

# Kapitel 2

## Ermittlung der Innenfinanzierungskraft des Unternehmenswachstums über die Self-Financeable Growth Rate

### 2.1 Wachstumsgrenzen und -finanzierung von Unternehmen

Ein Unternehmen kann auf verschiedenste Arten an Wachstumsgrenzen stoßen. Unternehmensexterne Faktoren, wie z.B. die Sättigung der Absatzmärkte, die Knappheit an fachkundigen Mitarbeitern aber auch unternehmensinterne Aspekte wie Kapazitätsgrenzen, eine unterdurchschnittliche Produktivität, fehlendes Kapital oder organisatorische Ineffizienzen, können Wachstumshindernisse für Unternehmen darstellen. Diese Faktoren führen dazu, dass das eigene Wachstumspotenzial eines Unternehmens nicht vollständig ausgeschöpft wird. Dennoch lässt sich mittels adäquater finanzstärkender Maßnahmen eine an sich wachstumshemmende Ausgangslage eines Unternehmens entscheidend verändern.

Bei Investitionen in Wachstum geht ein Unternehmen davon aus, dass die Rentabilitätsvorgaben erreicht werden und die Investitionserlöse die anteiligen Kapitalkosten übersteigen. In diesem Fall wird i.d.R. angestrebt, die Wachstumsinvestitionen mit Innenfinanzierung zu bestreiten, da dadurch Unternehmenswert generiert wird. Die Grenzen der Innenfinanzierung liegen dabei in der Fähigkeit eines Unternehmens, genügend hohe Cashflows aus dem operativen Geschäft zu generieren. Eine zunehmende Fremdfinanzierung des Wachstums ist für die Fremdkapitalgeber mit Risiken verbunden und für das Unternehmen daher nur bis zu einem gewissen Maße sinnvoll. Die vertretbare Fremdfinanzierungsquote von Unternehmen hängt neben allgemeinen Bonitätsfaktoren unter anderem vom Risiko und der Art der zu finanzierenden Investitionsvorhaben ab. Insbesondere werden übermäßig fremdfinanzierte Wachstumsphasen als riskant betrachtet, da die Zahlungen der Annuitäten unabhängig von der Entwicklung des Unternehmenserfolges zu leisten sind. In der Literatur wird in diesem Kontext von der Expansionskrise gesprochen, bei welcher zu stark fremdfinanziertes Wachstum ein Unternehmen meist in eine tiefe finanzielle Krise führt.<sup>1</sup>

Die Grenzen der Außenfinanzierung durch Eigenmittel sind vielfach durch die Finanzkraft der Eigner determiniert. Es stellt sich einerseits die Frage, ob diese über

---

<sup>1</sup>Vgl. Volkart (2006), S. 704 ff.

genügend finanzielle Mittel verfügen und andererseits ob sie bereit sind, diese in das Wachstum des Unternehmens zu investieren. Zudem kann die Finanzierung durch Kapitalerhöhung zu unerwünschten Verschiebungen der Eigentümerstruktur führen und ist mit Kosten und organisatorischem Aufwand verbunden.

Basierend auf diesen theoretischen Überlegungen ist festzustellen, dass in vielen Fällen eine Finanzierung des Wachstums aus den operativ erwirtschafteten Mitteln angestrebt werden sollte. Angesichts der häufig vorzufindenden Situation der „Working Capital-Falle“ stellt sich die Frage nach der Innenfinanzierungskraft des Unternehmenswachstums, also welche Wachstumsrate mit den operativ erwirtschafteten Mitteln erreicht werden kann? Welche Größen wirken unter Vernachlässigung einer Außenfinanzierung und von Desinvestitionen als treibende Kraft auf diese Wachstumsrate? Kann diese Grenze durch gezieltes Finanz-Management verschoben werden? Im folgenden Abschnitt wird versucht, diese Fragen mit Hilfe des „Self-Financeable Growth Rate-Ansatzes“ zu klären.

## 2.2 Finanzielles Wachstumspotenzial nach dem Self-Financeable Growth Rate- Ansatz

Nachfolgend werden die Möglichkeiten, Grundlagen sowie der Aufbau des Self-Financeable Growth Rate-Ansatzes aufgezeigt. Die Self-Financeable Growth Rate (SFGR) beschreibt die aus den operativ erarbeiteten Mitteln, ohne Desinvestition und Außenfinanzierung, erreichbare Wachstumsrate eines Unternehmens.<sup>2</sup> Diese unternehmensspezifische Wachstumsrate hängt im Wesentlichen von drei Faktoren ab:

- Dauer eines Operating Cash Cycles (OCC).
- Dauer der Mittelbindung zur Finanzierung des Umlaufvermögens sowie der betrieblichen Kosten je OCC.
- Generierte frei verfügbare Mittel je OCC.

Der OCC umfasst die Zeitperiode, in welcher beim Unternehmen finanzielle Mittel in Lagervorräten sowie anderweitigem Umlaufvermögen gebunden sind, bevor der Zahlungseingang für die erbrachten Leistungen erfolgt (Abb. 2.1).

Die Operating Cash Cycle Time berechnet sich aus der Summe der Days Inventory Held (Alter der Vorräte, DIH) und der Days Sales Outstanding (Alter der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, DSO), die aus verschiedenen Größen der Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) gewonnen werden:

$$\text{Operating Cash Cycle Time (d)} = \text{DIH} + \text{DSO} \quad (1)$$

---

<sup>2</sup>Vgl. Churchill / Mullins (2001), S. 135 ff.

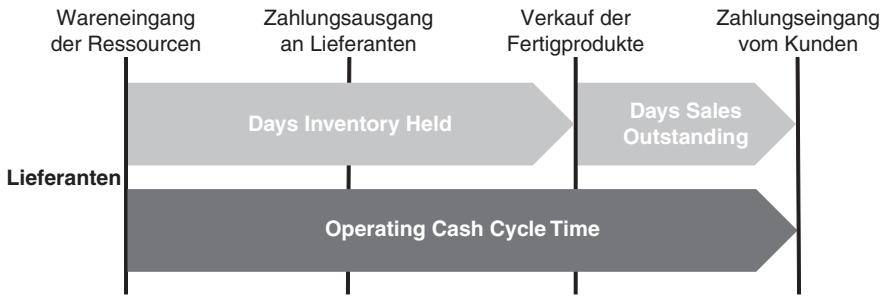


Abb. 2.1 Operating Cash Cycle anhand von Waren- und Zahlungsflüssen

Die Kennzahl DIH beschreibt den Zeitraum vom Wareneingang der Ressourcen vom Lieferanten bis zum Verkauf der Fertigprodukte an den Kunden und berechnet sich aus Unternehmenskennzahlen wie folgt:

$$DIH (d) = \frac{\text{Vorräte}}{\text{Herstellungskosten}} \cdot 365 \text{ Tage} \quad (2)$$

Zu den Vorräten gehören im Wesentlichen Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe sowie unfertige und fertige Erzeugnisse, die noch nicht verkauft sind. Herstellungskosten sind die Aufwendungen, die durch den Verbrauch von Gütern und die Inanspruchnahme von Diensten für die Herstellung, Erweiterung oder Verbesserung eines Vermögensgegenstands entstehen und werden in der GuV nach dem Umsatzkostenverfahren ausgewiesen.<sup>3</sup> Sie umfassen nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) die Einzelkosten im Material- und Fertigungsbereich und können wahlweise auch alle Gemeinkosten im Material-, Fertigungs- und Verwaltungsbereich beinhalten. Eine Reduzierung der DIH führt zu einer Reduzierung der Kapitalbindungs- und Lagerhaltungskosten, kann allerdings auch höhere Bestell- und Fehlmengenkosten zur Folge haben.

Die Kennzahl Days Sales Outstanding (DSO) umfasst die Zeitspanne vom Verkauf der Fertigprodukte bis zum Zahlungseingang durch den Kunden. Mit Hilfe der Bilanz sowie der GuV ergibt sie sich aus den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (Forderungen aus LuL) sowie den Umsatzerlösen:

$$DSO (d) = \frac{\text{Forderungen aus Lieferungen und Leistungen}}{\text{Umsatzerlöse}} \cdot 365 \text{ Tage} \quad (3)$$

Die DSO-Kennzahl hängt im Wesentlichen von den vereinbarten Zahlungsbedingungen sowie der Effektivität des Debitorenmanagements ab und ist umso geringer, je schneller die Kunden ihre Forderungen begleichen. Die am Markt durchsetzbaren Zahlungsbedingungen hängen wesentlich von der Branche, der

<sup>3</sup>Vgl. Handelsgesetzbuch (HGB) (2006), § 255 Abs. 2.

Machtposition innerhalb der Branche und dem geographischen Aktivitätsprofil des Unternehmens ab.

Problematisch bei der Berechnung der Operating Cash Cycle Time ist zum einen die Notwendigkeit der Kenntnis der Herstellungskosten eines Unternehmens. Diese werden in der GuV nach dem Umsatzkostenverfahren ausgewiesen. Allerdings wird das Umsatzkostenverfahren lediglich nach den United States Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP) zwingend vorgeschrieben. Die Rechnungslegungsvorschriften nach dem HGB und den International Financial Reporting Standards (IFRS) erlauben dagegen sowohl das Umsatz- als auch das Gesamtkostenverfahren. Zur Verbesserung der externen Vergleichbarkeit werden bei der Berechnung der DIH in der Praxis daher häufig die Umsatzerlöse anstelle der Herstellungskosten als Basis verwendet.<sup>4</sup> Ein anderes Problem resultiert aus dem Betrachtungszeitraum. Da die Berechnung der Working Capital-Kennzahlen auf Basis von Bilanz- und GuV-Größen basiert, stellt deren Berechnung lediglich eine Punktbetrachtung dar. Durch eine Erhöhung der Berichtsfrequenz kann die Aussagekraft der Kennzahlen gesteigert werden. Hierzu sind jedoch Daten aus der internen Rechnungslegung heranzuziehen.

Die benötigten finanziellen Mittel je OCC als weitere Determinante der SFGR werden aufgrund der unterschiedlichen Mittelbindung für die Herstellungskosten (HK) sowie die sonstigen Aufwendungen (sonst. Aufw.) wie folgt berechnet:

$$\text{Mittelbindung HK} = \frac{\text{Mittelbindung (d)}}{\text{OCC Herstellungskosten (d)}} \cdot \frac{\text{Herstellungskosten}}{\text{Umsatzerlöse}} \quad (4)$$

$$\text{Mittelbindung sonst. Aufw.} = \frac{\text{Mittelbindung sonst. Aufw. (d)}}{\text{OCC (d)}} \cdot \frac{\text{sonst. Aufw.}}{\text{Umsatzerlöse}} \quad (5)$$

Die Summe der Mittelbindung der Herstellungskosten sowie die Mittelbindung der sonstigen Aufwendungen je Euro Umsatz ergibt die gesamten Mittelbindung je OCC. Die frei verfügbaren Mittel je OCC zeigen die absolute Finanzierungskraft eines Unternehmens in Geldeinheiten auf. Diese errechnen sich aus den Umsatzerlösen abzüglich der Herstellungskosten sowie den sonstigen Aufwendungen. Diese Residualgröße entspricht der Umsatzrendite und steht den Unternehmen für Investitionen zur Verfügung. Die Vorgehensweise bei der Berechnung der SFGR ist in Abb. 2.2 schematisch dargestellt. Die annualisierte SFGR gibt Auskunft darüber, in welchem Maß das Unternehmen pro Jahr wachsen kann, ohne auf Außenfinanzierung angewiesen zu sein. Wächst das Unternehmen mit einer geringeren Rate als der SFGR, wird mehr Cash erwirtschaftet als für das Wachstum notwendig ist. Wächst es jedoch mit einer höheren Rate, ist es zur Liquiditätssicherung auf Außenfinanzierung angewiesen.

---

<sup>4</sup>Vgl. Reason (2004), S. 78.

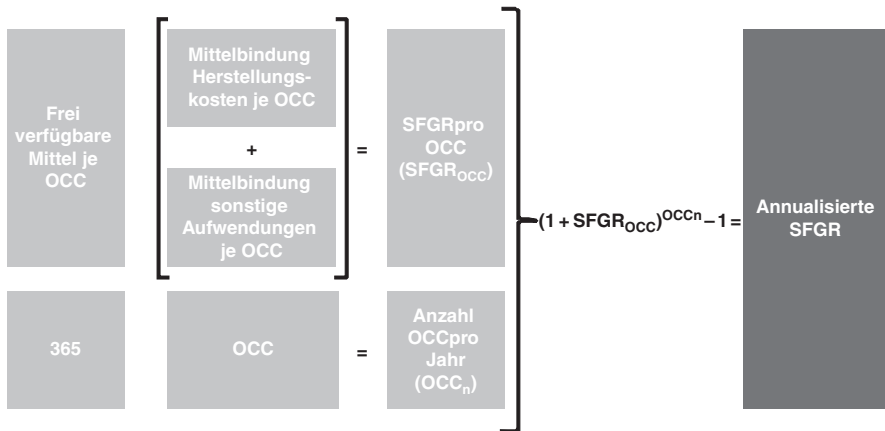


Abb. 2.2 Berechnungsschematik der annualisierten Self-Financeable Growth Rate

Zur Verdeutlichung der Berechnungsweise sei ein Unternehmen betrachtet, dessen Bilanzkennzahlen und Dauer der Mittelbindung (Zeit vom Zahlungsausgang an den Lieferanten bis zum Zahlungseingang des Kunden, auch als Cash-to-Cash Cycle Time bezeichnet, (siehe Kap. 3) der Herstellungskosten Abb. 2.3 entnommen werden können.

Bilanzkennzahlen	
Vorräte	110.000.000 €
Forderungen aus LuL	130.000.000 €
Umsatzerlöse	800.000.000 €
Herstellungskosten	560.000.000 €
Operativer Gewinn nach Steuern	28.000.000 €

Bindungsdauer Cash [Tage]	
Mittelbindung Herstellungskosten	108,2

Abb. 2.3 Ausgangsdaten für das Berechnungsbeispiel

Mit diesen Daten lassen sich die Days Inventory Held und Days Sales Outstanding berechnen:

$$DIH = \frac{110.000.000}{560.000.000} \cdot 365 \text{ Tage} = 71,7 \text{ Tage}$$

$$DSO = \frac{130.000.000}{800.000.000} \cdot 365 \text{ Tage} = 59,3 \text{ Tage}$$

Aus der Summe der DIH und DSO folgt für den OCC eine Dauer von 131 Tagen. Es wird angenommen, dass die sonstigen Aufwendungen (Marketingausgaben, Vertriebskosten etc.) sich gleichmäßig über den OCC erstrecken. Dabei können sie eine Mittelbindung von 131 Tagen aufweisen, wenn die Verbindlichkeit am ersten Tag des OCCs beglichen wird oder von Null Tagen, wenn der Zahlungseingang des Kunden und die Begleichung der Verbindlichkeit zusammenfallen. Es ist daher vereinfachend von einer Mittelbindung der sonstigen Aufwendungen auszugehen, die der Hälfte des OCCs, also 65,5 Tagen entspricht. Für die weitere Berechnung sind noch die sonstigen Aufwendungen aus der Differenz von Umsatzerlösen einerseits und Herstellungskosten und operativem Gewinn nach Steuern andererseits zu bestimmen:

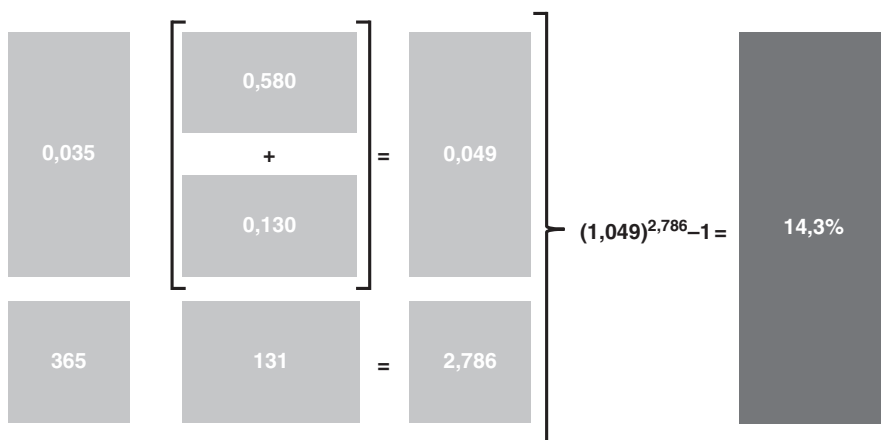
$$\begin{aligned} \text{Sonstige Aufwendungen} &= 800.000.000\text{€} - 560.000.000\text{€} - 28.000.000\text{€} \\ &= 212.000.000\text{€} \end{aligned}$$

Mit den Formeln 4 und 5 lässt sich die Mittelbindung der Herstellungskosten und des sonstigen Aufwands je Euro Umsatz ermitteln:

$$\text{Mittelbindung Herstellungskosten} = \frac{108,2 \text{ Tage}}{131 \text{ Tage}} \cdot \frac{560.000.000}{800.000.000} = 0,58$$

$$\text{Mittelbindung sonstiger Aufwand} = \frac{65,5 \text{ Tage}}{131 \text{ Tage}} \cdot \frac{212.000.000}{800.000.000} = 0,13$$

Die Umsatzrendite beträgt 3,5%. Anhand des Schemas in Abb. 2.4 ergibt sich eine Self-Financeable Growth Rate von 0,049. Bei jährlich 2,79 OCCs kann das Unternehmen folglich aus eigener Kraft eine Wachstumsrate von 14,3% realisieren.



**Abb. 2.4** Berechnung der annualisierten Self-Financable Growth Rate am Beispiel

Abbildung 2.4 zeigt eine Zusammenfassung der Berechnungsschritte des Beispiels, das in Kap. 6 wieder aufgegriffen wird, um Auswirkungen vom Einkauf eingeleiteter Maßnahmen zur Optimierung des Working Capitals auf die SFGR aufzuzeigen.

### **2.3 Möglichkeiten zur Optimierung der Self-Financeable Growth Rate**

Die Self-Financeable Growth Rate kann durch Einflussnahme auf die Determinanten der SFGR erhöht werden. Die möglichen Maßnahmen lassen sich dabei in folgende Kategorien einteilen:

- Verkürzung des OCCs, z.B. durch Senkung der Lagerbindungsdauer, Senkung der Debitorenzahlungsfrist oder eine Erhöhung der Kreditorenzahlungsfrist.
- Reduzierung der Herstellungskosten sowie der sonstigen Aufwendungen, z.B. verbesserte Ausnutzung von Skonti.
- Steigerung der Umsatzerlöse, z.B. durch niedrigere Verkaufspreise aufgrund reduzierter Einkaufspreise.

Aus Sicht des Supply Chain Managements lässt sich beispielsweise die Lagerbindungsdauer durch die in Kap. 3 im Forecast-to-Fulfill Prozess geschilderten Maßnahmen reduzieren. Eine Reduzierung der Herstellungskosten kann durch die im Purchase-to-Pay Prozess genannten Maßnahmen erreicht werden.

Im Folgenden werden Maßnahmen aufgezeigt, um die Innenfinanzierungskraft mittels Cash-to-Cash Cycle Optimierung zu stärken. Ein Fallbeispiel zur Ermittlung der Innenfinanzierungsfähigkeit des Unternehmenswachstums durch die Self-Financeable Growth Rate wird in Kap. 6 erläutert.