

Massgeschneiderte Unternehmensfinanzierung

Ein wichtiger Aspekt unternehmerischer Tätigkeit liegt in der Optimierung der Finanzen. Banken und Märkte bieten hierzu eine Fülle von Möglichkeiten an, die den spezifischen Bedürfnissen Rechnung tragen. Mit einer laufenden und prospektiven Analyse der Finanzstrukturen lässt sich für jede Situation die passende Lösung definieren.

Rudolf Pauli



Jede unternehmerische Tätigkeit bedarf der Finanzierung – sei es, dass bei der Gründung eines Unternehmens Mittel, Ressourcen und Sicherheiten bereitgestellt werden müssen, damit sich Güter und Dienstleistungen überhaupt produzieren lassen, oder dass eine geplante Geschäftsexpansion die eigene Finanzkraft übersteigt. Art und Umfang der Finanzierung sowie die Optimierung der Finanzierungsstruktur über die Zeit sind zentrale Aspekte jeder Unternehmensentwicklung unabhängig von der Grösse eines Betriebes. Das richtige Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital und der Einsatz von Zwischenformen der Finanzierung wird durch die Risiken der Geschäftsaktivitäten, die Kapitalintensität, die Schwankungen des Cashflows wie auch durch das davon abhängige Ausmass der Beteiligung seitens der Kapitalgeber beeinflusst. Finanzierungsformen sind den Markterfordernissen anzupassen. Mit den Finanzierungsarten sind zudem unterschiedliche Kosten verbunden wie Dividenden, Zinszahlungen etc. Ein Ziel der Unternehmensfinanzierung ist es, Kosten und Risiken in gesunden Relationen zu halten. Eine ungenügende Finanzplanung kann im Extremfall im Konkurs enden.

Ein Gesundheits-Check beugt vor
In der Schweiz sind derzeit rund 428 000 Gesellschaften im Handels-

register eingetragen, die allermeisten davon klein- und mittelgrosse Unternehmen (99,7%). In den letzten fünf Jahren hat sich ihr Bestand um beinahe 50 000 Betriebe vergrössert, während gleichzeitig über 20 000 Konkurs anmelden mussten. Als Ausdruck eines dynamischen Strukturwandels sind Neugründungen und Konkurse aus volkswirtschaftlicher Sicht durchaus zu begrüssen. Im konkreten Fall sind Betriebschliessungen jedoch stets eine sehr unerfreuliche Angelegenheit, die oft mit sozialen Härtefällen und mit Kosten verbunden ist.

Mit einem laufenden «Gesundheits-Check» lässt sich viel unternehmerische Substanz erhalten. Wie eine Analyse von Konkursen zeigt, wurde in 35% der Fälle mindestens 1 Jahr vor dessen Anmeldung die Konkursgefahr erkannt. In drei Vierteln aller Fälle gab eine eigene oder von der Bank initiierte Finanzanalyse Aufschluss über ein solches Risiko. Die Angemessenheit der Bilanzstrukturen in Relation zur Kosten- und Ertragsentwicklung ist somit ein wichtiger Gradmesser der Gesundheit eines Unternehmens. Eine regelmässige Strukturüberprüfung, die frühzeitige Wahrnehmung von Finanzierungsproblemen und eine entsprechende Reaktion können vor unternehmerischen Problemen bewahren.

Optimale Verschuldungsquote als Ziel

Verstärkt wird das Risiko und damit die Bedeutung des Finanz-Managements dadurch, dass Schweizer KMU eine relativ geringe Ausstattung mit Eigenkapital aufweisen. Bei einem internationalen Vergleich ist allerdings zu berücksichtigen, dass in den einzelnen Staaten teils sehr unterschiedliche Bilanzierungsvorschriften angewandt werden. Im Durchschnitt über alle Schweizer Branchen liegt der Eigenkapital-Anteil an der Bilanzsumme bei gut 25%. Die aktuellsten verfügbaren offiziellen Daten von 1998 weisen jedoch eine

Analyse der Finanzen als Daueraufgabe



sehr grosse Bandbreite auf: Die Instrumententechnik- und Uhrenindustrie sowie die Chemiebranche weisen Eigenkapitalausstattungen von über 60% bzw. 45% aus, wogegen beispielsweise das Bau- oder Gastgewerbe nur auf rund 23% kommen.

Ausgangspunkt zur Optimierung des Verschuldungsgrades bildet der Leverage-Effekt: Die Eigenkapitalrendite nimmt mit steigender Verschuldung zu, solange die durch den Einsatz aller Aktiva erzielte

Rendite grösser ist als die Fremdkapitalverzinsung. Dies ist jedoch nur einer von mehreren Aspekten, die es zu beachten gilt. Aus Unternehmer-sicht beeinflusst eine Reihe von Faktoren die Fremdkapitalpolitik. Kriterien wie die finanzielle Flexibilität, das Kreditrating, die Volatilität der Gewinne und der Cashflows, die Höhe der internen Mittel und des Marktzinssatzes sowie die Möglichkeit, Fremdkapitalzinsen vom steuerbaren Gewinn abzuziehen, sind alle ins Kalkül mit einzubeziehen. Meist erweist sich eine Kombination verschiedener Finanzierungsformen als vorteilhaft.

Eigenkapital als Fundament

Die optimale und risikogerechte Finanzierungsart unternehmerischer Aktivität hängt stark davon ab, in welcher Entwicklungsphase sich ein Unternehmen befindet. Grundsätzlich ist der Bedarf an Eigenkapital umso grösser, je höher das Risiko eines Engagements erscheint. Für die Entwicklung neuer Geschäftsideen und die «Start-up»-Phase kann in der Regel kein Fremdkapital gewonnen werden, da das Finanzierungsrisiko sehr hoch ist. Neu gegründete Unternehmen können wenig oder gar keine Sicherheiten bieten; vieles basiert

auf Ideen, Umsätze fehlen noch. Die eigenen Mittel der Gründer werden oft durch solche der Familie oder von sogenannten Business Angels ergänzt, welche zudem ihre Expertise einbringen.

Neben der klassischen Eigenmittel-Finanzierung durch Aktienemission haben in den letzten Jahren vor allem Beteiligungsfinanzierungen im Rahmen von Neugründungen (Venture Capital) sowie bei Restrukturierungen oder Management Buyout/Buyin (Private Equity)

vermehrte Aufmerksamkeit erhalten. Diese bieten einerseits den Vorteil, dass sie meist mit einer Managementunterstützung und einem Coaching verbunden werden, längerfristig angelegt und flexibel ausformbar sind, die Kreditwürdigkeit verstär-

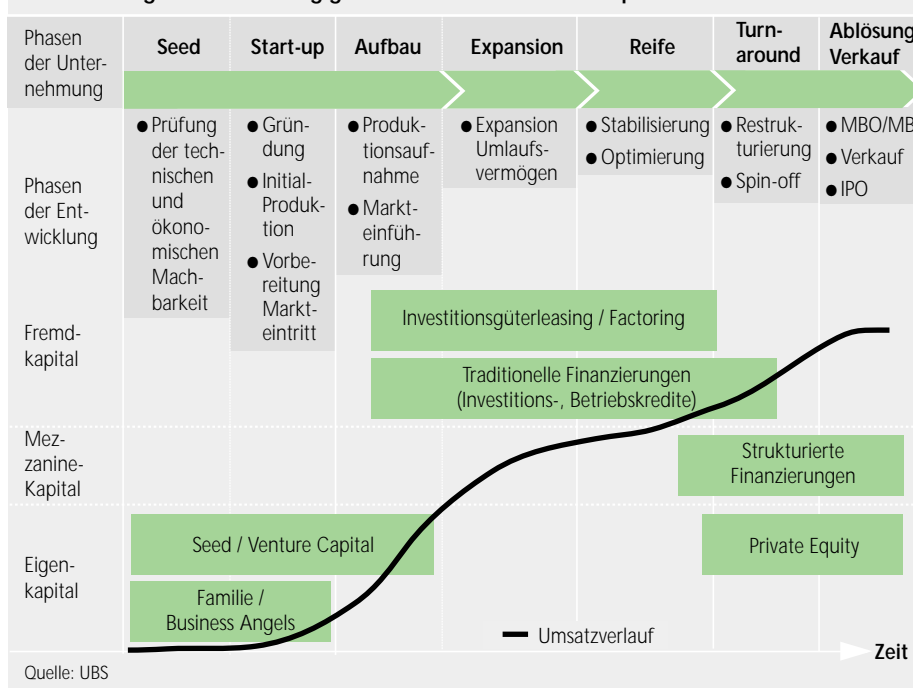
ken und eine gute Basis für mögliche Ausstiegsstrategien (IPO, Verkauf an Unternehmen, Buy back) bilden können. Die Mitsprache des Investors, die langfristige Bindung sowie eine Verwässerung, d.h. Wertschöpfung der sich bereits im Umlauf befindlichen Wertpapiere eines Unternehmens, müssen hierfür in Kauf genommen werden.

Attraktive Zwischenformen

Abgeleitet vom italienischen «mezzanino», dem Zwischengeschoss, gibt es eine Reihe an hybriden Finanzierungsinstrumenten, welche Eigen- und Fremdkapital-Charakteristika miteinander verbinden. Solche Finanzierungsverträge zeichnen sich typischerweise durch eine Nachrangigkeit der zur Verfügung gestellten Mittel (worin sich der Eigenkapitalcharakter spiegelt), durch eine zeitliche Befristung sowie durch steuerliche Vorteile aus. Im Vergleich

Kombination von Finanzierungen empfehlenswert

Finanzierungs-Mix in Abhängigkeit von der Unternehmensphase



Die Finanzierungsmöglichkeiten hängen wesentlich von der Entwicklungsphase ab, in der sich das Unternehmen befindet. Der strukturelle Mix ist laufend zu überprüfen und im Rahmen von ganzheitlichen Finanzierungslösungen den spezifischen Bedürfnissen anzupassen.

zum Fremdkapital erhält der Kapitalgeber für dieses Quasi-Eigenkapital eine dem Risiko entsprechend höhere Verzinsung. Optionen zur verstärkten Beteiligung am Eigenkapital sowie ergebnisorientierte Verzinsungskomponenten und Rückzugsklauseln machen die Vielzahl an möglichen Mezzanine-Modellen attraktiv. Kapitalnehmer und -geber haben die Möglichkeit, die Form der Finanzierung auf ihre spezifischen Bedürfnisse hinsichtlich Rendite und Risiko auszurichten.

- **Partizipationsscheine** sind Eigenkapitalpapiere mit Dividendenanspruch und Beteiligung an einem allfälligen Liquidationserlös, jedoch ohne Stimmrecht.

- **Wandel- und Optionsanleihen** beinhalten das Recht, den Fremdkapitalvertrag ganz oder teilweise in einen Eigenkapitalvertrag umzuwandeln. Das Wandelrecht kann für den Kapitalnehmer und/oder -geber definiert und seine Ausübung auf einen bestimmten Zeitpunkt oder innerhalb einer bestimmten Periode festgelegt werden. Bei Optionsanleihen kann das Recht auf Wandlung oder zusätzlichen Erwerb von Eigenkapitalanteilen vom ursprünglichen Finanzierungsinstrument abgetrennt und separat bewertet bzw. gehandelt werden.

- **Genussscheine** sind Wertpapiere mit Obligationscharakter, die in der Regel ihrem Besitzer einen Anteil am Gewinn sowie an einem allfälligen Liquidationserlös zusichern. Sie können mit oder ohne Rückzahlungsvereinbarung ausgestaltet werden.

- **Nachrangige Darlehen** werden im Normalfall wie ein klassischer Kredit behandelt. Im Falle einer Insolvenz des Schuldners wird der Kapitalgeber aber erst nach der Abgeltung anderer

(im Rang vorgehender) Forderungen befriedigt. Die Nachrangigkeit kann gegenüber einzelnen oder allen vorgehenden Gläubigern ausgestaltet werden. Im letzteren Fall ist das Darlehen näher dem Eigenkapital als den fremden Mitteln zuzuordnen.

Klassischer Kredit in modernster Form

Auch für die Aufnahme von Fremdkapital steht dem Unternehmen heute eine breite Palette von Möglichkeiten zur Verfügung, die auf die konkreten Bedürfnisse abgestimmt sind und sich untereinander kombinieren lassen.

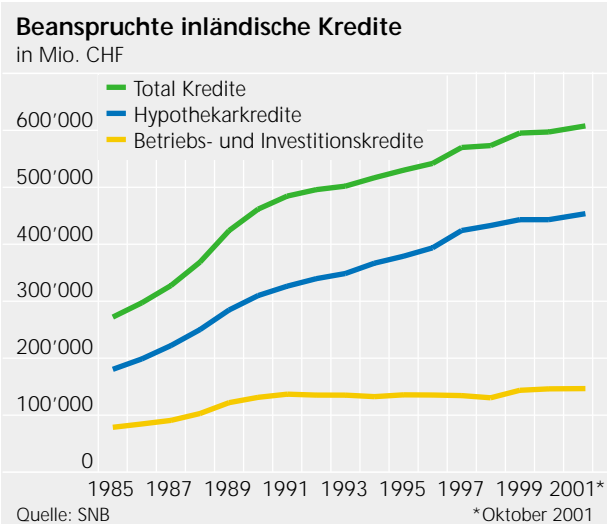
Klassische Bankkredite sind für Schweizer KMU nach wie vor das zentrale Finanzierungsinstrument. Vom gesamten Kreditvolumen dürften 1998 nach Schätzungen der Prognos ca. 178 Mrd. CHF – also etwas mehr als 30% – von Klein- und Mittelunternehmen beansprucht worden sein.

- **Betriebsmittelfinanzierungen** dienen der Finanzierung von Lagerbeständen, angefangenen Arbeiten oder Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Sie erweitern damit den Dispositions- und Liquiditätsspielraum oder fangen saisonal bedingte Schwankungen der Geschäftstätig-

keit auf. Aufgrund der jederzeit möglichen gegenseitigen Kündbarkeit haben solche Finanzierungen kurzfristigen Charakter. Die Rechtfertigung der eingeräumten Limiten anhand von Bilanz, Erfolgsrechnung, Budget, Liquiditätsplan etc. wird vom Kreditgeber jährlich überprüft und gegebenenfalls angepasst. Die Laufzeiten und Rückzahlungen von Investitionsfinanzierungen orientieren sich in der Regel an der Nutzungs- und Abschreibungsdauer der Anlagegüter und können flexibel ausgestaltet werden.

- **Leasing** ermöglicht es dem Leasingnehmer, die für seine Bedürfnisse notwendigen Maschinen und Objekte zu nutzen, ohne dass er Eigentümer der verwendeten Objekte wird. Investitionsgüterleasing ist flexibel und liquiditätsschonend. Dem steht entgegen, dass die Dauer auf den Lebenszyklus des Leasingobjekts beschränkt bleibt. Während Investitionsgüterleasing bei kleineren Kreditbeträgen hauptsächlich als Alternative zum Kontokorrentkredit und zum Darlehen anzusehen ist, wird es bei höheren Volumina oft als Alternative zum Festen Vorschuss oder gar zum Festkredit angeboten.

Vom ausstehenden Kreditvolumen der Banken sind etwa vier Fünftel hypothekarisch gesichert und somit als Hypothekarkredite verbucht. Als Betriebs- und Investitionskredite erfasst wird eine Vielzahl an Kreditformen, welche die spezifischen Bedürfnisse des Kreditnehmers abdecken.



● **Factoring** bietet die Möglichkeit, das Inkasso über Dritte abwickeln zu lassen und diesen auch das Debitorenrisiko zu übertragen. Die Belehnung bestehender Forderungen kann zur Verbesserung des Liquiditätsmanagements beitragen. Als Finanzierungsform zeigt sich Factoring als ein dynamisches, nach oben unbegrenztes Finanzierungsinstrument. Die technischen Voraussetzungen sowie die Beteiligung einer Drittpartei schmälern die Attraktivität dieser Finanzierungsform kaum.

● **Obligationen** bieten sich für kapitalmarktfähige und damit grössere Unternehmen als zusätzliche Möglichkeit der Mittelbeschaffung auf langfristiger fester Basis an.

Wie viel Finanzierungspotenzial besteht?

Der angemessene Spielraum, in dem sich die Nettoverschuldung eines Unternehmens mittelfristig bewegen sollte, lässt sich über das Finanzierungspotenzial (Debt Capacity) ermitteln, das auf der Basis des nachhaltigen betrieblichen Free Cash Flow (FCF) festgelegt wird. Dieser errechnet sich aus dem Betriebsgewinn (EBIT, d.h. vor Zinsen und Steuern) abzüglich kalkulatorischer Steuern, Ersatzinvestitionen und allfälliger Dividenden sowie zuzüglich betrieblicher Abschreibungen. Da der FCF Schwankungen unterliegt, wird ein «nachhaltiger» Wert zur Beurteilung des Finanzierungspotenzials herangezogen. Dabei fließen Erfahrungszahlen aus der Vergangenheit und Erwartungen zur zukünftigen Entwicklung in die Rechnung ein. Darüber hinaus wird eine von Konjunkturschwankungen geglättete Grösse hergeleitet. Die finanzielle Risikofähigkeit wird

massgeblich durch die Geschäftsrisiken aus der operativen Tätigkeit bestimmt.

Wenn die Nettoverschuldung (verzinsliches Fremdkapital der Unternehmung abzüglich nicht betriebsnotwendiger flüssiger Mittel) über eine längere Frist bedeutend grösser ist als das Finanzierungspotenzial, bedeutet dies, dass ein Teil der Schulden Unternehmerrisiken mitträgt. Dies hat zur Folge, dass seitens der Kreditgeber entsprechende Renditeerwartungen zur Abgeltung dieses Risikos bestehen. Umgekehrt bietet unausgeschöpftes Finanzierungspotenzial zusätzliche Fremdfinanzierungsmöglichkeiten für Erweiterungsinvestitionen und Akquisitionen.

Mit Rating die eigene Firma durchleuchten

Das Rating ist ein Instrument zur Risikoerfassung und -kategorisierung und dient als Grundlage für eine risikogerechte Preissetzung bei der Kreditvergabe.

Es resultiert aus diversen Faktoren, die im Zusammenspiel ein abgerundetes

Bild des Unternehmens, von dessen Umfeld und des Risikoprofils ergeben. Hierzu gehört eine Analyse finanzieller Faktoren (Finanzierungspotenzial, Produktivität, Profitabilität, Liquidität, Verhältnis Eigen- zu Fremdkapital), nichtfinanzieller Variablen (Firmenleitung, Investitionen, Budgetplanung, externe Einflussfaktoren, Transparenz) sowie branchenspezifischer und individueller Charakteristika. Aufgrund einer derart umfassenden Gesamtschau kann jeder Unternehmer selber und/oder zusammen mit seiner Bank die Finanzierungsstrukturen laufend und vorausschauend beurteilen und den bestehenden Spielraum aktiv für

einen gesunden Fortgang nutzen. Damit trägt der Ratingprozess wichtige Elemente zu einem Frühwarnsystem bei. Er stellt gleichzeitig die Grundlage für eine Verbriefung (Securitisierung) von Krediten dar, welche aufgrund verschärfter Vorschriften zur Eigenmittel-Unterlegung der Banken vermehrt zur Anwendung kommen wird. Die Zusammenfassung solcher Forderungen in Pools, deren Anteile börsenmässig handelbar sind, setzt Ratings nach einheitlichem System zwingend voraus.

Richtige Finanzierung zur rechten Zeit

Während Finanzplanung und -optimierung bei grösseren Unternehmen schon lange feste Bestandteile der Unternehmensführung sind, sollten sie auch in KMU regelmässig auf der Agenda stehen. Ein nachhaltiger unternehmerischer Erfolg setzt voraus, dass für jedes Vorhaben und für jede Unternehmensphase die geeignetste Finanzierung gefunden wird.

Immer mehr Banken verstehen ihre Rolle des Financiers zunehmend breiter als Berater und Intermediär, der nicht primär Kredite «verkaufen» will. Sie denken vielmehr in Lösungen und individuell angepassten Leistungspaketen, die sie als Ansprechpartner zusammen mit dem Kunden erarbeiten. Kundenprobleme werden im Kontext einer langfristigen Finanzstrategie gelöst. Die risikobewusste Finanzkultur zahlt sich für alle beteiligten Parteien aus. Den «Abacus» zur Hand zu nehmen lohnt sich somit in jedem Fall. ■

rudolf.pauli@ubs.com
☎ 01 234 25 56

Ratingprozess ist nicht nur für Grossunternehmen von Nutzen