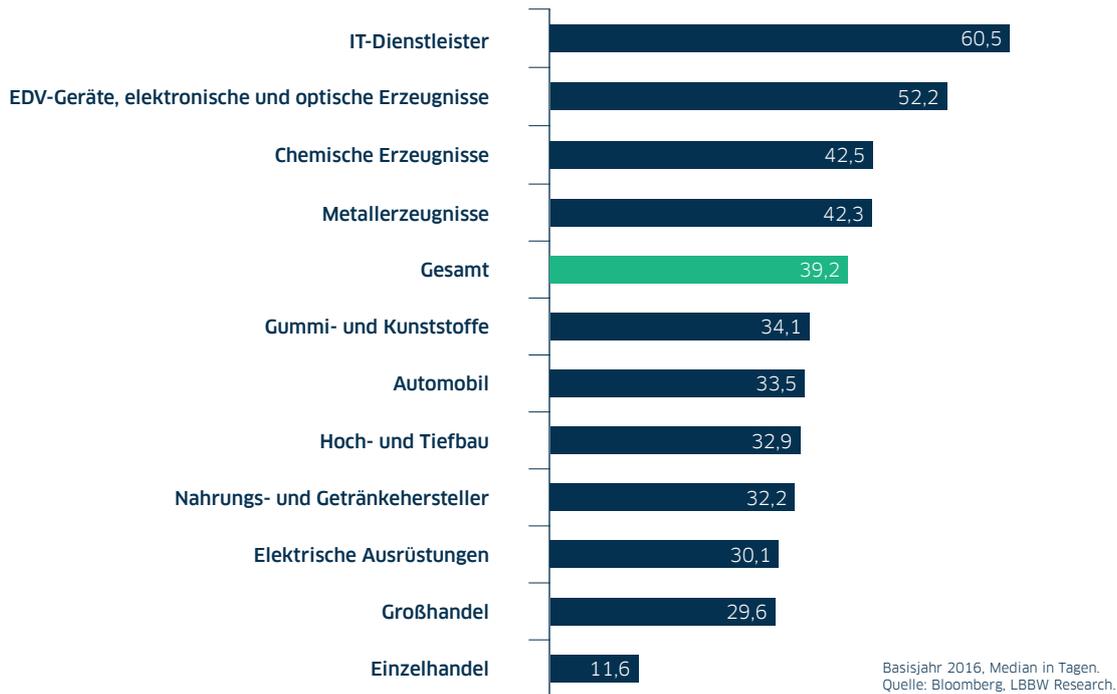
Wer wurde untersucht?

Für die Auswertungen wurden in Deutschland ansässige Unternehmen miteinbezogen, die eine vollständige Datenhistorie von mind. fünf Jahren vorweisen. Zudem wurden nur Unternehmen untersucht, die im letzten Geschäftsjahr einen Jahresumsatz zwischen mind. 5 Mio. EUR bis max. 1 Mrd. EUR erzielten. Insgesamt wurden mehr als 650 Unternehmen berücksichtigt.

Die Forderungslaufzeit nahm in den Jahren 2016 und 2017 wieder leicht zu. Die Gesamtheit der Unternehmen muss etwa 40 Tage auf die Bezahlung der ausgestellten Rechnung warten. Zwischen den Branchen sind erhebliche Unterschiede zu entdecken, aber auch innerhalb einer Branche gibt es Spielraum für individuelle Ausgestaltungs- und Optimierungsmaßnahmen des Forderungsbestands.

Ein erster Blick auf ausgewählte Branchen zeigt die große Spannweite der Forderungslaufzeit. Während Unternehmen im Einzelhandel lediglich rund 12 Tage auf ihr Geld warten müssen, steigt die Anzahl Tage von Rechnungsstellung bis Zahlungseingang bei Dienstleistern aus dem IT-Bereich auf über 60 Tage an.

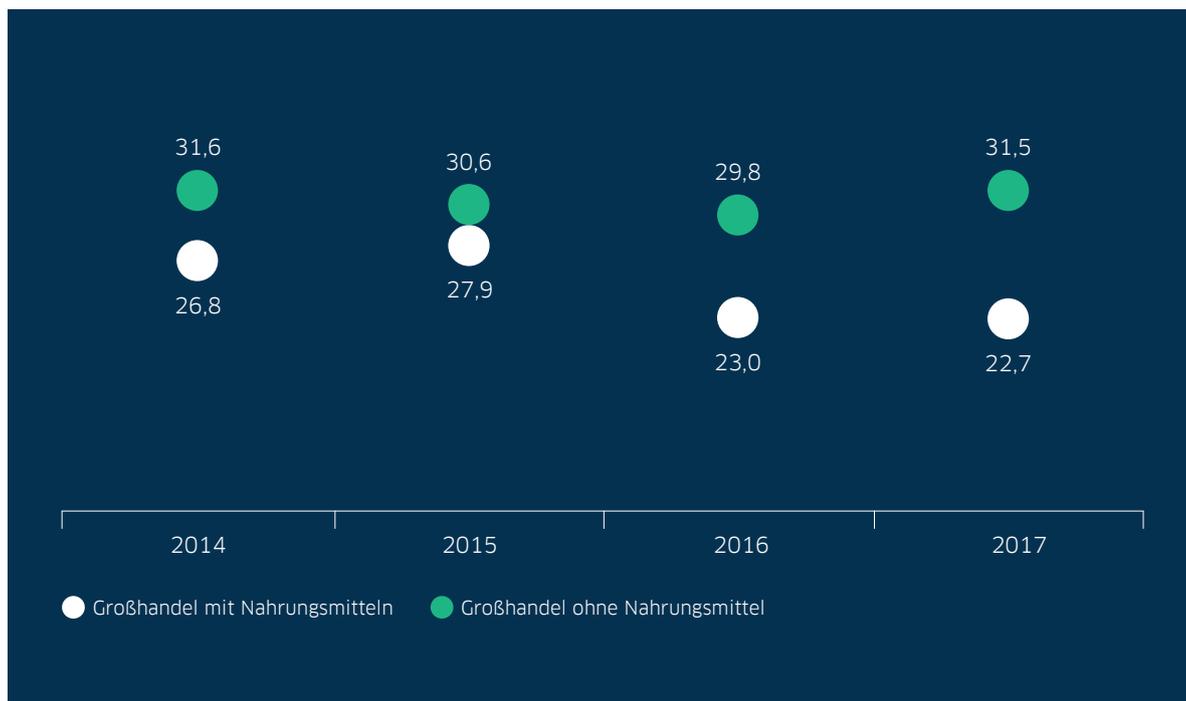
Forderungslaufzeit nach Branchen.



Größere Unterschiede auch innerhalb einer Branche zeigen sich insb. beim Großhandel. Bei einem Vergleich der Großhändler, die mit Nahrungsmitteln handeln und den Sonstigen im Non-Food-Bereich ist eine deutliche Diskrepanz erkennbar. Die Forderungslaufzeit bei Händlern mit

Nahrungsmitteln lag in den letzten Jahren konstant unter den sonstigen Großhändlern. Folglich wird der Forderungsbestand von Großhändlern mit Nahrungsmitteln deutlich effizienter gemangt als bei den Weiteren. Die Kundenstruktur dürfte dabei eine wesentliche Rolle spielen.

Forderungslaufzeit im Großhandel im Vergleich.



Kennzahlenverbesserung mit Forderungsoptimierung.

Mit Hilfe einer Forderungsoptimierung können diverse Bilanz- und Erfolgskennzahlen verbessert werden. Durch die Reduktion des Forderungsbestands und der damit einhergehenden Liquiditätsfreisetzung findet zunächst ein reiner Aktivtausch statt. Je nachdem wofür die freigesetzte Liquidität verwendet wird, können weitere Kenngrößen verbessert werden. Die folgende Abbildung soll hierzu eine kurze Übersicht zu ausgewählten Größen darstellen.

Kennzahlenauswirkungen einer Forderungsoptimierung.

1. Aktivtausch	2. Mittelverwendung (Schuldenabbau)
Forderungslaufzeit 	Eigenkapitalquote 
Geldumschlagsdauer 	ROCE 
Liquidität 1. Grades 	Economic Value Added (EVA) 

Quelle: LBBW Research.

Die linke Spalte der Abbildung stellt den reinen Aktivtausch dar, bei dem die freigesetzte Liquidität in der Kasse oder als Zahlungsmitteläquivalente gehalten wird. U.a. verkürzt sich dadurch die Forderungslaufzeit und damit auch die gesamte Geldumschlagsdauer. Zudem erhöht sich die Liquidität 1. Grades. Wird die freigesetzte Liquidität zur Schuldenrückführung verwendet, findet eine Bilanzverkürzung statt. Dadurch verbessern sich u.a. die Eigenkapitalquote sowie auch die Rentabilitätskennzahl ROCE (Return on Capital Employed) oder der EVA (Economic Value Added) als Kennzahl für den Wertbeitrag.

Nachstehend sollen nun die konkreten Auswirkungen von forderungsoptimierenden Maßnahmen auf ausgewählte Kennzahlen untersucht werden. Die Forderungsoptimierung wird für drei Szenarien simuliert:

- Im Minimalszenario werden 10% der ausstehenden Forderungen aus Lieferungen und Leistungen optimiert,
- im Normalszenario 25% und
- im Maximalszenario 50%.

Die erste Kennzahl, die durch optimierende Maßnahmen schnell und direkt verbessert werden kann, ist die Forderungslaufzeit. Da für die Berechnung der Kennzahl der durchschnittliche Forderungsbestand durch den Jahresumsatz geteilt wird, wirkt sich die Optimierung nicht sofort eins zu eins auf die Kennzahl aus. Trotzdem wird eine spürbare Verbesserung erreicht. Eine vereinfachte Beispielrechnung soll dies verdeutlichen:

Ein Unternehmen hat im Gesamtjahr 2017 einen konstanten Forderungsbestand von 100 Mio. EUR und erzielt einen Jahresumsatz in Höhe von 1 Mrd. EUR. Daraus ergibt sich eine Forderungslaufzeit von 36,5 Tagen. Durch eine Forderungsoptimierung im Maximalszenario von 50% reduziert sich der Forderungsbestand auf 50 Mio. EUR zum Jahresende 2017, womit der durchschnittliche Forderungsbestand 75 Mio. EUR beträgt. Bei gleichbleibendem Umsatz reduziert sich dadurch die Forderungslaufzeit auf 27,4 Tage und damit um 9,1 Tage bzw. 25%. Gleichzeitig reduziert sich ceteris paribus auch die gesamte Geldumschlagsdauer um ebendiese 9,1 Tage.

Finanzstabilität steigern durch eine verbesserte Eigenkapitalquote.

Die Eigenkapitalquote ist eine der zentralen Kennzahlen zur Beurteilung der Bonität und damit auch entscheidend bei der Kreditgewährung bzw. der Konditionenfindung. Derzeit liegt die Eigenkapitalquote von den mehr als 650 untersuchten Unternehmen im Mittelwert bei 39% bzw. 38% bei Betrachtung des Medians. Unternehmen mit einer negativen Eigenkapitalquote wurden hierbei nicht berücksichtigt.

Durch eine Forderungsoptimierung unter der Prämisse, dass die gewonnene Liquidität zur Schuldenrückführung verwendet wird, steigern die Unternehmen ihre Eigenkapitalquote um 2,1% im Minimal-, 5,5% im Normal- und 10,3% im Maximalszenario. Folglich liegt die neu erreichte Eigenkapitalquote im Maximalszenario bei rund 42%. Allerdings sind erhebliche Unterschiede zwischen einzelnen Branchen erkennbar, wie die folgende Grafik zeigt. Die deutlichsten Verbesserungen erzielen IT-Dienstleister, die im Normalszenario ihre Eigenkapitalquote um etwa 13% steigern konnten. Die geringsten Verbesserungen konnten Einzelhändler erzielen. Die Eigenkapitalquote wurde selbst im Maximalszenario lediglich um 0,4% gesteigert. Deutlich größere Steigerungsraten gab es beim Großhandel, der im Normalszenario die Eigenkapitalquote immerhin um 10% steigern konnte.

Auswirkungen einer Forderungsoptimierung auf die Eigenkapitalquote nach Branche.

	Ausgangswert	Verbesserung in % bei folgender Veränderung		
		10%	25%	50%
IT-Dienstleister	25%	5%	13%	23%
Automobil	30%	3%	6%	12%
Einzelhandel	32%	0,1%	0,2%	0,4%
Nahrungs- und Getränkehersteller	36%	1%	4%	8%
Großhandel	37%	4%	10%	15%
Hoch- und Tiefbau	32%	2%	6%	8%
Chemische Erzeugnisse	44%	1%	3%	8%
Elektrische Ausrüstungen	41%	1%	3%	7%
Gummi- und Kunststoffe	43%	2%	5%	10%
Metallerzeugnisse	38%	1%	3%	12%
EDV-Geräte, elektronische und optische Erzeugnisse	51%	2%	5%	10%

Basisjahr 2016, Median in %. Quelle: LBBW Research.

Für das geringe Verbesserungspotential im Einzelhandel gibt es mehrere Gründe. Unternehmen im Einzelhandel weisen meist eine hohe Bilanzsumme bei verhältnismäßig niedrigen Forderungsbeständen auf. Der Einzelhandel profitiert u. a. davon, dass laut Daten des Handelsverbands Deutschland (HDE) immer noch mehr als die Hälfte der verkauften Ware in bar bezahlt wird. Bei Online-Shops zeigt sich ein etwas anderes Bild, da die Deutschen am liebsten nach Erhalt der

Ware auf Rechnung bezahlen. Damit dürften Einzelhändler, die nicht nur stationär tätig sind, höhere Forderungsbestände aufweisen. Insgesamt ist das vorhandene Verbesserungspotenzial im Einzelhandel jedoch vergleichsweise gering.

Neben der Branchenzugehörigkeit ist häufig die Unternehmensgröße ein wichtiger Einflussfaktor auf einzelne Kennzahlen. Jedoch zeigt sich, dass das Verbesserungspotenzial der Eigenkapitalquote in allen Umsatz-Clustern ähnlich groß ist.

Auswirkungen einer Forderungsoptimierung auf die Eigenkapitalquote nach Größe.

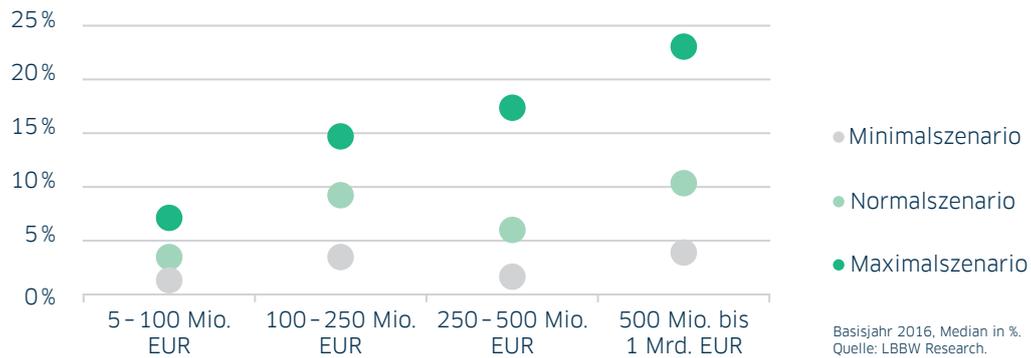
	Ausgangswert	Verbesserung in % bei folgender Veränderung		
		10%	25%	50%
5 - 100 Mio. EUR Umsatz	40%	2%	4%	8%
100 - 250 Mio. EUR Umsatz	36%	3%	7%	13%
250 - 500 Mio. EUR Umsatz	40%	2%	6%	12%
500 - 1.000 Mio. EUR Umsatz	34%	1%	3%	11%

Basisjahr 2016, Median in %. Quelle: LBBW Research.

Das Bild ändert sich allerdings, wenn eine einzelne Branche nach Umsatzgrößen geclustert wird. So zeigt die nachfolgende Abbildung am Beispiel von Unternehmen aus der Großhandels-

branche, dass sich das Verbesserungspotenzial der Eigenkapitalquote in Abhängigkeit des Umsatz-Clusters verändert.

Auswirkungen einer Forderungsoptimierung auf die Eigenkapitalquote für Großhändler.



Das Verbesserungspotenzial der Eigenkapitalquote im Großhandel ist im Normalszenario mit 10% bei den größeren Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 500 Mio. EUR bis 1 Mrd. EUR am größten. Mit lediglich 3% ist das Verbesserungspotenzial bei kleineren Unternehmen mit 5 - 100 Mio. EUR deutlich geringer.

Rentabilität verbessern: Beispielrechnung anhand des ROCE.

Die Rentabilität nimmt bei Unternehmen häufig eine wichtige Rolle bei der Steuerung ein. Eine häufig verwendete Kennzahl zur Messung der Rentabilität ist dabei der sog. ROCE, Return on Capital Employed bzw. zu Deutsch: das Ergebnis auf das eingesetzte Kapital. Zur Berechnung des ROCE wird das Ergebnis vor Zinsen und Steuern ins Verhältnis zum eingesetzten Kapital gesetzt, wobei das eingesetzte Kapital aus Gesamtkapital abzüglich der kurzfristigen, unverzinslichen Verbindlichkeiten besteht.

Im Median liegt der ROCE über alle Unternehmen hinweg bei 9,9%. Mittels einer Forderungsoptimierung kann der Nenner, sprich das eingesetzte Kapital, verkleinert werden, wodurch sich die Gesamtkennzahl vergrößert bzw. die Rentabilität gesteigert wird.

Die größten Verbesserungen erzielen IT-Dienstleister, gefolgt von Gummi- und Kunststoffherstellern sowie Automobilherstellern und -zulieferern. Eher geringe Verbesserungen werden im Einzelhandel sowie bei Nahrungs- und Getränkeherstellern erzielt.



Auswirkungen einer Forderungsoptimierung auf den ROCE nach Branche.

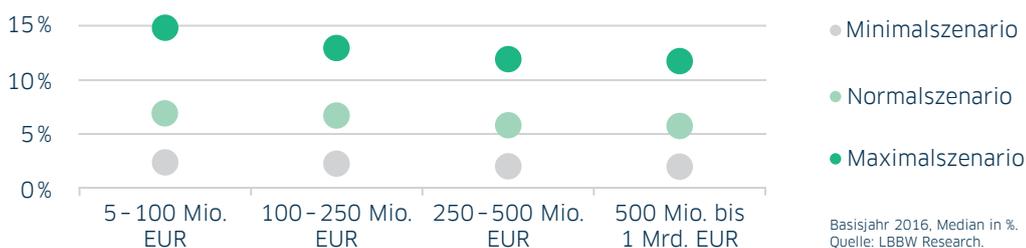
	Ausgangswert	Verbesserung in % bei folgender Veränderung		
		10%	25%	50%
IT-Dienstleister	10%	9%	25%	55%
Automobil	13%	3%	9%	18%
Einzelhandel	10%	0,1%	0,2%	0,4%
Nahrungs- und Getränkehersteller	9%	1%	2%	5%
Großhandel	9%	2%	3%	8%
Hoch- und Tiefbau	11%	4%	4%	19%
Chemische Erzeugnisse	15%	1%	6%	10%
Elektrische Ausrüstungen	9%	4%	6%	16%
Gummi- und Kunststoffe	12%	2%	10%	23%
Metallerzeugnisse	8%	2%	4%	8%
EDV-Geräte, elektronische und optische Erzeugnisse	11%	2%	5%	10%

Basisjahr 2016, Median in % Quelle: LBBW Research.

Analog der Vorgehensweise bei der Eigenkapitalquote wurde in der folgenden Abbildung nochmals eine Branche herausgegriffen und in Umsatzkategorien aufgeteilt. Anhand von Metall-erzeugnisherstellern, wie bspw. Herstellern von Press-, Zieh- und Stanzteilen, soll verdeutlicht werden, dass die Verbesserungspotenziale individuell unterschiedlich sein können.

Während das Verbesserungspotenzial der Eigenkapitalquote am Beispiel von Großhändlern mit zunehmendem Umsatz größer wurde, zeigt die folgende Abbildung ein konträres Bild. Je höher der Umsatz, desto geringer ist das Verbesserungspotenzial beim ROCE. Dementsprechend weisen Unternehmen mit einem Umsatz von 5 - 100 Mio. EUR im Median das größte Optimierungspotenzial auf.

Auswirkungen einer Forderungsoptimierung auf den ROCE für metallverarbeitende Firmen.



Aktive Gestaltung der Kennzahlen durch Forderungsmanagement.

Neben den beiden detailliert dargestellten Kennzahlen können durch eine Optimierung des Forderungsbestands weitere Größen beeinflusst werden. Beispielhaft seien hier der Free Cashflow oder die Nettoverschuldungsquote (Nettoverschuldung zu EBITDA) genannt. Für jede Kennzahl gilt: Je größer der Forderungsbestand in Relation zur Bilanzsumme, desto größer ist

das Optimierungspotenzial. Hinzu kommen branchenspezifische Besonderheiten, die das Optimierungspotenzial beeinflussen. Grundsätzlich gilt jedoch, dass wichtige Kennzahlen mithilfe eines Forderungsmanagements aktiv gesteuert und in der Folge die Unternehmensbewertung gesteigert oder die Bonität verbessert werden kann.

04

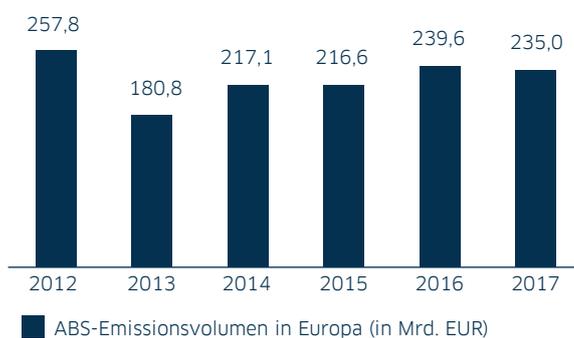
Alternative Finanzierungsformen: mittlerweile Standard.

Unternehmen setzen auf Finanzierungsmix.

Für die Optimierung des Working Capital stehen Unternehmen mehrere Möglichkeiten zur Verfügung. Beispiele sind ein konsequenteres Debitorenmanagement, eine Verbesserung des Mahnwesens oder kritischere Bonitätsprüfungen der Kunden. Für die schnelle und dauerhafte Freisetzung liquider Mittel werden zudem häufig alternative Finanzierungsinstrumente wie Factoring oder Verbriefungen genutzt. Und obwohl in stabilen Konjunkturphasen Working-Capital-Management in der Prioritätenliste derzeit nicht ganz oben steht, zeigt ein Blick auf die Marktentwicklung alternativer Finanzierungsformen eine zum Teil stark steigende Nachfrage. Eine wesentliche Ursache hierfür ist der Wunsch der Unternehmen, die klassische Bankfinanzierung mit ebendiesen alternativen Finanzierungsinstrumenten zu ergänzen. Eine Befragung des Bundesverbands Factoring für den Mittelstand (BFM) bei knapp 1.600 kleinen und mittleren Unternehmen ergab, dass laut jedem zweiten Unternehmen eine ausgewogene Finanzierung auch Factoring, Beteiligungen und Leasing umfasse.

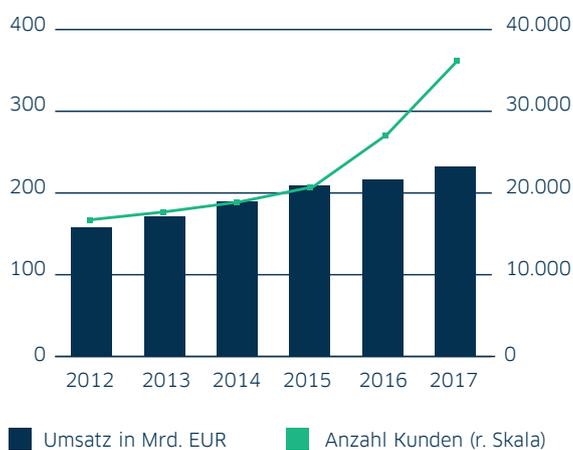
Beispielhaft für die zunehmende Bedeutung alternativer Finanzierungen konnte sich der europäische Markt für Verbriefungen nach dem Tiefpunkt 2013 wieder sukzessive erholen und erreichte 2017 ein Emissionsvolumen von 235 Mrd. EUR. Auch der Factoring-Umsatz wuchs nach Angaben des Deutschen Factoring-Verbands in den letzten sechs Jahren auf zuletzt 232 Mrd. EUR kontinuierlich an. Dabei legte nicht nur der Umsatz, sondern vor allem auch die

Kundenanzahl deutlich zu. Insbesondere in den letzten beiden Jahren stieg die Anzahl der Factoring-Kunden erheblich von etwa 20.000 Kunden 2015 auf nunmehr über 36.000 Kunden an.



Quelle: AFME, LBBW Research.

Factoring-Umsatz und Kundenbestand.

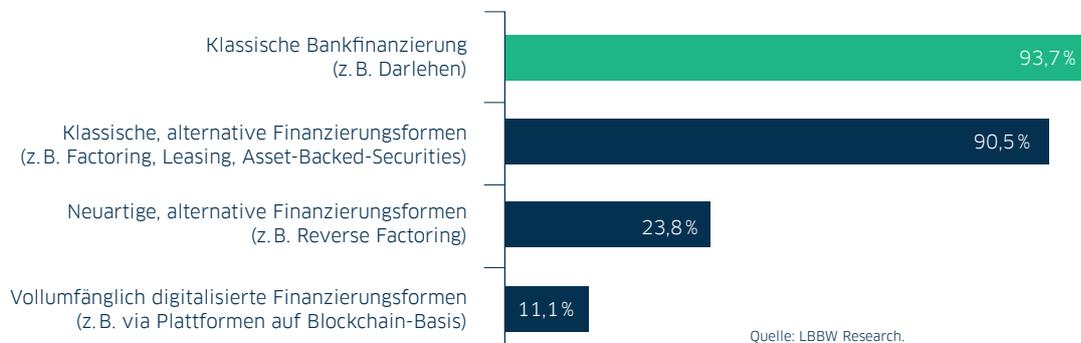


Quelle: Deutscher Factoring Verband, LBBW Research.

Unternehmen, die sich für das Finanzierungsinstrument Factoring entschieden haben, bleiben diesem häufig über einen sehr langen Zeitraum treu. Eine Umfrage der Factoring-Gesellschaft

SüdFactoring bei mehr als 60 Factoring-Nutzern bestätigt, dass die Unternehmen auch in Zukunft auf alternative Finanzierungsformen setzen.

Welche Finanzierungsinstrumente ziehen Sie für Ihr Unternehmen in Zukunft in Betracht?



Mehr als 90% der Befragten gaben an, dass sie künftig Bankdarlehen, aber auch alternative Finanzierungen wie Factoring oder ABS nutzen möchten. Vollumfänglich digitalisierte Formen wie bspw. über die Blockchain kommen derzeit lediglich für eine Minderheit infrage. Dass Digitalisierung auch bei der Finanzierung an Relevanz

gewinnt, steht außer Frage, allerdings ist das in vielen Aspekten für die Mehrheit der Unternehmen noch Zukunftsmusik. So gaben rund 91% der Befragten mit Blick auf die Kommunikationswege an, dass sie auch in Zukunft vor allen Dingen einen persönlichen Ansprechpartner möchten.

Factoring und Verbriefungen.

Optimierung des Forderungsbestands mithilfe von Factoring ...

Factoring wird häufig als umsatzkongruente Finanzierung bezeichnet, da die Form der Finanzierung automatisch mit den Umsätzen des Unternehmens wächst. Die Forderungen werden fortlaufend verkauft und das Unternehmen erhält unmittelbar Liquidität. Das Factoring-Institut (Factor) kauft diese an und übernimmt die Ausfallrisiken (True Sale), womit für das Unternehmen Planungssicherheit geschaffen wird. Angekauft werden dabei Forderungen aus Waren- und Dienstleistungsgeschäften mit einer Laufzeit von max. 120 Tagen. Nach Daten des Deutschen Factoring-Verbands war das sog. In-house-Factoring im Jahr 2017 mit einem Umsatzanteil von mehr als drei Vierteln die am häufigsten genutzte Factoring-Art. Dabei bleibt das Debitorenmanagement einschließlich Debitorenbuchhaltung, Mahnwesen und Inkasso im Unternehmen. Etwa 15% des Marktanteils fallen auf das Full Service Factoring, wobei das Debitorenmanagement von der Factoring-Gesellschaft übernommen wird.

... oder von ABS-Finanzierungen

Der Verbriefungsmarkt bietet Unternehmen u.a. die Möglichkeit, revolvingierend Forderungen aus Lieferungen und Leistungen an eine speziell dafür gegründete Gesellschaft zu verkaufen. Die Gesellschaft wiederum emittiert Wertpapiere zur Refinanzierung der Forderungen in Form von sog. Asset Backed Commercial Paper (ABCP, »forderungsbesichert«) am Kapitalmarkt. Durch die Nutzung des Kapitalmarkts erweitert das Unternehmen seine Investorenbasis und diversifiziert bestehende Finanzierungsquellen. Zudem atmet das Finanzierungsvolumen mit der Entwicklung des Forderungsbestands. Durch den unmittelbaren Zufluss an Liquidität im Rahmen eines wirtschaftlichen True Sale bei weitgehender Übertragung des Forderungsausfallrisikos entlastet das Unternehmen die Bilanz und schafft Raum für Expansionsstrategien. Einmal aufgelegt, ist das Finanzierungsvolumen somit leicht skalierbar. Während der Prüfung des Forderungsportfolios werden auch die Systeme und Prozesse angeschaut. Dadurch kann für das Unternehmen ein qualitativer Zusatznutzen entstehen, falls Mängel aufgedeckt und behoben werden.

05

Unsere Empfehlung: Working Capital dauerhaft und langfristig im Blick behalten.

Die konsequente Optimierung des Working Capital scheint für viele Unternehmen derzeit eher zweitrangig zu sein. Dies zeigen unsere aktuellen Auswertungen der letzten Jahre. Die wohl plausibelste Erklärung dafür ist das weiterhin günstige Finanzierungsumfeld und die insgesamt positive Konjunkturlage in den letzten Jahren.

Indikator für
Prozessqualität.

Auch wenn Liquidität bzw. die Liquiditätsbeschaffung für den Großteil der Unternehmen derzeit kein wesentliches Problem darstellt, sollte das Working Capital nicht außer Acht gelassen werden. Denn neben dem reinen Liquiditätsaspekt kann das Working Capital auch ein Indikator für die Qualität der internen Prozessabläufe darstellen. So werden ohne ein strukturiertes Forderungsmanagement Mahnungen verspätet oder gar nicht an den Kunden verschickt. Ohne definierte Prozesse sind die Abläufe zudem häufig mit aufwendigen Abstimmungsschleifen verbunden. Einhergehend mit der Prozessproblematik ist in der Folge auch die Unternehmensplanung und -steuerung betroffen, die durch nicht definierte Abläufe erschwert wird.



Ein zweiter wesentlicher Punkt, der für eine größere Beachtung des Working Capital spricht, ist die Konjunkturentwicklung. Wichtige Indikatoren wie das ifo-Geschäftsklima trübten sich in den letzten Monaten deutlich ein. Hinzu kommen politische Risiken, der Zollstreit oder auch noch nicht absehbare Folgen im Zuge des Ausstiegs der EZB aus der ultralockeren Geldpolitik. Im Falle eines Zinsanstiegs dürften einige Unternehmen durch die wachsende Zinslast unter Druck geraten.

Die Finanzkrise liegt mittlerweile etwa zehn Jahre in der Vergangenheit, doch die Zutaten für eine neue Krise sind zweifelsfrei vorhanden. Da es das Merkmal von Blasen und Finanzkrisen ist, dass sie von der überwiegenden Mehrheit nicht erkannt werden, ist eine Prognose bezüglich der nächsten Blase und einer darauf folgenden Krise sehr schwierig. Doch Unternehmen haben zumindest die Möglichkeit, sich in gewisser Weise vorzubereiten und zu schützen. Eine moderate Verschuldung, eine gute Finanzierungsstruktur oder auch eine gesunde Diversifikation sind mögliche Ansätze, die Unternehmen in der Krise Schutz bieten. Hier kann auch ein effizientes Working-Capital-Management einen Mehrwert bieten. So kann durch die Optimierung des Forderungsbestands die Verschuldung moderat gehalten und gleichzeitig die Finanzierungsstruktur verbessert werden. Auch in wirtschaftlich stabilen Zeiten können dadurch ausgewählte Kennzahlen aktiv gesteuert und positiv beeinflusst werden. Somit sollte Working-Capital-Management nicht erst im Krisenfall bzw. in einem Liquiditätsengpass in Betracht gezogen werden, sondern bereits aus einer stabilen Position heraus dauerhaft im Unternehmen etabliert werden.

Die nächste Rezession kommt bestimmt.



Ansprechpartner

Ansprechpartner Produktlösungen:

Corporate Finance Origination

Anleihen, Schuldscheine, Syndizierte Kredite, Eigenkapitalmaßnahmen
+49 711 127-78746

Corporate Finance Spezial

ABS, Akquisitionsfinanzierung
+49 711 127-49379

Zahlungsverkehrslösungen

SEPA, AZV, Cash-Management, Karten, Konten, E-Commerce
+49 711 127-46565

International Business

AZV, Trade and Export Finance, Internationales Netzwerk
+49 711 127-41440

ZWRM

Zins-, Währungs-, Rohstoffmanagement
+49 711 127-75677

SüdLeasing

Mobilienleasing, Vendorleasing, Fördermittel, Mietkauf
+49 711 127-15152

SüdFactoring

Forderungsankauf, Finanzierung, Debitorenmanagement
+49 711 127-78953

Disclaimer

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstr. 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.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

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.

Redaktionsschluss 17. Dezember 2018

Redaktion:

Landesbank
Baden-Württemberg
Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Autor:

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

Landesbank Baden-Württemberg
Hauptsitze

Stuttgart

70144 Stuttgart
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart
Telefon 0711 127-0
Telefax 0711 127-43544
www.LBBW.de
kontakt@LBBW.de

Karlsruhe

76245 Karlsruhe
Ludwig-Erhard-Allee 4
76131 Karlsruhe
Telefon 0721 142-0
Telefax 0721 142-23012
www.LBBW.de
kontakt@LBBW.de

Mannheim

Postfach 100352
68003 Mannheim
Augustaanlage 33
68165 Mannheim
Telefon 0621 428-0
Telefax 0621 428-72591
www.LBBW.de
kontakt@LBBW.de

Mainz

55098 Mainz
Große Bleiche 54 - 56
55116 Mainz
Telefon 06131 64-37800
Telefax 06131 64-35701
www.LBBW.de
kontakt@LBBW.de