

GRUNDSÄTZE DER FINANZIERUNG

FINANZPLANUNG FÜR DIE RISIKEN DER UNTERNEHMENSFÜHRUNG

VON PROF. DR. HERMUT KORMANN

ABSTRACT

Die Finanzierungsstrategie beschafft die monetären Ressourcen für das Unternehmen. Bei der Aufnahme von Finanzmitteln bei Fremdkapitalgebern, aber ebenso von Eigenkapitalgebern, werden die Interessen der Familiengeschafter unmittelbar berührt. Daher müssen die Geschafter die Grundsätze der Finanzierungsstrategie verstehen und sie auch zusammen mit der Geschäftsführung oder dem Beirat festlegen.

I. Bedeutung der Fragen der Finanzierung

Die derzeitige und geplante Struktur der Finanzierung des Familienunternehmens ist das Strategiethema, das die Geschafter beschäftigen muss, weil darauf auch alle anderen Strategiethemen sowohl des Unternehmens als auch der Geschafterebene einwirken. Alle Umsatz- und Ertragsströme des operativen Geschäfts und alle Maßnahmen der Unternehmensentwicklung schlagen sich nicht nur in Aufwand und Ertrag, sondern auch in der Vermögensbindung (Sachanlagevermögen, Bestände, Forderungen usw. auf der Aktivseite der Bilanz) und damit auch in der entsprechenden Kapitalbindung auf der Passivseite nieder. Diese zentrale Position der Finanzierung führt aber in aller Regel nicht dazu, dass hier regelmäßig Probleme anstehen. In normalen Zeiten ist die Finanzierung – zumindest der reiferen Unternehmen in der zweiten oder folgenden Generation – kein schwieriges Unterfangen. Und dennoch müssen sich die Geschafter regelmäßig mit der Finanzierung befassen. Nur so können sie darüber urteilen, ob eine bestimmte Finanzierung dazu beiträgt, ein geschäftliches Problem zu lösen, oder aber die Liquidität des Unternehmens eher beeinträchtigt.

Die Finanzierung ist immer ein Problem, wenn ein Unternehmensgründer sich aufmacht, selbständig tätig zu werden, und aus dieser erfolgreichen Selbständigkeit heraus daran geht, ein Unternehmen aufzubauen. Am Anfang gibt es keine Beleihungsgrundlagen für Kredite, keine Historie des Geschäftserfolgs, es dient allein die persönliche Kreditwürdigkeit des Unternehmers als Beurteilungsgrundlage für die notwendigen Kredite. Die hohen Wachstumsraten bei neu gegründeten Unternehmen können fast nie allein durch einbehaltene Gewinne oder Lieferantenkredite finanziert werden. Es sind hier Fremdkapitalfinanzierungen notwendig, die aber für den Unter-

nehmensgründer möglicherweise schwierig zu erhalten sind. In diesen Fällen begrenzen die beschaffbaren Finanzmittel die Entwicklungsmöglichkeiten des Unternehmens. Ganz anders hingegen ist die Lage bei einem Unternehmen mit einer eingeschwungenen Geschäftstätigkeit in der zweiten oder dritten Generation. Es bestehen dann eingespielte Bankbeziehungen, die in aller Regel ausreichende Kreditrahmen eröffnen, um das Geschäft und seine stetige Entwicklung zu finanzieren. Eine Unternehmensplanung, die eine solche stetige Unternehmensentwicklung prognostiziert, wird einen Finanzplan umfassen, der zeigt, dass die Finanzierungsanforderungen erfüllt werden können. Dabei stehen neue Vertriebswege, Innovationen oder größere Fertigungskapazitäten im Vordergrund zur Debatte. Doch auch in dieser Situation sollte die Analyse der Finanzplanung ein eigenständiger Tagesordnungspunkt auf der Geschafterversammlung sein. Hierbei ist nicht so sehr die aus der Unternehmensplanung insgesamt abgeleitete Finanzplanung Gegenstand der Analyse. Hier geht es vielmehr um die Funktion, dass die Finanzplanung dafür gerüstet sein muss, die Funktionsfähigkeit des Unternehmens sicherzustellen, wenn die Umsatz- und Ertragsplanung negativ verfehlt wird oder »

INHALT

- I. Bedeutung der Fragen der Finanzierung
- II. Finanzierung für die Abweichung von der Unternehmensplanung
- III. Außerordentliche Liquiditätsbedarfe für das Unternehmen
- IV. Außerordentliche Liquiditätsbedarfe für die Geschafter
- V. Normen für die Fremdkapitalfinanzierung
- VI. Normen für die Eigenkapitalfinanzierung

durch außerordentliche, ungeplante Ereignisse ein zusätzlicher Liquiditätsbedarf auftritt. Die Finanzplanung ist also darauf auszulegen, dass die normale Planung nicht erfüllt wird oder Ungeplantes zu bewältigen ist.

Um diese Aufgabe abzudecken, müssen Geschäftsführung und Gesellschafter bzw. ihr Beirat als Governance-Gremium Klarheit über folgende Aspekte gewinnen, auf die in den nachfolgenden Abschnitten detailliert eingegangen wird:

- Welche Abweichungsrisiken bestehen für die Planung und welcher Finanzierungsbedarf kann dabei auftreten (II.)?
- Welche besonderen Liquiditätsbedarfe gibt es (III.)?
- Welche von der Planung nicht abgedeckten Finanzierungsanforderungen aus aperiodischen oder außergewöhnlichen Anlässen sind zu berücksichtigen (IV.)?
- Welche Regeln gibt sich das Unternehmen für die Ausgestaltung seiner Fremdkapitalfinanzierung (V.)?
- Welche Regeln gibt sich das Unternehmen für die Ausgestaltung seiner Eigenkapitalfinanzierung (VI.)?

II. Finanzierung für die Abweichung von der Unternehmensplanung

Die normale Abweichung von der Unternehmensplanung ist das Auftreten einer gesamtwirtschaftlichen oder branchenwirtschaftlichen Rezession. Sie kommt regelmäßig in einem Abstand von weniger als zehn Jahren vor. Es ist nur nicht vorherzusagen, ob dieser Abschwung bereits nach sieben bzw. acht oder erst nach neun oder gar zehn Jahren seit der letzten Rezession (jeweils auf das erste Jahr der vorhergehenden Rezession bezogen) wiederkehrt. Und es ist weiter nicht vorherzusagen, ob es eine tiefe und/oder lange andauernde Rezession werden wird. Es lässt sich aber aus den Verläufen von vorhergehenden Rezessionen schon ein Muster ableiten, das auch mit hoher Wahrscheinlichkeit in der Zukunft auftreten wird. Bei Investitionsgütern ist die Rezession tiefer als bei Verbrauchsgütern. Dies gilt sowohl für den Bereich der Nachfrage von gewerblichen Kunden als auch für die Nachfrage von Konsumenten. Darüber hinaus gibt es noch branchenspezifische Besonderheiten. Manche Branchen sind Vorreiter bei rezessiven Entwicklungen (Vormaterialien wie Schrott für die Stahlproduktion), manche sind Nachzügler (Großanlagen). Aus der Analyse von Gemeinsamkeiten und Unterschieden zu anderen Branchen lassen sich für das eigene Unternehmen durchaus einige plausible Parameter für die Anpassungserfordernisse an die rezessive Entwicklung ableiten: Höhe und Dauer des Umsatzeinbruchs und des Ertragsausfalls, Elastizitäten bestimmter Aufwandsarten wie Materialpreise, Personalaufwendungen u.a. Kurzum: Es empfiehlt sich, nach jeder Rezession zu ermitteln, wie hoch der rezessionsspezifische Aufwand des Unternehmens war. Daraus lässt sich – mit Zuschlägen für Wachstum, Inflation, wachsende Verpflichtungen gegenüber der Belegschaft – ableiten, mit welchen

Beträgen mindestens bei einer kommenden Rezession in der Zukunft zu rechnen ist. Die Liquidität, die für diesen rezessionsbedingten Aufwand erforderlich ist, muss verfügbar sein – selbst wenn das Unternehmen in der Rezession keinen Ertrag erzielt. Es muss also im Idealfall eine Liquiditätsquelle für den Fall geben, dass in der Rezession die Erträge wegbrechen.

III. Außerordentliche Liquiditätsbedarfe für das Unternehmen

Die Finanzierung des Unternehmens wird dann eine eigenständige Planungsaufgabe, wenn es darum geht, größere Wachstumschritte vorzubereiten. Dazu gehören etwa der Aufbau eines neuen Standorts, der Aufbau einer ausländischen Niederlassung, ein Entwicklungsprogramm für ein neues Produkt oder der Erwerb eines anderen Unternehmens. Auch hier darf die Finanzplanung nicht nur der Geschäftsplanung entsprechen. Die Finanzplanung muss vielmehr auch den Fall abdecken, dass die Erträge hinter dem Geschäftsplan zurückbleiben. Auf jedes große Investitionsvorhaben oder eine Unternehmensakquisition folgt eine sogenannte Nachinvestitionsphase dazu. Die Managementenerfahrung belegt, dass bei großen, neuen Vorhaben unvorhergesehene Zusatzanforderungen erfüllt und finanziert werden müssen. Schwierig ist es, für die Unternehmensrisiken plausible Größenordnungen abzuleiten. Immerhin gibt es Branchen, die auf inhärente, größere Risiken vorbereitet sein müssen, wie z.B. Rückrufaktionen bei Automobilen oder Pharmaka, Fertigungsrisiken im Großanlagenbau, Ernterisiken im Weinbau usw.

IV. Außerordentliche Liquiditätsbedarfe für die Gesellschafter

Schwieriger noch als die „unvorhergesehenen“ Anforderungen seitens des Unternehmens sind die Fälle, in denen seitens der Gesellschafter ungeplante Finanzierungserfordernisse auftreten. Dazu gehören vor allem die mit dem Vermögensübergang zusammenhängenden Belastungen der Gesellschafter für Erbschaft- und Schenkungsteuer sowie Zahlungen an Erben. Die Zahlungen an Erben oder Vermächtnisnehmer können sich daraus ergeben, dass die Anteile an dem Familienunternehmen ungleich zwischen mehreren Erbberechtigten aufgeteilt werden und damit Pflichtteile oder Ausgleichsbeträge in anderen Vermögenswerten aufzubringen sind. Natürlich ist der Vermögensübergang grundsätzlich vorhersehbar. Es wird aber allenthalben beklagt, dass er oft nicht rechtzeitig vorbereitet wird – inhaltlich und in der Finanzplanung.

Die Finanzierung der Altersversorgung ist ebenso eine vorhersehbare Aufgabe. Sie kann aber eine ungeplante Dimension annehmen, wenn die ursprünglich für eine Ehefrau vorgesehene Altersversorgung wegen Scheidung und Wiederverheiratung verdoppelt werden muss.

Ganz schwierig wird die Vorhersehbarkeit und die Finanzvorsorge, wenn es sich um Gesellschafterkonflikte handelt, die eventuell nur durch die Ausbezahlung eines Gesellschafters gelöst werden können.

V. Normen für die Fremdkapitalfinanzierung

Bei der Fremdfinanzierung wird seitens des Kapitalgebers – hier meist der Bank – ein Liquiditätsbetrag für eine bestimmte Zeit unter bestimmten Randbedingungen, die der Kreditnehmer einhalten muss, zur Verfügung gestellt. Bereits die Spezifikation der Randbedingungen ist Ausdruck eines Mitspracherechtes des Kreditgebers. Dies setzt sich fort in Berichtspflichten des Kreditnehmers oder eventuellen Zustimmungserfordernissen bei außerordentlichen Investitionen. Die Gegenleistung des Kreditnehmers besteht in der Zusage, für den Kredit bestimmte Zinsen zu zahlen, den Kredit innerhalb einer bestimmten Zeitachse oder bei Eintritt bestimmter Ereignisse zurückzubezahlen, und schließlich darin, sich den Mitspracherechten des Kreditnehmers zu unterwerfen. Für die Gesellschafter sind selten die Kosten der Finanzierung von Interesse. Für die Gesellschafter ist eigentlich nur wichtig, welche Mitspracherechte der Kreditgeber während der Laufzeit hat und was passiert, wenn der Kredit nicht planmäßig zurückgeführt werden kann. Entscheidend ist dabei, dass die Unabhängigkeit des Unternehmens nicht gefährdet wird. Da in Deutschland die Banken im Grundsatz bereit und interessiert sind, Kredite an Unternehmungen zu geben, wird dies die bevorzugte Form der Fremdkapitalfinanzierung sein, solange das Unternehmen kreditwürdig ist. Verbriefte Kredite, die das Unternehmen im Kapitalmarkt platziert, können gegenüber den Bankkrediten Vorteile aufweisen, solange die Zinszahlung und die Kreditrückzahlung gesichert sind. Bei Verletzung der Vertragsbedingungen ist das Risiko jedoch viel größer, dass das Unternehmen seine Unabhängigkeit verliert.

Aus diesem Grunde gehört es zu den grundsätzlichen Festlegungen einer guten Governance, dass Normen zur Finanzierung vor allem für die Fremdkapitalfinanzierung des Unternehmens bestehen. Die übergeordnete Zielsetzung für die Fremdkapitalfinanzierung ist es, zwischen mehreren Teilzielen einen gangbaren Weg zu finden:

- Einerseits gilt es, die für eine gute Unternehmensentwicklung erforderlichen Finanzierungsmittel zu erhalten.
- Andererseits sollen gegenüber den Wettbewerbern nicht dadurch Nachteile entstehen, dass man wesentlich schlechter als diese finanziert ist.
- Schließlich ist zu vermeiden, dass man von einem Kreditgeber abhängig wird und dieser die unternehmerische Entscheidungsfähigkeit beschränkt, wenn nicht gar die Unabhängigkeit der Eigentümerstellung beeinträchtigt.

Es gibt für jede Branche Finanzierungsrelationen, die als normal oder riskant anzusehen sind. Die Spannweite bewegt sich dabei vermutlich von 2,5-mal Ergebnis vor Steuern, Zinsen, Abschreibungen und Wertberichtigungen (EBITDA) bis dreimal EBITDA. Die Formel sagt, in wie vielen Jahren diese Verbindlichkeit aus dem Cashflow getilgt werden könnte. Das ist aber nicht der Kern der Logik. Durch solche Finanzierungsrelationen soll nur die Verschuldung zwischen Unternehmen verschiedener Größe und Ertragskraft vergleichbar gemacht werden. Dahinter stehen Erfahrungswerte über die Ausfallwahrscheinlichkeit von Krediten. Das Unternehmen muss sich deshalb an solche Normen halten, um nicht schlechter finanziert zu sein als die maßgeblichen Wettbewerber und um von den Kreditgebern als vergleichsweise akzeptables Kreditrisiko eingestuft zu werden. Die Normen sind in guten Zeiten meist leicht einzuhalten. Die entscheidende Frage ist, welchen Sicherheitspuffer das Unternehmen für Zeiten schlechter Ertragslage vorhält. Eine Verschuldung von zweimal EBITDA in guten Zeiten wird automatisch zu einer Relation von dreimal EBITDA führen, wenn das EBITDA um ein Drittel absinkt (wobei sich das EBIT in etwa halbiert und Abschreibungen und Wertberichtigungen gleich bleiben). Eine andere Relation, nach der die Tragfähigkeit von Fremdkapitalfinanzierungen beurteilt wird, ist etwa die „Interest Cover“. Sie besagt, welches Vielfache das Ergebnis vor Zinsen und Steuern in Bezug auf den Zinsaufwand ist. Eine Relation von vier ist hierbei in normalen Zeiten als gut anzusehen. Bei diesen Finanzierungsrelationen werden im Übrigen die Pensionsverpflichtungen als „verzinsliche Verbindlichkeit“ behandelt, was auch richtig ist. Es ist nicht entscheidend, wie diese Normen für die maximale Fremdkapitalfinanzierung ermittelt werden. Entscheidend ist vielmehr, dass es überhaupt eine Grenze gibt, die nicht überschritten werden sollte. Für Investitionen gibt es immer gute Argumente, und bei der Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital „geht immer noch etwas“ bei irgendeinem Kreditgeber. Der Gefahr, dass man so schrittweise in eine zu große Kreditaufnahme gleitet, kann nur durch eindeutige Grenzziehungen begegnet werden. Grundsätzlich ohne Fremdkapital zu arbeiten ist auch kein sinnvoller Grundsatz. Z.B. kann eine Fremdkapitalaufnahme von 20 % vom Umsatz im Notfall durch ein Factoring des Forderungsbestandes und ein *Sale-and-lease-back-Verfahren* einiger Gebäude in einem Zug zurückgeführt werden. Wenn nun – mit welcher Relation auch immer – eine Obergrenze für die Kreditfinanzierung festgelegt ist, ist davon noch abzusetzen, welche Finanzierungsreserve für die oben angeschnittenen Planungsunsicherheiten und nicht geplanten Liquiditätsbedarfe vorzuhalten ist. Es ist dann zu entscheiden, ob diese Finanzierungsreserve nur als freier Kreditrahmen (fest zugesagt, dann meist mit Reservierungsgebühr belegt) bestehen soll oder ob man diese Reserve in liquiden Aktiva »

halten will. Für Letzteres spricht, dass das Unternehmen in einer tiefen Rezession gegebenenfalls keine zusätzlichen Kredite zu vernünftigen Bedingungen erhalten kann, aber eine sofort einsetzbare Liquiditätsreserve für die Finanzierung von Personalfreisetzen braucht.

Es kann und soll hier nicht ausdifferenziert werden, welche die Möglichkeiten und die jeweiligen Vor- und Nachteile sind, eine Liquiditätsreserve zu halten. Die Geschäftsführung sollte aber ein Konzept für den Problemfall haben, wie eine Restrukturierung finanziert werden kann, wenn – wegen einer Verlustsituation – nur schwer Kredite zu erhalten sind. Die Geschäftsführung wird dieses Konzept nur dann vorstellen, wenn sie von den Gesellschaftern danach gefragt wird.

VI. Normen für die Eigenkapitalfinanzierung

Ebenso wie es Normen für den Umfang und die Zusammensetzung des Fremdkapitals geben sollte, braucht ein Familienunternehmen auch Normen, wie viel Eigenkapital es braucht und welche Qualität dieses Eigenkapital haben soll. Neben Höhe und Stabilität der Erträge ist die Höhe und Stabilität des Eigenkapitals maßgeblich für die Kreditfähigkeit des Unternehmens. Eine kontinuierlich größer werdende Fremdkapitalfinanzierung setzt also eine größer gewordene Eigenkapitalfinanzierung voraus. Dieses Wachstum kommt im Familienunternehmen in den seltensten Fällen durch eine Kapitalerhöhung, sondern fast ausschließlich aus einbehaltenen Gewinnen. Die Festlegung einer ausreichenden Thesaurierungsquote der Gewinne ist also die wichtigste Maßnahme der Gesellschafter, um die langfristige Finanzierung auf eine solide Grundlage zu stellen.

Die Bereitstellung von Kapital seitens der Gesellschafter durch Gesellschafterdarlehen ist kein Ersatz für echtes Eigenkapital. Gesellschafterdarlehen sind kündbar. Nur dann, wenn auf diese Kündbarkeit verzichtet würde, könnten sie als Sicherheitsbasis für die Fremdkapitalfinanzierung dienen. Wären sie aber nicht kündbar, wären sie keine Darlehen mehr. Kritischer ist bei den kündbaren Gesellschafterdarlehen allerdings, dass die Drohung der Kündigung als Hebel für die Einflussnahme einzelner Gesellschafter eingesetzt werden könnte. Auch aus Risikogesichtspunkten können Gesellschafter sich veranlasst sehen, ihre Gesellschafterdarlehen zu kündigen, wenn das Unternehmen in eine schwierige Lage gerät, weil sie als „eigenkapitalersetzende Darlehen“ im Insolvenzverfahren nur nachrangig gegenüber Gläubigerforderungen bedient werden.

Auch die Mitarbeiterbeteiligung kann bei dieser Frage ausgeklammert werden. Sie wird meist als Ergebnisbeteiligung der Mitarbeiter und nicht als Kapitalbeschaffungsmaßnahme konzipiert. Auf einen Mitarbeiter entfallen in einem durchschnittlichen Unternehmen vielleicht insgesamt 100 000 Euro. Wenn nun davon die Hälfte, also 50.000 Euro, an den Mitarbeiter, verschenkt werden und darauf 10 % Jahresüberschuss anfällt, also 5.000 Euro, von dem – wie bei Familienunternehmen üb-

lich – nur ein Viertel ausgeschüttet wird, dann kommt da ein Betrag von 1.250 Euro zusammen, der im Rahmen eines normalen Bonifikationssystems liegt. Dafür braucht man allerdings nicht den komplizierten Weg einer Mitarbeiterbeteiligung gehen. Das vollständig in Familieneigentum stehende Unternehmen hat keinen Zugang zum Aktienmarkt. Aber selbst das Familienunternehmen, das an den Kapitalmarkt gegangen ist, macht nicht wiederholt Kapitalerhöhungen, weil es dann früher oder später die Familienmehrheit verlieren würde. Aus diesen Gründen ventilieren Familiengeschafter und vor allem auch ihre Geschäftsführer und Berater immer wieder Möglichkeiten, eigenkapitalähnliche Finanzierungen zu erhalten. Da wird dann Mezzanine-Kapital angeboten und analysiert und darauf verwiesen, dass die Private Equity-Fonds allenthalben nach Beteiligungsmöglichkeiten suchen. Bei diesen Finanzierungsvorschlägen müssen die Gesellschafter sich selbst ein Urteil bilden. Dazu gehört, dass sie Klarheit schaffen, weshalb die normalen Finanzierungsmöglichkeiten nicht ausreichend sein sollten. Sodann müssen auch die persönlichen Interessenlagen erkannt werden. Für diese Urteilsbildung werden die Gesellschafter fachkundige Berater brauchen. Diese Berater dürfen an der erwogenen Finanzierungsform kein eigenes Interesse haben (z.B. an Honoraren für die Durchführung der Transaktion). Bei der Analyse geht es immer darum, welche Mitspracherechte mit der gewährten Beteiligung verbunden sind und wie und zu welchen Konditionen der neue Kapitalgeber wieder ausscheiden kann – denn er wird wieder ausscheiden. Familiengeschafter müssen sich klarmachen, dass sie keine Erfahrung darin haben, mit anderen Eigenkapitalgebern umzugehen, und dass sie sich daher meist auch nicht vorstellen können, wie schnell die Unabhängigkeit bedroht sein kann. Und es gibt auch kaum Berater, die darauf fokussiert sind, wie Familiengeschafter ihre Unabhängigkeit bewahren können, weil ihnen die Familienunternehmen dafür auch kein Honorar anbieten. Es muss also in regelmäßigen Diskussionen mit der Geschäftsführung das Bewusstsein dafür entwickelt werden, welche Finanzierungen notwendig und sinnvoll sind und welche eher mehrfach überlegt werden müssen. ◆



Prof. Dr. Hermut Kormann hat seit über vier Jahrzehnten Führungspositionen bei deutschen, international tätigen Unternehmen inne. Er lehrt an der Universität Leipzig und an der Zeppelin-Universität, insbesondere Strategie und Governance von Familienunternehmen.