

# TREASURYLOG

Informationen für Treasurer und Finanzverantwortliche, seit 1992 herausgegeben von Schwabe, Ley & Greiner



5  
2009

## Liquiditäts-Management

Schwabe, Ley & Greiner	<b>Editorial</b>	3
Martin Fikar (Schwabe, Ley & Greiner)	<b>Reserven abgebaut</b>	4
Frank Naumann (Q-Cells SE)	<b>Wandelanleihe – Liquiditätsspritze vom Kapitalmarkt</b>	8
Norman Fackelmann (Bayerische Versorgungskammer)	<b>„In-house-Bank“-Strukturen bei einer „Behörde“</b>	12
Sebastian Kästner, Bernhard Kastner (Schwabe, Ley & Greiner)	<b>Value-at-Risk in der Krise?</b>	15
Frank Richter (ALTANA AG), Michael Seifert (Schwabe, Ley & Greiner)	<b>Von der Kontenerhebung zum Cash Pool</b>	16
Stefan Zeranski (BELS), Bernd Walter (Kasseler Sparkasse)	<b>Liquiditäts-Management im Zeichen der Finanzkrise</b>	18
Bernd Algermissen (Rheinmetall AG), Thomas Stäubli (Bucher Industries), Walter Riess (Lasselsberger GmbH)	<b>Liquidität: Fünf Fragen, fünf Antworten</b>	20
Thomas Wiedemann (Vattenfall Europe), Peter Zöhling (Verbund)	<b>Working Capital – Zählen, Verarbeiten, Abrechnen</b>	22
Edith Leitner (Schwabe, Ley & Greiner)	<b>Gibt es für Liquiditätsreserven eine optimale Höhe?</b>	26



## Gemeinsam Werte schaffen

**Schwabe, Ley & Greiner (SLG)** ist das führende Treasury-Beratungsunternehmen im deutschsprachigen Raum. Seit mehr als 20 Jahren unterstützen wir unsere Kunden in allen Treasury-Fragen. Mit unserem spezifischen Knowhow beraten wir in folgenden Bereichen:

Gesamtkonzept: Finanzverfassung

Regelwerk: Treasury Manual

Corporate  
Finance

Risiko-Management

Cash Management

Organisation: Struktur und Ressourcen

Information: Berichte und Systeme

In dieser Ausgabe können Sie sich ein Bild machen, was unsere Kunden und wir tun, um Liquidität im Unternehmen zu schaffen, zu optimieren und wie mit Liquiditätsrisiken umzugehen ist. Sollten auch Sie vor Herausforderungen im Liquiditäts-Management stehen, unterstützen wir Sie gerne mit unserer Dienstleistungspalette.

Bei Beratungsfragen kontaktieren Sie bitte direkt



für Deutschland und international:

**Jochen Schwabe**  
js@slg.co.at



für Österreich und die Schweiz:

**Martin Winkler**  
mw@slg.co.at

Des Weiteren möchten wir Sie auf unser Treasury-Ausbildungsangebot aufmerksam machen. Unter anderem bieten wir folgende Seminare an (Termine entnehmen Sie dem Seminarkalender auf Seite 25):

- Liquiditätsplanung und -vorsorge
- Excel im Finanz-Management
- TreasuryExpress

Weitere Informationen zu unseren Veranstaltungen finden Sie unter [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at).

Oder rufen Sie uns einfach an unter +43-1-585 48 30!

# Liebe Leserinnen und Leser,

Schweinegrippe? Sofortmaßnahmen: Nicht alle Hände schütteln, oft waschen, möglichst sogar desinfizieren! Der Vorteil einer Finanz-, Kredit- oder wie auch immer genannten Krise: Sie schärft den Blick und diszipliniert das Verhalten – wenigstens vorübergehend. Das gilt natürlich ganz besonders für das Thema dieses Heftes: Liquiditäts-Management.

## Stresstest – endlich einmal praktisch erlebt

Selbstverständlich war die „Sicherstellung jederzeitiger Liquidität“ immer schon oberstes Ziel in neun von zehn Treasury-Richtlinien, aber was heißt das im Ernstfall? Wir sprechen immer über Stresstests, jetzt haben wir einen erlebt. Und auf einmal muss scheinbar Banales neu gedacht werden.

Was ist eigentlich Liquidität, und was taugt tatsächlich als Liquiditätsreserve? Wie viel davon brauche ich wirklich? Muss ich mich nur um die Liquidität meiner Anlageinstrumente sorgen oder doch auch um die „Lieferfähigkeit“ meiner Kreditgeber? Wie sehr muss ich dort diversifizieren? Sind vielleicht auch kurzfristig liquidierbare Vermögensgegenstände Liquidität – und was noch?

CFOs, die Bankenlimite für Anlagen und Derivate lange Zeit für akademischen Luxus ihrer Treasurer hielten, fordern plötzlich ein Mindestrating für Kreditgeber. Unternehmen, die sich früher mit einer Liquiditätsre-

serve in Höhe eines Monatsumsatzes („Warum?“ – „Weil es eine so schön einfache Faustregel ist!“) und in Form einer „baw-Linie“ wohlfühlten, führen jetzt „Liquidity-at-Risk-Analysen“ durch und diskutieren, wie „hart“ ein Reserve-Instrument denn sein muss.

## Gesunde Entwicklung, wenn sie hält

Wie ein Treasurer, der kürzlich seine neue Aufgabe bei einem durchaus soliden Unternehmen antrat, meinte: „Die sind alle ganz entspannt hier mit ihrem schönen Liquiditätsstatus, aber wenn ich mir jede einzelne Zeile ansehe und überlege, was damit in der Krise alles hätte geschehen können, wird mir ganz übel.“ Der Volksmund weiß: „Zu Tode gefürchtet ist auch gestorben.“ So weit soll es natürlich nicht kommen – im Gegenteil. Wer einmal eine Stunde Sport treibt, wird sein Leben nicht verändern. Aber wer aus der Krise lernt, dauerhaft wachsam und diszipliniert bleibt, der wird auch durch die nächste kommen, wann immer sie stattfindet.



Wir wünschen Ihnen viel inhaltlichen Gewinn und Spaß bei der Lektüre!



SCHWABE, LEY & GREINER



## In eigener Sache

Wie jedes Jahr versenden wir weder Weihnachtskarten noch Geschenke, sondern spenden für eine gute Sache: Unsere Weihnachtsspende 2009 geht an einen burgenländischen Verein zur Unterstützung sozial geschädigter Kinder und Jugendlicher, bestehend aus zwei Organisationen:

Sozialpädagogische Wohngemeinschaft „FÜHL DICH WOHL“ und Verein „PFLASTER“. In den Einrichtungen wird eine positive Persönlichkeitsentwicklung verunsicherter Kinder gefördert und soziales Abgleiten junger Erwachsener verhindert.

# Reserven abgebaut

In den Geschäftsberichten des Jahres 2008 lässt sich nachverfolgen, wie die Finanzkrise an den Liquiditätsreserven der untersuchten Unternehmen gezehrt hat – bisher.



**Martin Fikar**  
ist Berater bei  
Schwabe, Ley & Greiner



Aussagekräftig: 76 Geschäftsberichte wurden von Schwabe, Ley & Greiner untersucht.

„Die Transparenz  
speziell bei Angaben  
zu Kreditlinien hat  
sich verbessert.“

**G**utes Liquiditäts-Management bzw. ausreichende Liquiditätsreserven werden in Zeiten der Finanzkrise für viele Unternehmen zur Überlebensfrage: Bankverhandlungen gestalten sich immer schwieriger, Unternehmen fällt es stetig schwerer, Liquidität zu „leistbaren“ Margen extern zu beschaffen. Vor diesem Hintergrund untersuchte Schwabe, Ley & Greiner (SLG), wie sich Ausmaß und Struktur der Liquiditätsreserven einerseits und die diesbezügliche Transparenz andererseits entwickelt haben. Gegenstand unserer Untersuchung waren die Geschäftsberichte 2008 von 76 Unternehmen (keine Finanzdienstleister) aus ATX, DAX, MDAX und SMI, die jenen des

Jahrgangs 2006 (als letztem Jahr vor der Krise) gegenübergestellt wurden. Dabei verglichen wir die Ergebnisse der Jahre 2006 und 2008 hinsichtlich folgender Fragestellungen:

- Verbesserten die Unternehmen die Transparenz ihrer Geschäftsberichte in Hinblick auf ihre Liquiditätslage?
- Wurde die Liquiditätsreserve der Unternehmen auf- oder abgebaut?
- Veränderten sich die Kreditrahmen? Änderte sich deren Ausnutzung?
- Gibt es Veränderungen in der Fristigkeit der Finanzschulden?

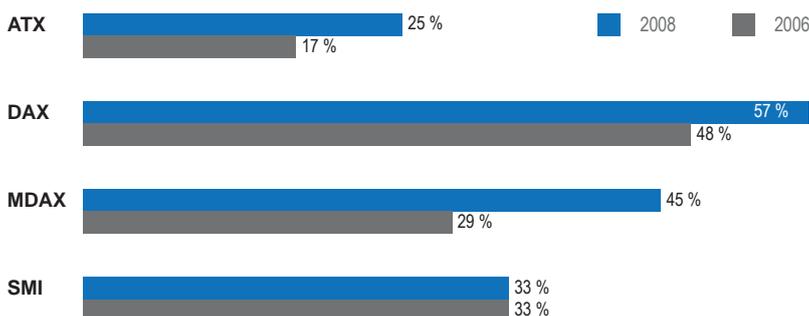
## Transparenz der Kreditlinien

Die Transparenz der Geschäftsberichte hat sich zwischen den beiden betrachteten Jahren leicht verbessert. Speziell wurden die Angaben zu Höhe und Ausnutzung der Kreditlinien sowie zur Qualität der Rahmen (Laufzeit, schriftliche oder mündliche Vereinbarung) als Kriterien untersucht. Dabei konnten wir feststellen, dass 2006 lediglich 33 % der untersuchten Unternehmen alle genannten Kriterien auswiesen, während 2008 bereits 43 % der Unternehmen, komplette und vollständige Angaben bezüglich ihrer Kreditlinien tätigten.

Interessant ist eine detailliertere Betrachtung der Ergebnisse mittels Aufgliederung der Unternehmen nach Indexzugehörigkeit (s. Abb. 1). ►►

**Abbildung 1: Angaben zu Kreditlinien**

Deutsche Unternehmen zeigen sich zu Kreditlinien deutlich auskunftsfreudiger als schweizerische und österreichische.



# Finanzstatus auf Knopfdruck

Cash-, Treasury-, Risk-Management ♦ Payments ♦ Financial Planning ♦ Reporting

Besuchen Sie uns  
18.-19.11.  
Zürich  
CFO-Forum • CFO-Forum

Das Modul Liquiditätsplanung des integrierten Treasury-Systems ITS bietet:

#### Aktive Steuerung der Liquidität

- > Automatische, länder- und währungsübergreifende Integration der Cashflows sämtlicher Konzerngesellschaften
- > Kurz-, mittel- und langfristige Liquiditätsplanung
- > Plan-Ist-Vergleiche, Abweichungsanalysen

#### Täglich weltweiter Finanzstatus

- > Konzernweite Erfassung aller Kontosalden
- > Adhoc-Warmmeldungen bei fehlenden / fehlerhaften Daten
- > Jederzeitige Berechnung des Finanzstatus

#### Monitoring mit Frühwarnsystem

- > Überwachung von Limiten, Kreditlinien und Workflows
- > Simulation zukünftiger Finanzierungen
- > Risikomanagement

#### Integriertes Reporting

ecofinance Finanzsoftware & Consulting GmbH  
+43/(0)316/908030, sales@ecofinance.com



SCHWABE, LEY & GREINER

Das Finanzforum für die Wirtschaft

## 22. Finanzsymposium

### 21.–23. April 2010 in Mannheim



**Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H.**

Margaretenstraße 70, 1050 Wien, Österreich, Tel.: +43-1-585 48 30, Fax: +43-1-585 48 30-15  
E-Mail: info@slg.co.at, www.slg.co.at/finanzsymposium

„Gerade in der Krise ist Transparenz der Liquiditätssituation ein Thema.“

Es ist ersichtlich, dass deutsche Unternehmen mehr zu vollständigen Angaben ihrer Kreditlinien neigen als Unternehmen aus der Schweiz oder Österreich. Dies mag darauf zurückzuführen sein, dass diese Unternehmen tendenziell größer als die untersuchten ATX- oder SMI-Unternehmen sind und eher einem Transparenzdruck internationaler Analysten und Investoren ausgesetzt sind.

### Deutliche Veränderungen

Auch die Angaben hinsichtlich der Höhe von Sicherstellungen und Transferbeschränkungen von liquiden Mitteln verbesserten sich deutlich. Während im Jahr 2006 nur 33 % der Unternehmen die Höhe ihrer nicht verfügbaren Liquidität in den Geschäftsberichten angaben, stieg dieser Wert im Jahr 2008 auf 54 % an.

Die Liquiditätsreserve der 41 Unternehmen, welche dazu in beiden Jahren aussagefähige Angaben in ihren Geschäftsberichten machten, schrumpfte deutlich. Die Messung führten wir mittels der Kennzahl „Liquide Mittel inklusive nicht ausgenutzter Rahmen in Monatsumsätzen“ durch. Diese Kennzahl dividiert die Summe der liquiden Mittel und nicht ausgenutzten Rahmen durch die durchschnittlichen Monatsumsätze der Unternehmen. Der Mittelwert dieser Kennzahl betrug 2006 noch 4,1 Monate, 2008 dagegen nur mehr 2,4 Monate. Der Median lag 2006 bei 2,5 Monaten und 2008 bei 2,1 Monaten.

### Liquide Mittel geschrumpft

Eine ähnliche Tendenz lässt sich bei der Messung der Kennzahl „Liquide Mittel abzüglich Sicherstellungen und Transferbeschränkungen in Monatsumsätzen“ erkennen. Diese Kennzahl subtrahiert zunächst die nicht verfügbaren Mittel von den liquiden Mitteln und dividiert dieses Ergebnis anschließend durch die durchschnittlichen

Monatsumsätze. Hatten die zur Verfügung stehenden liquiden Mittel der Unternehmen 2006 noch ein Ausmaß von 2,5 Monatsumsätzen, fiel diese Kennzahl im Jahr 2008 auf 1,0 Monate ab. Der Median dieser Kennzahl verringerte sich von 1,0 im Jahr 2006 auf 0,8 im Jahr 2008.

Auch die Höhe der gewährten Kreditrahmen der untersuchten Unternehmen verringerte sich über die zwei Jahre hinweg um annähernd 6 %. Die Folgen der Finanzkrise sieht man auch bei der Ausnutzung der Kreditlinien: Diese stieg von durchschnittlich 22 % im Jahr 2006 auf über 34 % im Jahr 2008 an.

Die Fristigkeit der Finanzverbindlichkeiten veränderte sich bei den untersuchten Unternehmen nur marginal. Im Jahr 2006 waren 35 % aller finanziellen Verbindlichkeiten kurzfristig (Restlaufzeit der Kapitalbindung unter einem Jahr), 2008 waren es 38 %. Betrachtet man die Indizes einzeln, zeigt sich, dass MDAX-zugehörige Unternehmen generell weniger kurzfristig finanziert sind als der Durchschnitt der anderen untersuchten Unternehmen (s. Abb. 2).

### Abbildung 2: Finanzverbindlichkeiten

Der Anteil kurzfristiger Finanzverbindlichkeiten nahm zu, nur bei den MDAX-Unternehmen haben sich die Fristigkeiten verringert.

Anteil kurzfristiger Finanzverbindlichkeiten	2006	2008
ATX	32 %	37 %
DAX	31 %	39 %
MDAX	27 %	22 %
SMI	40 %	41 %

### Transparenz ist gefragt

Die Analyse der ausgewerteten Daten ergab, dass die Unternehmen in den vergangenen zwei Jahren die Transparenz ihrer Liquiditätssituation leicht verbesserten. Ein Grund dafür könnte sein, dass gerade in der Krise dieses Thema für Analysten und Investoren eine wichtige Rolle spielt. Die Unternehmen dürften dieser steigenden Nachfrage nach Transparenz entgegenkommen.

Jedenfalls lässt sich klar erkennen, dass die Liquiditätsreserven der untersuchten Unternehmen im Durchschnitt deutlich abgenommen haben. Dies kommt einerseits von der Schwierigkeit, Kreditlinien zu verlängern bzw. neue zu bekommen. Andererseits mussten aufgrund der Krise die Liquiditätsreserven auch stärker ausgeschöpft werden. Hinsichtlich der Fristigkeit lässt sich keine Veränderung beobachten.

Interessant wird eine genaue Betrachtung der nachfolgenden Geschäftsberichte (vor allem 2009) sein, da sich die Finanzkrise vor allem zu Beginn des laufenden Jahres noch einmal deutlich verschärft hat. ■

### Abbildung 3: Folgen der Krise

Anhand einiger Kennzahlen lassen sich die Auswirkungen der Finanzkrise im Liquiditäts-Management der Unternehmen feststellen.

Angaben zu Höhe, Ausnutzung und Kriterien von Kreditlinien:	Veränderung in Prozent
2008: 43 % 2006: 33 %	+30
Angaben zur Höhe nicht verfügbarer Liquidität: 2008: 54 % 2006: 33 %	+64
Liquide Mittel inkl. nicht ausgenutzter Rahmen in Monatsumsätzen: 2008: 2,4 Monate 2006: 4,1 Monate	-41
Liquide Mittel verfügbar: 2008: 1 Monat 2006: 2,5 Monate	-60
Ausnutzung der Kreditlinien: 2008: 34 % 2006: 22 %	+55



SCHWABE, LEY & GREINER

Konzernweites Berichtswesen

# Treasury-Informationsplattform T.I.P.

Ein Berichtswesen muss flexibel auf neue gesetzliche sowie fachliche Anforderungen und nicht zuletzt Krisensituationen reagieren können – prompt und übersichtlich aufbereitet.

**Wir haben T.I.P. entwickelt, damit Sie sich auf den Inhalt Ihrer Berichte konzentrieren können:**

- Finanzberichte – auf Knopfdruck, in konzernweit einheitlichem Standard und in aussagekräftiger Form
- Konzernweite Transparenz zu jeder Zeit – ob vollständiger Finanzstatus, währungsdifferenzierte Liquiditätsplanung oder Abstimmung von internen Finanzpositionen
- Ein Berichtswesen – von Konzerngesellschaften genauso wie vom zentralen Treasury verwendet

**10.000 Anwender in über 80 Konzernen schätzen T.I.P. wegen der einfachen Handhabung und der vielfältigen Auswertungsmöglichkeiten:**

- Einfache und intuitive Bedienung
- Begrenzter Aufwand für Schulung und Technik
- Integration beliebiger Datenquellen (ERP, TMS, Electronic Banking, ...)
- Rasche Implementierung zu überschaubaren Kosten

**Sie wollen mehr über T.I.P. wissen?**

Vereinbaren Sie mit uns einen Termin – wir besuchen Sie gerne oder zeigen Ihnen in einer Online-Demonstration, wie Sie mit T.I.P. Ihr Berichtswesen optimieren können.

---

**Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H.**

Margaretenstraße 70, 1050 Wien, Österreich

Tel.: +43-1-585 48 30, Fax: +43-1-585 48 30-15

E-Mail: [tip@slg.co.at](mailto:tip@slg.co.at), [www.slg.co.at/tip](http://www.slg.co.at/tip)

# Liquiditätsspritze vom Kapitalmarkt

Wie es Q-Cells SE in einem schwierigen Marktumfeld gelang, die Unternehmensfinanzierung kurz- und mittelfristig zu sichern – mit der erfolgreichen Emission einer Wandelanleihe.



**Frank Naumann**  
ist Treasurer bei  
Q-Cells SE

**A**ls im Frühjahr 2009 bei der Q-Cells SE die Refinanzierung eines Konsortialkredites anstand, stellte sich für Q-Cells SE – wie für andere vergleichbare Unternehmen – die Liquiditätsbeschaffung ungleich schwieriger dar als noch vor einem Jahr: Nach der Lehman-Insolvenz im Herbst 2008 und dem damit einhergehenden Vertrauensverlust übten sich die Banken urplötzlich wieder in besonderer kaufmännischer Vorsicht, sodass die Finanzkrise auch zu einem (Refinanzierungs-)Problem für Unternehmen wurde, die auf die Funktionsfähigkeit der Kreditmärkte angewiesen sind.

## Ziel: Kapitalmarkttransaktion

Die neue Finanzierung sollte mittelfristig angelegt und, wenn möglich, kapitalmarktorientiert sein. Ein Hauptziel war die Erhaltung größter unternehmerischer Freiheit, was in den vergangenen Jahren ein wesentlicher Erfolgsfaktor für den Solarzellenhersteller gewesen war. Eine kapitalmarktorientierte Finanzierung entlastet vorhandene Bankkreditlinien und ermöglicht es, diese im Bedarfsfall für andere Projekte zu nutzen, z. B. für Avale oder für die Absicherung von Marktpreisrisiken (Zinsen, Währungen, Rohstoffe).

Nach sorgfältiger Abwägung des Marktumfeldes und der zur Verfügung stehenden Instrumente fiel die Wahl letztendlich auf die Emission einer Wandelanleihe. Die börsennotierte Aktiengesellschaft Q-Cells SE (seit 2005 im TecDAX) verfügt zwar nicht über ein öffentliches Rating, hat jedoch bereits 2007 eine erste Wandelanleihe mit einem Volumen von rund EUR 500 Mio. emittiert. Diese wird ebenfalls an der Börse gehandelt und läuft bis Februar 2012. Auch dadurch vergrößerte Q-Cells SE seinen Bekanntheitsgrad bei Investoren im In- und Ausland und öffnete sich damit Türen für weitere Transaktionen. Im Ergebnis spülte die neue Wandelanleihe EUR 250 Mio. in die Kasse. Sie wird mit 5,75 % verzinst (halbjährliche Zinszahlung). Der anfängliche Wandlungspreis wurde mit EUR 22,94 festgesetzt und lag damit 35 %



Q-Cells Produktion: Sortierung der Zellen.

über dem Referenzkurs in Höhe von EUR 16,99. Eine Reihe von Gründen sprach für diese Finanzierungsform:

- Das Instrument passt in die bestehende Finanzierungsstruktur des Konzerns und ergänzt die Fälligkeitenstruktur mit seiner Laufzeit ideal.
- Wichtige Voraussetzungen bei Q-Cells SE waren vorhanden – so ist das Unternehmen trotz des fehlenden Ratings am Kapitalmarkt bekannt und die Finanzinfrastruktur für die internationale Vermarktung vorhanden (die Emission erfolgte durch die niederländische Finanzierungsgesellschaft Q-Cells International Finance B.V., eine 100%ige Tochtergesellschaft der Q-Cells SE). Außerdem war die rechtliche Dokumentation der Wandelanleihe aus dem Jahr 2007 in sehr großen Teilen mit marktgerechten Aktualisierungen erneut verwendbar. Die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen lagen in Form eines HV-Beschlusses vor.
- Wandelanleihen können mittlerweile an der Frankfurter Börse im Freiverkehr ohne gesonderten Prospekt gelistet und zugelassen werden und erfordern während der Laufzeit einen geringen zusätzlichen Aufwand, da durch die IFRS-Berichtspflicht der Q-Cells SE bereits alle Berichtsanforderungen abgedeckt sind. Die Emissionserlöse können frei verwendet werden, und Financial Covenants werden i. d. R. nicht gefordert.

„Ein Hauptziel der Finanzierung war die Erhaltung größter unternehmerischer Freiheit.“

### Schritt für Schritt

Nach der Entscheidung zugunsten einer Wandelanleihe als Finanzierungsinstrument begann die Umsetzung mit der Bildung eines Projektteams, bestehend aus dem CFO und Vertretern der Bereiche Recht, Steuern, Konzernrechnungslegung, Investor Relations und Treasury. Die Projektleitung übernahm das Treasury. Berichtet wurde während des Projektes fortlaufend an den Gesamtvorstand und den Aufsichtsrat. Bei der Aufstellung des Zeitplans ist es wichtig, ein günstiges Zeitfenster für die Emission festzulegen. Dabei sind Kollisionen mit Berichtsterminen zu vermeiden und Stillhaltefristen vor und nach Berichtsterminen zu beachten. In die Vorbereitungszeit fällt die bilanzielle bzw. steuerliche Abstimmung mit dem Wirtschaftsprüfer und dem Steuerberater. Des Weiteren ist die Einschaltung einer spezialisierten Rechtsberatung empfehlenswert, um die personelle Unterstützung bei der Ausarbeitung der rechtlichen Dokumentation abzusichern.

### Bankenauswahl

Bei der Entscheidung darüber, welche Banken zu der Finanzmarkttransaktion eingeladen werden sollten, wurden die Kompetenz und Expertise der Banken in diesem Marktsegment sowie die Intensität der geschäftlichen Verbindung zu Q-Cells SE berücksichtigt. Die eigentliche Einladung zur Abgabe eines Angebotes („Request for Proposal“) enthielt möglichst genaue Vorgaben seitens des Emittenten, um die Auswertung und den Vergleich der Bankenvorschläge zu erleichtern. Gleichzeitig mit der Auswahl und Festlegung des Bankenkonsortiums (Anzahl und Position der Banken) erfolgte die Einigung über die Kosten der Transaktion. Typisch ist eine Grundvergütung (sog. Base Fee) plus eine erfolgsab-



Q-Cells SE in Solar Valley.

hängige Vergütung (sog. Incentive Fee). Die Kriterien für die Erfüllung der Incentive Fee sollten schriftlich fixiert und offen an das Konsortium kommuniziert werden.

### Agenten und Berater

Des Weiteren erfolgt die Auswahl des „Paying/Conversion/Calculation Agent“, der die Wandelanleihe während der Laufzeit betreut. Der „Paying Agent“: Dieser Agent leitet die Zinsen und Kapitalzahlungen an die Investoren weiter. Der „Conversion Agent“: Er wickelt für die Investoren während bzw. am Ende der Laufzeit die Wandlung der Bonds in Aktien ab. Der „Calculation Agent“: Im Fall von Kapitalmaßnahmen oder Dividendenzahlungen des Emittenten passt dieser Agent das Umtauschverhältnis von Bonds zu Aktien (Wandlungspreis) an. Typischerweise nimmt eine Bank alle drei Funktionen in Personalunion wahr.

Die Ausgestaltung der Wandelanleihe erarbeitet der Emittent mit Unterstützung der Rechtsberatung gemeinsam mit dem Bankkonsortialführer. Sämtliche Eckdaten der Emission werden für potenzielle Investoren in einem Termsheet zusammengefasst. Dieses Termsheet kann auch für ein „Pre-Sounding“ bei ausgewählten institutionellen Investoren verwendet werden, um die Marktfähigkeit der geplanten Emission zu testen. ▶▶

„Kompetenz, Expertise und Intensität der geschäftlichen Verbindung waren bei der Bankenauswahl entscheidend.“

### Vorreiter bei Solartechnologie

Q-Cells SE hat sich seit der Gründung 1999 innerhalb weniger Jahre zu einem der größten Solarzellenhersteller weltweit entwickelt. Aktuell erfolgt die Ausrichtung zu einem global agierenden Photovoltaik-Unternehmen.

Das Kerngeschäft der Q-Cells SE ist die Entwicklung, Herstellung und Vermarktung von leistungsfähigen Solarzellen aus mono- und multikristallinem Silizium. Mehr als 200 Wissenschaftler und Ingenieure arbeiten bei Q-Cells SE an der Entwicklung neuer Technologien, um das wichtigste Ziel zu erreichen: die Kosten der Photovoltaik rasch und nachhaltig zu senken. Die Herstellung von Dünnschicht-Modulen auf Basis unterschiedlicher Technologien bildet das zweite Standbein von Q-Cells SE in der Produk-

tion. Im Lauf der Jahre hat sich neben Q-Cells SE eine Reihe von Tochterunternehmen im Solar Valley von Bitterfeld-Wolfen angesiedelt, die alternative Technologien entwickeln.

Daneben forciert Q-Cells SE mit seiner Tochterfirma Q-Cells International den Ausbau des Projektgeschäfts. Dies umfasst die Planung, Errichtung sowie Wartung von großen Solarparks und Aufdachanlagen.

Innerhalb von nur drei Jahren konnte sich Q-Cells International als einer der größten Projektentwickler in der Photovoltaik in Europa etablieren. Q-Cells Clean Sourcing rundet das Portfolio ab: Die Energiehändler im Solar Valley beliefern industrielle Kunden mit grünem Strom und erschließen damit ein weiteres neues Geschäftsfeld.





# ~~VIELLEICHT~~ ZEIT FÜR EIN NEUES TRANSPORTMITTEL.

WELTNEUHEIT:  
NEW eBANKING  
MIT INTEGRIERTEM  
SWIFTNET-ZUGANG.



SEPA, EBICS, SWIFT – die neuen Standards im Zahlungsverkehr sind nicht der einzige Grund, warum Sie auf das NEW eBANKING System der HypoVereinsbank und UniCredit Group umsteigen sollten. Denn unsere neue Plattform vereinfacht Ihre Finanzprozesse im ganzen Unternehmen und spart Ihnen sogar bares Geld. Vereinbaren Sie doch einfach einen unverbindlichen Präsentationstermin mit uns. Damit Sie auch technologisch weiter in Richtung Zukunft unterwegs sind. Nicht vielleicht, sondern sicher.  
[www.hvb.de/newebanking](http://www.hvb.de/newebanking)

Let's start.  **HypoVereinsbank**  
Corporate Banking



*Wer lernt, wächst.*



SCHWABE, LEY & GREINER

Seminar Grundlagen

## Treasury Operations

### Inhalt:

Umfassende Intensivausbildung für Mitarbeiter aus Treasury Operations und Back Office hinsichtlich der „Best Practice“-Standards für diese Bereiche. Neben der Vermittlung, **wie** diverse Aufgaben zu erfüllen sind, wird auch ein profunder Einblick in das „**Warum**“ gegeben.

### Themenschwerpunkte:

- Bausteine und Aufbauorganisation im Treasury
- Cash Management und Zahlungsverkehr
- Limitwesen
- Finanzinstrumente kennen und verstehen, Risiko-Management, Bilanzierung
- Finanzinformation und Reporting

### Zielgruppe:

Mitarbeiter aus Treasury Operations (TO) und Back Office (BO) von Unternehmen und Banken.

### Termine:

6. bis 7. Mai 2010,  
Frankfurt

22. bis 23. Juni 2010, Wien

8. bis 9. Sept. 2010, Wien

24. bis 25. November 2010,  
Frankfurt

### Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H.

Margaretenstraße 70, 1050 Wien, Österreich, Tel.: +43-1-585 48 30, Fax: +43-1-585 48 30-15  
E-Mail: [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at), [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)

# „In-house-Bank“-Strukturen bei einer „Behörde“

Durch den Einsatz eines Cash Pools wird dezentrale Liquidität gebündelt und das Zinsergebnis durch die Einführung einer einheitlichen und übergreifenden Liquiditätsplanung weiter optimiert.



**Norman Fackelmann** ist Referatsleiter Rechnungswesen im Bereich Kapitalanlagen bei der Bayerischen Versorgungskammer

Als größte öffentlich-rechtliche Versorgungsgruppe in Deutschland ist die Bayerische Versorgungskammer (BVK) Dienstleistungs- und Kompetenzzentrum für zwölf berufsständische und kommunale Altersversorgungseinrichtungen. Die Bayerische Versorgungskammer managt für alle Versorgungseinrichtungen zusammen ein Kapitalanlagevolumen von derzeit ca. EUR 42 Mrd. Somit gehören die Versorgungseinrichtungen der BVK zu den großen institutionellen Kapitalanlegern in Bayern.

## Jeder kocht sein Süppchen

Der Zahlungsverkehr der Kapitalanlagen erfolgt im Namen und über das Bankkonto der jeweiligen Versorgungseinrichtung (VE). Somit erfolgt die Liquiditätsplanung und -steuerung ebenfalls für jede einzelne VE. Das gilt sowohl für versicherungstechnische als auch für nicht-versicherungstechnische Vorgänge (Kapitalanlage), die bei den Kassen der Geschäftsbereiche abgewickelt werden. Demzufolge ist auch die Liquiditätsvorhaltung zur Sicherung der anstehenden Verpflichtungen mittels kurzfristiger Terminalgeldanlagen dezentral bei den VE angesiedelt.

Diese Situation bringt einige Nachteile mit sich und führt zu hohen Opportunitätskosten:

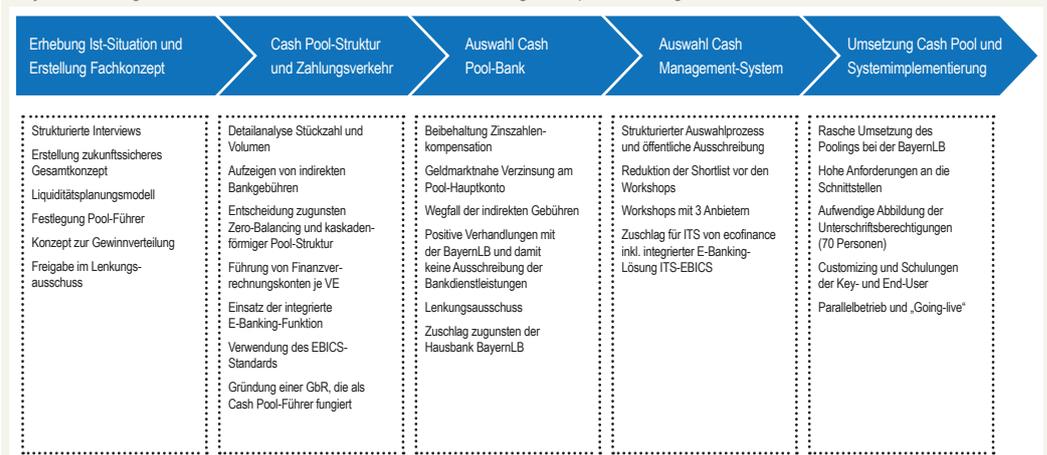
- Es bestehen keine einheitlichen Regelungen und Vorgaben zur Steuerung und Planung der Liquidität. Sowohl die Kontendisposition als auch die kurz- und langfristige Liquiditätsplanung unternimmt jeder Bereich individuell nach eigenem Ermessen.
- Jeder Bereich nutzt derzeit eigenentwickelte Hilfsmittel zur Planung und Steuerung der Liquidität. Damit ist ein hoher manueller Aufwand verbunden. Eine Gesamtübersicht der Liquiditätsentwicklung über alle VE und Bereiche ist ebenfalls nicht vorhanden.
- Die Verantwortung und Kenntnis zur Liquiditätsentwicklung ist auf unterschiedliche Abteilungen/Bereiche verteilt (Rechnungswesen, Asset Management, Kapitalanlagen).
- Die dezentralisierte Liquiditätssteuerung führt zu hohem Aufwand in den kurzfristigen Geldanlagen. Mit Einführung eines Cash Poolings entstehen (neben monetären) auch deutliche abwicklungstechnische Vorteile.
- Die Pflege der Bankverbindungen erfolgt nicht durch eine zentrale Stelle (kein zentraler Ansprechpartner für die Banken). ▶▶



**Mario Windhofer** ist Manager bei Schwabe, Ley & Greiner

## Abbildung 1: Der Weg zum zentralen Zahlungsverkehr

Projektumsetzung in Form eines Phasenmodells: Von der Ist-Erhebung zur Implementierung



## WHAT MATTERS TODAY

# Sicherheit

In einem unsicheren wirtschaftlichen Umfeld ist es besonders wichtig, Ihre Vermögenswerte zu schützen. Ihre Berater bei J.P. Morgan können Ihnen dabei helfen, Ihre wichtigsten Angelegenheiten im Treasury Management sicher zu handhaben. Ob es sich dabei um Vorkehrungen gegen Zahlungsbetrug handelt, oder die richtige Beurteilung Ihrer kurzfristigen Anlagemöglichkeiten, wir stehen mit einer maßgeschneiderten Lösung zur Verfügung.

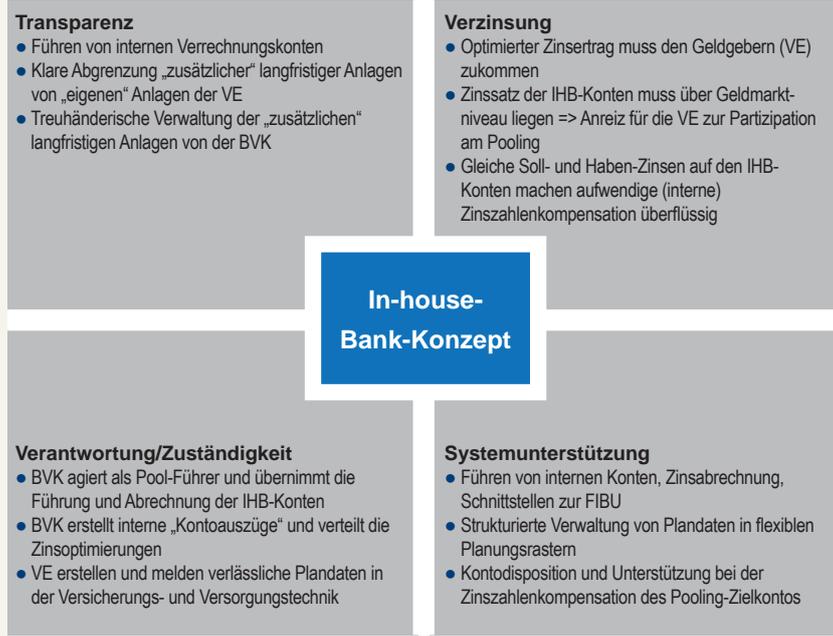
Unsere Kunden profitieren von unserer globalen Aufstellung, unserer Erfahrung und unseren flexiblen Produktlösungen, die auf ausgezeichneten Service und marktführende Technologie bauen.



**WEITERE INFORMATIONEN FINDEN SIE UNTER [jpmorgan.com/ts](http://jpmorgan.com/ts)  
oder kontaktieren Sie uns direkt: Tanja Verseck, +49 69 7124 4517,  
[tanja.x.verseck@jpmorgan.com](mailto:tanja.x.verseck@jpmorgan.com)**

**J.P.Morgan**

**Abbildung 2: In-house-Bank: Nutzen und Funktion**



**Wesentliche Projektziele**

Zur Verbesserung dieser Situation hat die BVK beschlossen, ein gemeinsames Projekt mit SLG aufzusetzen, um ein systemgestütztes, zentrales Liquiditäts-Management einzuführen. Folgende Zielsetzungen werden mit der Umsetzung eines zentralen Liquiditäts-Managements verfolgt:

- KK-Konten und Geldmarktanlagen werden in einem Zero Balancing Cash Pool über alle EUR-Konten der zwölf Versorgungseinrichtungen zentralisiert. Durch die Bündelung der Liquidität werden kurz- und langfristige



„Alle beteiligten und betroffenen Bereiche wurden rechtzeitig in das Projekt eingebunden.“

Kapitalanlagen (Laufzeiten, Verzinsung, Höhe) optimiert und ein Zinsüberschuss erzielt.

- Ergebnisneutralität des Pool-Führers in Form einer Gewinnverteilung
- Optimale Disposition der Bankkonten und des BVK-weiten Liquiditätsausgleichs (elektronische Abwicklung des Zahlungsverkehrs über ein zentrales System; kostenoptimale und effiziente Durchführung des Zahlungsverkehrs)
- Stets aktuelle und valide kurz- und mittelfristige Liquiditätsplanung für alle Pool-Teilnehmer und insbesondere für alle VE, differenziert nach den definierten Zahlungsstromarten.

**Herausforderungen und was daraus gelernt wurde**

Obwohl die Struktur der Bayerischen Versorgungskammer nicht jener eines klassischen Industrieunternehmens gleicht, war die Einführung eines zentralen Liquiditäts-Managements unter gewissen Prämissen möglich.

Als wesentlich wurden die Festlegung der internen Verrechnungszinssätze und die Ergebnisneutralität, in Form der Gewinnverteilung des Cash Pool-Führers, gesehen.

Es wurde darauf geachtet, alle beteiligten und betroffenen Bereiche rechtzeitig in das Projekt einzubinden und alle beteiligten Personen regelmäßig zu informieren.

Das Projekt hat wieder einmal gezeigt, wie wichtig die Verfügbarkeit der IT-Ressourcen ist. Durch einige parallel laufende IT-Projekte waren die notwendigen Schlüsselressourcen nicht immer greifbar.

Die Verwendung von EBICS mit gleichzeitiger Einführung der integrierten E-Banking-Funktionen hat sich als goldrichtig erwiesen. So wurde die spätere Einführung vorgezogen und ein späteres, umfangreiches Projekt mit vielen Testzyklen vermieden. ■

**Bayerische Versorgungskammer**

Die Bayerische Versorgungskammer (BVK) mit Sitz in München führt als Oberbehörde im Ressort des Bayerischen Staatsministeriums des Innern die Geschäfte für zwölf berufsständische und kommunale Altersversorgungseinrichtungen. Ca. 1,7 Mio. Versicherte, EUR 3,2 Mrd. jährliche Beitrags- und Umlageeinnahmen und EUR 2 Mrd. jährliche Rentenzahlungen sind davon betroffen. Die BVK managt mit rund 1.100 Mitarbeitern für alle Einrichtungen zusammen ein Kapitalanlagevolumen von derzeit ca. EUR 42 Mrd. und gehört damit zu den großen institutionellen Kapitalanlegern in Bayern.

# Value-at-Risk in der Krise?

Die Finanzkrise zeigt, dass der Value-at-Risk nicht das (alleinige) Maß aller Dinge ist, für das er gerne gehalten wird – und dass weiterhin die Devise gilt: „Kein Risiko ohne Limit!“

**E**ntgegen den theoretischen Vorgaben halten sich die Märkte häufig nicht an die ihnen „aufgelegte“ Normalverteilung. Ist der Value-at-Risk also nicht zu gebrauchen? Worin besteht die Alternative?

Grundsätzlich ist die Zukunft unvorhersehbar und der Value-at-Risk ist derzeit das am einfachsten handhabbare und am meisten verbreitete Risikomaß. Seine Schwächen können durch unterstützende Maßnahmen ausgeglichen werden. Prinzipiell kann der Value-at-Risk nicht nur basierend auf einer Normalverteilung und einfachen historischen Eingangsparametern, sondern auch mittels historischer Verteilungen und einer Monte-Carlo-Simulation modelliert werden. Auch für die Messung der Eingangsparameter (wie Volatilität und Korrelation) besteht die Möglichkeit, auf erweiterte Methoden wie die exponentielle Gewichtung historischer Daten zurückzugreifen.

## Weiterführende Risikokennzahlen

Während der Value-at-Risk nur angibt, welcher Verlust mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird, zeigen Stresstests, was (i.d.R. basierend auf historischen Ereignissen) bei Überschreiten dieses Wertes passieren kann. Sie stellen dar, wie sich Märkte im Extremfall in der Vergangenheit verhalten haben. Weitere

Maße, die sich dem Verlust bei Überschreitung dieser Wahrscheinlichkeit widmen, sind der sogenannte „Expected Shortfall“ oder Conditional Value-at-Risk und die Extremwerttheorie.

Die Qualität des Value-at-Risk kann mithilfe von Backtesting-Verfahren validiert werden. Bei diesen Verfahren wird gemessen, wie gut die letzten VaR-„Prognosen“ gestimmt haben. Diese Kennzahl kann die Qualität des VaR insofern verbessern, als sie frühzeitig Fehlaussagen in der Risikoermittlung aufzeigt. Neben der schlechten „Trefferquote“ der Prognosen zu einfachen Risikokennzahlen hat die Krise auch eines gezeigt: Es sind nicht nur Marktwerte, die Schwankungen unterliegen und gesteuert werden müssen – ähnlich verhält es sich mit der Liquidität. Grundsätzlich gilt, dass mehrere Dimensionen des Risikos zu betrachten sind und neben der Risikoberechnung stets die Bewertung gegen den Markt erfolgen sollte: Der Value-at-Risk misst das Risiko, Stresstests zeigen, was passieren kann, wenn das Risiko schlagend wird, Backtesting-Verfahren messen die Qualität der Risikobeurteilung, und Marktbewertungen zeigen, wie die aktuelle Situation ist. Alles zusammen sollte sich dann auch letztlich in der Risikopolitik und dem Limitwesen eines Unternehmens wiederfinden. ■

**Kontakt:** [mrm@slg.co.at](mailto:mrm@slg.co.at)



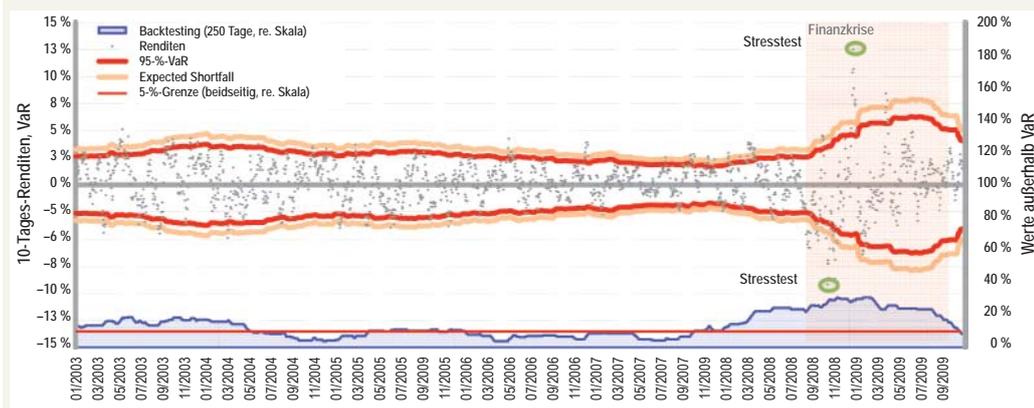
**Sebastian Kästner**  
ist Senior-Berater bei Schwabe, Ley & Greiner



**Bernhard Kastner**  
ist Berater bei Schwabe, Ley & Greiner

**Abbildung: Vier Risikokennzahlen**

FX-Risiko EUR/USD: 95%-VaR, Expected Shortfall, Stresstest und Backtesting. Ab September 2008 zeigt sich, trotz der Ausweitung des VaR, eine deutliche Zunahme an Ausreißern, die außerhalb des VaR liegen. Das Backtesting spiegelt diese Risikounterschätzung deutlich wider, wobei der Stresstest die Höhe dieser VaR-Unterschätzung zeigt.



# Von der Kontenerhebung zum Cash Pool

In kurzer Zeit wurde das dezentral organisierte Cash Management der ALTANA AG in einen zentral verwalteten Euro Cash Pool umstrukturiert. Der Ablauf, die zu überwindenden Hürden und das „Going live“.



**Michael Seifert**  
ist Senior-Berater bei  
Schwabe, Ley & Greiner

**B**is 2008 verfolgte ALTANA im Cash Management einen eher dezentralen Ansatz. Die Tochtergesellschaften verwalteten selbständig ihre Konten und führten den Zahlungsverkehr sowie die Disposition eigenständig durch. Folgende Ziele sollten durch die Einführung eines Cash Pools erreicht werden:

- Zentrale Verfügbarkeit und Steuerung der Liquidität
- Reduktion der benötigten Kreditlinien
- Reduktion der Kontoverbindungen bzw. Bankpartner
- Vereinheitlichung des Zahlungsverkehrs
- Vereinfachung der Disposition
- Optimiertes Zinsergebnis

## Erhebung der notwendigen Informationen

Im ersten Schritt erstellte ALTANA in Zusammenarbeit mit SLG einen Fragebogen zur Erhebung der Ist-Situation von Kontrahenten, Konten, Kosten (wie Kontoführungsgebühr, Zinsmargen), Anlagen und Aufnahmen. Von besonderer Bedeutung waren die Informationen zum Zahlungsverkehr – Anzahl und Betrag der Transaktionen, jeweils in den entsprechenden Währungen, um den Banken eine Indikation für ihre Angebote zu geben.

Nachdem die Optimierungspotenziale je Gesellschaft ermittelt worden waren, wurden mögliche Pooling-Kreise mit in Frage kommenden Banken aufgezeigt. ALTANA entschied sich, zwei voneinander unabhängige Cash Pools einzuführen. In einer ersten Phase sollte der Euro-Raum mit Schwerpunkt in Deutschland

und Italien sowie in einer zweiten Phase der US-Dollar-Raum umgesetzt werden.

## Ansprache der Banken

Drei Banken wurden von ALTANA in den Ausschreibungsprozess eingeladen. Um eine Vergleichbarkeit der Angebote zu gewährleisten, wurde den Banken ein Fragebogen zur Verfügung gestellt, den ALTANA ebenfalls gemeinsam mit SLG entwickelt hatte. Ein Teil dieses Fragebogens erhob qualitative Informationen (Länderpräsenz, detaillierter Leistungsumfang, „Cut-off“-Zeiten, Informationsbereitstellung etc.), ein anderer Teil quantitative (direkte und indirekte Bankgebühren). Der Rücklauf der Fragebögen wurde anschließend systematisch ausgewertet, um die Angebote vergleichbar zu machen und je Bank gegenüberzustellen. Im Zuge dessen wurden auch noch offene Fragen geklärt bzw. fehlende Angaben ergänzt. ALTANA entschied sich, alle drei Banken zu einem je mehrstündigen Workshop zur Präsentation der Konzepte und Angebote einzuladen. Bis zur finalen Entscheidung und Einleitung der Vertragsverhandlungen benötigte ALTANA ca. zwei Wochen.

## Implementierung des Euro Cash Pools

Nach der Auswahl der Cash Pool-Partnerbank waren folgende Schritte bis zur Implementierung umzusetzen:

- Abschluss der Cash Pooling-Verträge zwischen ALTANA und den Tochtergesellschaften sowie mit der Partnerbank unter Würdigung rechtlicher und steuerlicher Aspekte,
- Anpassung der EDV-Systeme zur Sicherstellung der automatisierten Ermittlung von Zinsläufen und der Verbuchung von Cash-Transfers,
- Eröffnung von Konten bei der Partnerbank (sofern nicht vorhanden),
- Anpassung der bestehenden Disposition und Cashflow-Planung an die Erfordernisse zur Steuerung des Cash Pools,
- Überleitung der Zahlungsströme auf die Cash Pool-Konten. ■

## Innovationsführer in der Spezialchemie

ALTANA entwickelt, produziert und vertreibt hochwertige Produkte für Lackhersteller, Lack- und Kunststoffverarbeiter, die Druck- und Kosmetikindustrie sowie die Elektroindustrie. 4.650 Mitarbeiter erwirtschaften einen jährlichen Umsatz von EUR 1,34 Mrd.



## „Zügige Implementierung“

Frank Richter, Head of Corporate Finance/Treasury der ALTANA AG, im Gespräch mit SLG-Projekt-Manager Michael Seifert.



### TreasuryLog (TL): Herr Richter, was waren gerade jetzt die Gründe, bei der ALTANA einen Cash Pool einzuführen?

Auslöser war die grundlegende Neustrukturierung der ALTANA-Gruppe im Zusammenhang mit dem Verkauf der Pharmasparte. Vor diesem Hintergrund wurde die Gruppe neu refinanziert, wobei ein deutlich stärkerer Rückgriff auf Fremdkapital erfolgt. Insofern gewann das Thema „Optimierung der Konzern-Cashflows“ deutlich an Bedeutung. Letztendlich soll durch den Cash Pool die Voraussetzung für eine möglichst optimale Ressourcenallokation geschaffen werden.

### TL: Sie haben den Euro Cash Pool innerhalb von sechs Monaten eingeführt. War dieser Zeitrahmen rückblickend betrachtet ausreichend?

Grundsätzlich reicht dieser Zeitraum aus. Allerdings wird es noch dauern, bis alle Vorteile des Cash Pools voll ausgeschöpft werden können: Zum einen wird es mehr Zeit benötigen, sämtliche Zahlungsströme auf die Cash Pool-Konten überzuleiten, zum anderen bedarf es noch eines gewissen „Fine-tunings“ hinsichtlich der Cashflow-Planung und Disposition. Voraussetzung für die zeitgerechte Umsetzung war ein stringentes Projekt-Management, das es uns auch erlaubte, Prozessverzögerungen an anderer Stelle wieder aufzuholen.

### TL: Was waren für Sie die wesentlichen Hürden, die es zu überwinden galt, extern wie intern?

Es waren kulturelle, administrative und juristische Unterschiede in den verschiedenen Gesellschaften zu berücksichtigen. Bezüglich der Komplexität und des zeitlichen Aufwands hatten wir die notwendigen Anpassungen unserer Systemumwelt und deren Harmonisierung mit anderen laufenden EDV-Projekten unterschätzt. Dank des Engagements der Mitarbeiter aller betroffenen Abteilungen (IT, Rechnungswesen, Treasury) konnten Lösungen gefunden und umgesetzt werden. Daneben stellten die steuerlichen Fragestellungen eine weitere Hürde dar.

### TL: Wie groß war der interne Aufwand, der mit dem Projekt verbunden war?

Der Aufwand lässt sich schwer in „Heller und Pfennig“ messen, da wenig direkte Kosten angefallen sind. Der administrative Aufwand sollte aber nicht unterschätzt werden! Die Gestaltung des Vertragswerkes inklusive der Abstimmung mit der Steuer- und Rechtsabteilung, die Schaffung der Systemvoraussetzungen in unseren EDV-Systemen, die Einrichtung der Cash Pool-Konten sowie

die Umstellung der Zahlungsströme auf diese Konten bindet nicht unerhebliche Ressourcen.

### TL: Wie verlief die interne Zusammenarbeit mit den teilnehmenden Tochtergesellschaften?

Letztendlich haben alle unsere Tochtergesellschaften gut im Projekt-Team mitgearbeitet. Allerdings ist innerhalb eines Konzerns, der sehr dezentral ausgerichtet ist, ein gewisses Umdenken erforderlich. Insofern haben wir versucht, unsere Tochtergesellschaften „abzuholen“ und ihnen die Vorteile aufzuzeigen, die ein Cash Pool sowohl für das jeweilige Unternehmen als auch für die ALTANA als Ganzes bringt. Hierbei waren auch kulturelle und administratorische Unterschiede innerhalb des Euro-Raums zu berücksichtigen.

### TL: Was waren die Gründe für die Unterstützung durch einen externen Berater?

Durch die Einbindung von SLG wollten wir eine Systematisierung und eine Objektivierung des Prozesses erreichen. Daneben stellte die Unterstützung und die Expertise von SLG in der Projektphase „Auswahl eines Cash Pool-Partners“ sicher, dass keine Aspekte übersehen und die Angebote der Banken vergleichbar gestaltet wurden. Die Einbindung von SLG hat wesentlich zu einem zügigen und möglichst objektivierten Auswahlprozess beigetragen.

### TL: Welche Vorteile des Cash Pools können Sie bereits jetzt erkennen und nutzen?

Freie Liquidität der Tochtergesellschaften steht automatisch und unverzüglich zur Verfügung, zum Schuldenabbau, als Liquiditätsreserve oder zur Allokation an andere Unternehmen der ALTANA-Gruppe. Lokale Linien bei Banken konnten zurückgeführt werden.



**Frank Richter**  
ist Head of Corporate Finance/Treasury der ALTANA AG

# Liquiditäts-Management im Zeichen der Finanzkrise

Die Finanzkrise machte das Messen und Steuern der kurzfristigen Liquidität überlebensnotwendig. Einen neuen Ansatz bietet das Konzept des Liquidity-at-Risk. Die Theorie und die Praxis.



## Dr. Stefan Zeranski

ist Professor für Finanzmanagement und Finanzdienstleistungen an der Brunswick European Law School (BELS), Ostfalia Hochschule für angewandte Wissenschaften, Campus Wolfenbüttel



## Dr. Bernd Walter

ist Abteilungsleiter Risiko-Controlling der Kasseler Sparkasse

Die Unsicherheit über die zukünftigen Zahlungen, die Unmöglichkeit einer Liquiditätsplanung auf Einzelgeschäftsbasis, die „Unvorhersehbarkeit“ von zukünftigen Spitzen im Liquiditätsbedarf – das sind wohl-bekannte Probleme bei der Erstellung jeder Finanzplanung. Die Zahlungsstromanalyse (s. Abb. Seite 23) versucht, diesen Problemen beizukommen.

Im Rahmen der operativen Risikoanalyse hat die Finanzplanung die Nettomittelabflüsse bisher keiner strengen statistischen Risikoanalyse unterzogen. Was zur Folge hatte, dass eine „Risikodiskussion“ der operativen Liquiditätsreserven nicht stattfinden konnte. Hier bietet das Konzept des Liquidity-at-Risk (LaR) einen innovativen und zeitgemäßen Lösungsweg im kurzfristigen Planungssegment.

LaR ermöglicht die risiko- und ertragsorientierte Diskussion der Liquiditätsvorsorge für den normalen Geschäftsbetrieb. Er basiert auf den täglichen historischen Nettomittelabflüssen eines Unternehmens und bezieht mithilfe der Extremwertstatistik auch hohe und noch nicht beobachtete Risikowerte mit ein.

### Die Praxis des LaR: in Banken erprobt

Die Methodik des LaR zur Steuerung von Liquiditätsrisiken kommt bisher hauptsächlich in Banken zum Einsatz. Eines der Hauptprobleme im Liquiditäts-Management von mittelständischen Kreditinstituten liegt in der Unsicherheit bezüglich der kurzfristig zu- und abfließenden Kundenzahlungen.

Als Methode, diese abzuschätzen, beschreibt der LaR den erwarteten Nettomittelabfluss aus allen fremdbestimmten Zahlungen einer Bank während eines Geschäftstages, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird. Zuerst muss man die Zahlungsströme, die nicht durch die Bank selbst im Rahmen des Liquiditäts-Managements erzeugt werden, ermitteln. Diese werden als Input-Parameter in das LaR-Modell eingelesen. Nach der Ermittlung des LaR stehen dem Anwender verschiedene

Parameter (z. B. verschiedene Konfidenzniveaus, Fristigkeitsfächer) zur Verfügung, mit denen unterschiedliche Informationen zur differenzierten Steuerung der Liquidität gewonnen werden.

### Aussagen statt Annahmen

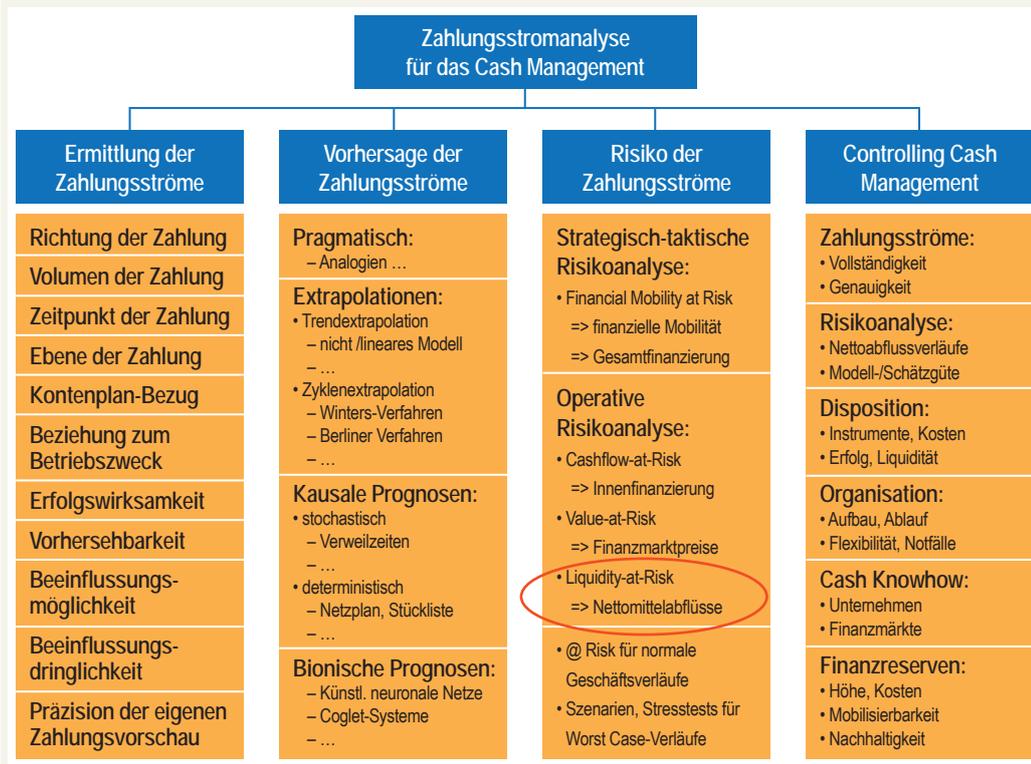
Zentral ist hierbei die Aussage, welcher Liquiditätsbedarf mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit innerhalb eines bestimmten Zeithorizonts nicht überschritten wird und welche Liquiditätsanforderungen somit auf das Institut zukommen könnten. Das Problem der Analyse des unsicheren Kundenverhaltens ist damit gelöst, ohne auf Annahmen zurückgreifen zu müssen. Somit lassen sich für die Disposition, für Tragfähigkeits- und Refinanzierungsüberlegungen und für die Anlagenstruktur Erkenntnisse ableiten. Auch ist es möglich zu quantifizieren, wie hoch die Liquiditätsreserven ausfallen müssen. Im Falle zu hoher Reserven sind Umschichtungen in Anlagen mit höheren Liquiditätsprämien oder die Rückführung von überschüssigen Refinanzierungsmaßnahmen, welche erwerbsenermaßen schnelle, wirksame Ertragseffekte erzielen können.

Eingebettet in ein umfassendes System zur Steuerung und Überwachung von Liquiditätsrisiken leistet der LaR einen wesentlichen Beitrag zum sicheren und von der Aufsicht akzeptierten Management von Liquiditätsrisiken. ■

### Was ist „LaR“?

Als Bestandteil der Zahlungsstromanalyse untersucht der Liquidity-at-Risk (LaR) die Nettomittelabflüsse und generiert daraus die entsprechende Risikoinformation. Damit setzt der LaR am täglichen Liquiditätsbedarf im Unternehmen an. Die Risikoinformation über die Nettomittelabflüsse im kurzfristigen Fristenfächer liefert einen Beitrag zu einer modernen ertragsorientierten Steuerung der operativen Liquiditätsreserven in Unternehmen.

**Abb. 1:** Zahlungsstromanalyse für das Liquiditäts-Management in Unternehmen  
Liquidity-at-Risk im Rahmen der Risikobewertung.



„Der Liquidity-at-Risk-Ansatz ermöglicht eine bessere Quantifizierung und Steuerung des Liquiditätsrisikos. Dies kann von existenzieller Bedeutung sein.“

CHRISTOPHER LAPP,  
GESCHÄFTSFÜHRER COPS  
DEUTSCHLAND, INTEGRATOR DES  
LIQUIDITY-AT-RISK-TOOLS

ZIELE GEMEINSAM  
ERREICHEN

Die Fortis Bank ist seit 1919 in Deutschland aktiv und gehört seit Mai 2009 mehrheitlich zu BNP Paribas, einem der weltweit führenden Finanzdienstleister mit 205.000 Mitarbeitern in 85 Ländern. Gemessen an ihren Einlagen ist BNP Paribas die größte Bank der Eurozone und zählt nach Angaben der Ratingagentur Standard & Poor's zu den sechs solidesten Banken weltweit.

Gemeinsam sind wir noch besser in der Lage, unsere Kunden bei der Realisierung ihrer Ziele zu unterstützen.



**BNP PARIBAS**  
CORPORATE & INVESTMENT BANKING



**BNP PARIBAS**  
**FORTIS**

Die Bank für eine Welt im Wandel



**Bernd Algermissen**  
ist Leiter Konzern-  
Treasury bei der  
Rheinmetall AG



**Thomas Stäubli**  
ist Group Treasurer der  
Bucher Industries



**Walter Riess**  
ist Chief Financial  
Officer bei der Lassels-  
berger Gruppe

# Fünf Fragen zur Liquidität

Nicht erst durch die Finanz- und Wirtschaftskrise ist Liquiditäts-Management ein, wenn nicht sogar das zentrale Thema im Treasury. Die Sicherung der Liquidität sollte jedoch nicht nur im Treasury eines Unternehmens stets oberste Priorität haben. Drei Treasurer aus Deutschland, der Schweiz und Österreich verraten, wie sie dieses Thema angehen und wie sich die Anforderungen verändert haben.

## Welche Maßnahmen haben Sie getroffen, um Ihr Unternehmen liquiditätsmäßig sicher durch diese turbulenten Zeiten zu geleiten?

**Bernd Algermissen** Neben einem verstärkten Working Capital Management und einer intensivierten Informationspolitik gegenüber Banken hat Rheinmetall 2009 die Kapitalbasis durch folgende Maßnahmen wesentlich gestärkt:

- 5-Jahres-Schuldschein mit neuen Investoren
- 5-Jahres-Rahmenkredite mit mehreren Banken
- Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital mit Bezugsrechtsausschluss

**Thomas Stäubli** Um die Liquidität des Konzerns kurz-, mittel- und langfristig zu gewährleisten, haben wir folgende Maßnahmen getroffen resp. umgesetzt:

- Kommittierung von bestehenden und neuen Kreditlinien
- Erhöhung der Anzahl der Banken
- Emission eines CHF Domestic Bond
- Reduktion der Cashflow-Risiken aufgrund von Wechselkursschwankungen (Berechnung von Cashflow-at-Risk)

Die Konditionen für Bonds sind derzeit in der Schweiz sehr attraktiv und die Nachfrage ist sehr hoch.

**Walter Riess** Bestehende Rahmen wurden größtenteils in kommittierte Linien umgestellt. Auf die strikte Einhaltung von definierten WCM-Maßnahmen wie z. B. Lagerabbau und Zahlungszielen (sowohl im Einkauf als auch im Verkauf) wurde besonders geachtet. Mit allen Finanzierungspartnern besteht ein viel intensiverer Informationsaustausch als früher, um die gegenseitige Vertrauensbasis zu stärken.

## Momentan wird immer wieder von Kreditklemme gesprochen. Können Sie dies bestätigen und wie sieht aus Ihrer Sicht das aktuelle Marktumfeld aus?

**Bernd Algermissen** Für Rheinmetall ist keine Kreditklemme erkennbar, weder für Prolongationen noch für neue Fazilitäten. Die Kreditpolitik der Banken ist aufgrund ihrer Eigenkapitalsituation in Verbindung mit ggf. zukünftig restriktiverer Regulierung geprägt von Vorsicht und stärkerer Selektion.

**Thomas Stäubli** Bucher hat keinerlei Schwierigkeiten, bestehende oder neue Finanzierungen einzugehen. Die Schweizer Banken erweisen sich in diesem schwierigen Marktumfeld als sehr zuverlässige Partner. Die Tochtergesellschaften von Bucher Industries werden durch das Group Treasury zentral finanziert. Somit sind diese von der „Kreditklemme“ nur indirekt betroffen. Einige unserer Kunden berichten jedoch Schwierigkeiten, größere Projekte via Bankkredite zu finanzieren.

**Walter Riess** Seit gut einem Jahr ist es kaum mehr möglich, langfristige Anschlussfinanzierungen am Markt zu bekommen. Es erwies sich sogar als ziemlich schwierig, vorhandene kurzfristige Rahmen in der vollen Höhe aufrechtzuerhalten. Alle Banken reduzieren derzeit ihre Bilanzsummen. Die Zusammenarbeit mit langjährigen Hausbanken funktioniert besser als mit transaktionsorientierten Banken (sowohl im Inland als auch in CEE).

# oder: Wie haben Sie's gemacht?

## Welche Liquiditätsressourcen bevorzugt Ihr Unternehmen und wieso?

**Bernd Algermissen** Rheinmetall betreibt seit Langem eine starke Diversifizierung von Finanzierungsquellen und -produkten zur Gewährleistung einer größtmöglichen Unabhängigkeit. Zurzeit aktive Finanzierungsfazilitäten umfassen:

- Commercial Paper-Programm
- Syndizierter Kredit
- ABS-Programm
- ausschließlich fest zugesagte bilaterale Bankkreditrahmen (auch für Avale)
- Corporate Bond
- Schuldscheindarlehen

**Thomas Stäubli** Die Finanzierungsquellen bei Bucher Industries werden sowohl nach Laufzeiten als auch nach Produkten und Kreditgebern diversifiziert. Ferner wird ein ausgewogenes Verhältnis der Volumina berücksichtigt, um Klumpenrisiken zu vermeiden. Unsere Liquiditätsquellen sind derzeit

- ein US Private Placement
- ein CHF Domestic Bond
- kommittierte und unkommittierte bilaterale Kreditfazilitäten
- Festkredite
- ein Club Deal

**Walter Riess** Zu unseren Liquiditätsressourcen zählen neben den Finanzierungslinien von Banken verstärkt interne Liquiditätsquellen, auch vor dem Hintergrund, dass externe Quellen derzeit nur schwer erschließbar sind. Dies führt auch dazu, dass sich die Fristenkongruenz bei der Finanzierung derzeit sukzessive zu Ungunsten der langfristigen Finanzierungen verschiebt.

## Auf welche Punkte legen Banken momentan den größten Wert, wenn es um die Finanzierung von Unternehmen geht? Hat sich der Fokus diesbezüglich geändert?

**Bernd Algermissen** Banken achten primär auf eine langfristig gesicherte Liquiditätsversorgung. Außerdem spielen genügend Eigenkapital, ein stressresistentes Geschäftsmodell sowie ein glaubwürdiges, entschlossen auf die Krise reagierendes Management eine wichtige Rolle. Zudem erwarten die Banken einen eigenen Beitrag (Stichwort Working Capital Management) sowie verstärkt die direkte Nutzung des Kapitalmarktes.

**Thomas Stäubli** Die Banken fokussieren vor allem auf die operative Entwicklung sowie auf die Bilanzstruktur, d. h. auf die kurz- und mittelfristige Kreditfähigkeit. Für viele Unternehmen ist es jedoch im derzeitigen Umfeld schwierig, wenn nicht gar unmöglich, einen Geschäftsausblick zu tätigen. Aspekten wie stabilem Management oder Aktionärsstruktur wird zurzeit weniger Beachtung geschenkt.

**Walter Riess** Banken achten nun verstärkt auf die Einhaltung von Financial und Legal Covenants, legen großen Wert auf die frei verfügbare Liquidität und beobachten sehr genau das Verhalten von anderen Banken. Die Eigenkapitalquote hingegen spielt derzeit nur eine untergeordnete Rolle. Plausible Cashflow- und Business-Pläne, Informationstransparenz bzw. eine zeitnahe und umfassendes Berichtswesen sind wichtiger denn je.

## Wie gehen Sie mit internen Liquiditätsquellen um, Stichwort „Working Capital“?

**Bernd Algermissen** Die Minimierung des Working Capital ist eine Daueraufgabe der operativen Geschäftsbereiche nach Zielvorgaben der Konzernleitung. Das Treasury unterstützt sie dabei in den Bereichen Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie bei den Zahlungsbedingungen.

**Thomas Stäubli** Wir unternehmen große Anstrengungen, um das Working Capital zu optimieren. Die Verantwortung und Umsetzung des Working Capital Management obliegt den jeweiligen Divisionen, aber mit klaren Zielsetzungen der Konzernleitung. Daher entwickeln wir gemeinsam geeignete Maßnahmen, um eine optimale Bilanzstruktur zu erzielen.

**Walter Riess** WCM hat nicht erst seit der Finanzkrise einen hohen Stellenwert innerhalb der Lasselsberger Gruppe, im Speziellen wird das Hauptaugenmerk auf einen erhöhten Lagerabbau gelegt. Leider lässt sich derzeit kaum die bekannte Treasurer-Regel „The cheapest liquidity comes from within“ umsetzen, da lokale Finanzierungspartner (sowohl im Inland als auch in CEE) verstärkt auf Geldflüsse innerhalb der Gruppe achten.

# Working Capital – Zählen, Verarbeiten, Abrechnen

Die Optimierung des Working Capital bei Energieversorgungsunternehmen muss auch vorgelagerte Prozesse erfassen; diese sind im Stromgeschäft die relevanteren Werttreiber.



**Thomas Wiedemann** ist Mitarbeiter für Projektmanagement und Prozesskoordination im Finanzbereich bei Vattenfall Europe

**N**eed Cash? Look Inside Your Company“, lautete unlängst ein Artikel in der renommierten Harvard Business Review. Auch aus Treasurer-Kreisen ist immer wieder zu vernehmen, wie konsequent und leidenschaftslos derzeit das Thema Working Capital Management, die Freisetzung im operativen Geschäftsprozess gebundener Mittel, unter die Lupe genommen werden muss.

Unter den mehr als 50 Working Capital-Projekten, die SLG bisher durchgeführt hat, fanden auch zahlreiche bei Energieversorgern statt. Diese betreiben – im Gegensatz zu den meisten Industrieunternehmen – ein Geschäft mit abrechnungsrelevanten Prozessen: Der Zeitpunkt der Rechnungserstellung ist abhängig von der Bereitstellung valider Abrechnungsinformation, die von Dritten kommt; daher besteht die Gefahr von (teilweise erheblichen) Verzögerungen.

## Wie kommt man zur Faktura?

In diesen Fällen bedeutet daher eine Optimierung im Working Capital mehr als eine Verbesserung der „klassischen“ bilanziellen Kennzahlen DSO und DPO. Prozesse, die der bilanziellen Einbuchung der Forderung vorgelagert sind, wie die Verarbeitung abrechenbarer Zählraten zu einer versandfähigen Faktura, sind gerade im Stromgeschäft die relevanteren Werttreiber, wie auch die mit Kunden ausverhandelten Zahlungsziele bzw. deren Zahlungsmoral.

Kann z. B. eine Rechnung rechtzeitig erstellt und verschickt werden, so ist von einem früheren Geldeingang auszugehen – der Gesamtprozess wird somit verkürzt. Liquidität kann schneller freigesetzt werden und ist über einen kürzeren Zeitraum gebunden.

In einem Auszug werden Erkenntnisse aus Working Capital-Projekten der Vattenfall Europe AG und der Österreichischen Elektrizitätswirtschafts AG (Verbund) dargestellt. Interessant sind hier die Auswirkungen auf Working Capital-relevante Prozesse der unterschiedlichen Geschäftsfelder innerhalb von Versorgungsunternehmen

– so greifen im Bereich Geschäftskunden (am Beispiel Vattenfall) prozesstechnisch alle „Klassiker“ wie Vertragsgestaltung, Zahlungszielverhandlung und Zahlungsmoral der Kunden. Darüber hinaus ist wegen der meist kürzeren Abrechnungsperioden im Geschäftskundenbereich das Thema Fakturierungsgeschwindigkeit ausschlaggebend.

## Zahlungsmoral

Das Geschäftsfeld Klein- und Gewerbekunden (am Beispiel Verbund) hat aufgrund einer hohen Quote an Einziehungsaufträgen das Glück, nur bedingt an der Zahlungsmoral der Kunden arbeiten zu müssen. Verträge sind in der Regel standardisiert und Zahlungsziele somit nicht verbesserbar. Abrechnungsrelevante Themen schlagen nur jährlich auf, dafür jedoch verstärkt und gebündelt.



## „Energie nach Maß“

Mit 13.878 MW Erzeugerkapazität und einem Umsatz von EUR 12 Mrd. ist Vattenfall Europe die größte Business Group des schwedischen Vattenfall-Konzerns. Vattenfall Europe ist in Deutschland entlang der gesamten energiewirtschaftlichen Wertschöpfungskette ausgerichtet. Die Hauptvertriebsmärkte sind Berlin und Hamburg mit rund 3 Mio. Kunden, dazu kommt ein wachsender Anteil an bundesweiten Kunden.



**Peter Zöhling** ist Geschäftsführer der Verbund Finanzierungsservice GmbH

Bei Vattenfall war die Harmonisierung der regional getrennten Abrechnungsprozesse und -systeme an den Standorten Hamburg und Berlin der Aufsetzpunkt für die Durchführung eines Working Capital-Projektes. Im Zuge dessen wurden die operativen Einheiten hinsichtlich Verbesserungsmöglichkeiten im Working Capital untersucht.

**DSO als „richtige“ Messgröße für Kapitalbindung im Debitorenprozess?**

Der Fokus des Projektes lag auf der Debitorenseite im Bereich Geschäftskunden. Ziel war es, neben der Bearbeitung klassischer Working Capital-Themen und der Schaffung von Rahmenbedingungen die vorgelagerten Prozesse Abrechnung und Fakturierung näher zu durchleuchten, um die Gesamtprozessdauer zu verkürzen (s. Abb. 1).

Die Detailanalyse des Abrechnungs- und Fakturierungsprozesses ergab, dass die Zeitspanne zwischen Ende der Leistungs- oder Abrechnungsperiode und Versand der Faktura prozesslich in zwei Schritte zu trennen ist:

- Zähldatenbereitstellung (Erhalt abrechenbarer Zähldaten) – Abhängigkeit von Informationen und Meldungen Dritter
- Abrechnung und Fakturierung (Verarbeitung erhaltener Zähldaten zu einer versandfähigen Faktura) – interne Abhängigkeit

Darüber hinaus hängt die Prozessdauer aufgrund unterschiedlicher Informationsbereitstellung und Bearbeitungsmodalitäten von verschiedenen Faktoren ab. Im Rahmen des Projektes wurde unterteilt in:

- Versorgungsgebiet (regional oder bundesweit)
- Messtechnik (regionale Leistungsmessung (RLM) oder Standardlastprofile (SLP))
- Kundengruppe (z. B. Einzelkunde, Bündelkunde)
- Abrechnungszeitraum (monatliche Abrechnung, jährliche Abrechnung)

Jede mögliche Kombination wurde im Rahmen einer umfangreichen Belegstichprobe zum einen hinsichtlich der Zähldatenbereitstellung, zum anderen bezüglich der Abrechnungsdauer gemessen und Gründe für etwaige Verzögerungen eruiert sowie Maßnahmen zur Verbesserung abgeleitet.

So ist z. B. der Gesamtprozess in der bundesweiten Versorgung komplexer, da die Stromlieferung nicht über den lokalen Netzbetreiber erfolgt. Verbrauchsdaten und Netznutzungsentgelte müssen zunächst von den verschiedenen Netzbetreibern gemeldet werden, erst dann ist eine Faktura möglich.

Die Rahmenbedingungen zur Hebung identifizierter Potenziale wurden mit der Überarbei-

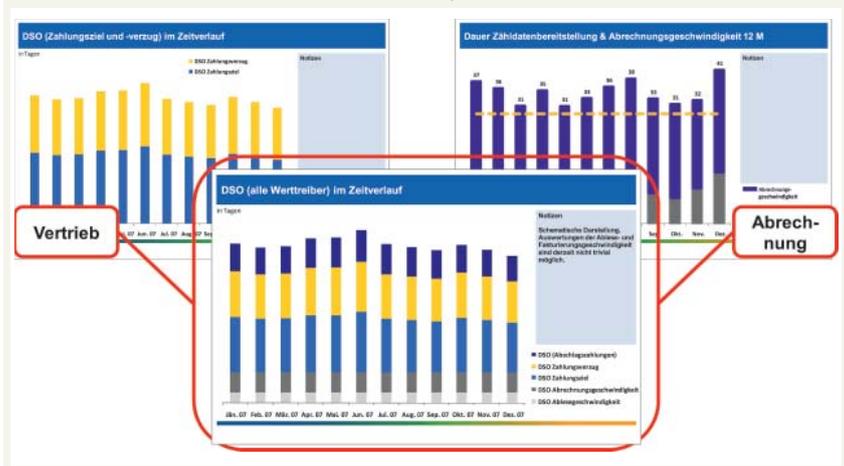
**Abb. 1 Abrechnungs- und Fakturierungsprozess**

Welche Prozesse kann man verkürzen? Bis die Zähldaten bereitgestellt sind, ist man von den Informationen Dritter abhängig.



**Abb. 2 Berichtspaket – Kombination abrechnungsrelevanter und Vertriebsthemen**

Nach Implementierung aller Maßnahmen im Bereich Geschäftskunden werden die gewonnenen Erkenntnisse adaptiv auf den Bereich Privat- und Gewerbekunden übertragen.



tung der vorhandenen Richtlinie und der Konzeption eines Berichtspaketes geschaffen: Die Richtlinie als wesentliches Element zur Sensibilisierung der handelnden Personen auf das Thema Liquidität richtet das Augenmerk auf eine Systematisierung des Mahnprozesses und schafft eindeutige Regelungen für den künftigen Umgang mit offenen Forderungen (Abb. 2).

Der Aufbau des Berichtspaketes erfolgte getrennt nach Zuständigkeitsbereich – klassische Vertriebs- und Buchhaltungsthemen (Zahlungsziel und Zahlungsverzug) wurden in bilanziellen DSO verarbeitet, die vorgelagerten Themen der Zähldatenbereitstellung und Fakturierung in einer hierfür konstruierten Kennzahl erfasst. Diese logische Trennung der Kennzahlen bildet auch die Basis für Incentives, da sie sich gezielt an die Verantwortlichen richten. Auf Management-Ebene sind diese Kennzahlen additiv zu sehen und ergeben somit die Gesamtprozessdauer in Tagen.

**Verbund – neu im Privatkundengeschäft**

Das Kleinkundensegment in Österreichs führendem Elektrizitätsunternehmen wurde ►►



Kaprun: Größtes Speicherkraftwerk der Österreichischen Elektrizitätswirtschafts AG.

**Abb. 3 Stromjahresabrechnung bei Privaten**

Zu Verzögerungen kommt es bei 1. der Zählerablesung durch den Netzbetreiber beim Kunden, 2. der Übermittlung der Netzrechnung an den Verbund, 3. dem Erfassen (elektronisch oder manuell) der Netzrechnung beim Verbund und 4. der Fakturierung/Gutschrift der Differenz aus Akontozahlungen und tatsächlichem Verbrauch an den Kunden.



erst 2005 gegründet und entwickelt sich dynamisch: von 13.500 Kunden im Gründungsjahr auf gegenwärtig 200.000. Der Anteil am Konzernumsatz liegt damit bei 3,4 %. Das im Herbst 2008 aufgesetzte Working Capital-Projekt (das alle Kundensegmente einschloss, an dieser Stelle jedoch nur auf Privatkunden eingeht) hatte folgende Zielsetzungen:

- Quantifizierbare Optimierungsmaßnahmen und Umsetzungsschritte identifizieren
- Das Nettoumlaufvermögen nachhaltig reduzieren
- Liquiditätsfreisetzung durch aktives Debitoren- und Kreditoren-Management

Der Aufbau des Privatkundengeschäfts stellt neue Anforderungen an das Debitoren-Management:

**■ Vertragsgestaltung, Zahlungsinstrumente**

Der Standardvertrag sieht als Zahlungsmethode den Bankeinzug vor; die Quote liegt derzeit bei überdurchschnittlichen 92 %. Der Vorteil am Bankeinzug liegt zum einen in der besseren Planbarkeit der Zahlungsströme und der Liquidität, zum anderen wird das Risiko spät eingehender Zahlungen auf ein Mindestmaß reduziert. Auch die permanente Arbeit an einer Erhöhung der Einzieherquote ist Teil eines „aktiven Working Capital Management“.

**■ Abrechnungsmethode Teilzahlungen**

Um die zinswirksame Abrechnungsdauer und den -aufwand so gering wie möglich zu halten,

werden im Kleinkundensegment monatliche Akontozahlungen vereinbart. Hier konnte eine Fälligkeit zur Monatsmitte durchgesetzt werden, sodass der Zinsaufwand „geteilt“ wird. Die Höhe der Akontozahlungen basiert auf dem historischen Verbrauch.

**■ Fakturierung der Jahresabrechnung**

Die Abrechnung des tatsächlichen Verbrauchs erfolgt einmal jährlich. Da hierzu Informationen Dritter notwendig sind (Netzabrechnung der Netzbetreiber), kommt es bei vier Prozessschritten zu Verzögerungen (s. Abb. 3)

Eine Detailanalyse des Abrechnungsprozesses ergab einen relativ großen Zeitabstand zwischen Ende des Abrechnungszeitraums und der Fakturierung von durchschnittlich 124 Tagen, begründet im hohen manuellen Erfassungsaufwand der Netzrechnungen. Derzeit werden ca. 30 % elektronisch erfasst. Damit konnte eine spürbare Effizienzsteigerung erreicht werden. Ziel bis Jahresende ist eine Zunahme auf 65 %. Ein erheblicher Zinsgewinn kann erzielt werden, wenn die Fakturierung der Jahresabrechnungen auf wöchentlich (statt früher monatlich) umgestellt wird.

**Forderungsverfolgung im Mahnwesen**

Zwar ist das Ausmaß überfälliger Forderungen aufgrund der hohen Einzieherquote eher gering, dennoch wurde im Rahmen der Forderungsverfolgung das Mahnwesen gestrafft: Bei Feststellung einer fehlenden Zahlung erfolgt ein Erinnerungsschreiben sofort nach Fälligkeit, nach weiteren zwei Wochen ein Mahnschreiben, und nach weiteren zwei Wochen wird die Stromlieferung eingestellt.

Ein möglichst hoher Automatisierungsgrad zur Einsparung von Personalkosten ist sicher Working Capital-relevant. Im Projekt wurde auch festgestellt, dass sobald wie möglich eine Verarbeitung elektronischer Netzrechnungen eingeführt werden sollte, denn hier liegt das größte Potenzial der Zinsersparnis. Doch hier ist man auf den Goodwill der Geschäftspartner angewiesen, für die eine Umstellung der bestehenden Systeme wenig reizvoll ist. ■



**Führend bei Wasserkraft**

Der Verbund ist Österreichs größter Stromerzeuger und -transporteur sowie mit 106 Lauf- und Speicherkraftwerken der viertgrößte Wasserkrafterzeuger Europas. Nahezu jede zweite Kilowattstunde, die in Österreich verbraucht wird, kommt aus den Kraftwerken des Verbunds. Mit rund 2.500 Mitarbeitern erwirtschaftet der Verbund einen Jahresumsatz von mehr als EUR 3 Mrd.

Bei Interesse/Anmeldung kreuzen Sie bitte die jeweiligen Seminare oder Lehrgänge an. Gerne senden wir Ihnen dazu nähere Informationen. Alle Veranstaltungen finden Sie auch auf unserer Homepage [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at) in der Rubrik „Ausbildung/Termine“!

Bitte faxen an: +43-1-585 48 30-15  
E-Mail: [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at)

	November	Dezember	Februar	März	April	Mai	Juni	Juli
<b>Osterreich</b>								
<b>Seminare</b>								
Cash und Finanz-Management						17.-18.		
Derivative Instrumente							24.-25.	
Excel im Finanz-Management						19.-20.		
Finanzierung	23.					21.		
Finanzmathematik in der Praxis - <b>NEU!</b>								
Liquiditätsplanung und -vorsorge - <b>NEU!</b>							7.-8.	
Portfolio-Management								
Treasury-Assistenz							15.-17.	
Treasury Operations							22.-23.	
Value-at-Risk	24.-26.							
Währungs- und Zinsrisiko-Management					12.-14.			
Währungsrisiko-Management					12.-13.			
Zinsrisiko-Management					13.-14.			
<b>Seminare - ENGLISCH</b>								
Cash und Finanz-Management				9.-10.				
Foreign Exchange and Interest Rate Risk Management				2.-4.				
<b>Lehrgänge</b>								
35. Lehrgang Grundlagen Treasury Management	M 1: 23.11.-4.12.			M 2: 15.-26.				
36. Lehrgang Grundlagen Treasury Management					M 1: 26.4.-7.5.			
Treasury-Prüfung	20.					7.		
<b>Deutschland</b>								
<b>Seminare</b>								
Cash Pooling (München)			25.-26.					
Cash und Finanz-Management						3.-4.		
Excel im Finanz-Management							15.-16.	
Finanzmathematik in der Praxis - <b>NEU!</b>							17.	
Liquiditätsplanung und -vorsorge - <b>NEU!</b>						4.-5.		
Treasury-Assistenz						5.-7.		
Treasury Operations						6.-7.		
Währungs- und Zinsrisiko-Management							9.-11.	
Währungsrisiko-Management							9.-10.	
Zinsrisiko-Management							10.-11.	
<b>Lehrgänge</b>								
24. Lehrgang Grundlagen Treasury Management (Frankfurt)							M 1: 7.-18.	
28./29. TreasuryExpress (München)		30.11.-4.12.						28.6.-2.7.
Treasury-Prüfung (Frankfurt)	27.					28.		
<b>Finanzsymposium (Mannheim)</b>								
22. Finanzsymposium					21.-23.			

Ich interessiere mich für die ausgewählten Seminare/Lehrgänge.

Ich melde mich für die ausgewählten Veranstaltungen an.

Vor- und Zuname, Titel \_\_\_\_\_

Firma \_\_\_\_\_

Position/Abteilung \_\_\_\_\_

Branche \_\_\_\_\_

Straße, Postfach \_\_\_\_\_

PLZ, Ort \_\_\_\_\_

Tel./Fax \_\_\_\_\_

E-Mail \_\_\_\_\_

Datum \_\_\_\_\_ Unterschrift \_\_\_\_\_

# Gibt es für Liquiditätsreserven eine optimale Höhe?

Liquiditätsreserven sind kein „Zufallsprodukt“, belegen auch empirische Studien. Grundsätzliches zu Wissenschaft, Bauchgefühl und der Suche nach Faustregeln.



**Edith Leitner**

ist Managerin bei Schwabe, Ley & Greiner und derzeit Doktorandin an der Wirtschaftsuniversität Innsbruck

**H**ätten Sie Fragen nach Höhe und Wertbeitrag von Liquiditätsreserven ebenfalls abgenickt, als Kreditrisikoaufschläge und Bereitstellungsgebühren noch Gegenstand zäher Verhandlungen mit Finanzierungspartnern waren? Oder als Liquiditätsreserven ein Opportunitätskostenstigma anhaftete, gegen das Vorsichtsüberlegungen des Risiko-Managements nur schwer ankamen? Wenn ja, seien Sie versichert: Auch die finanzwirtschaftliche Empirie teilt Ihre Sichtweise.

Zumindest vor der Finanzkrise tat sie das, müsste an dieser Stelle relativierend hinzugefügt werden. Zweifel, ob Erkenntnisse aus bisherigen Studien noch gültig sind, sind zwar legitim, weil momentan noch unklar ist, wie die jüngste Krise in die Wirkungszusammenhänge eingreift, die in diesen Studien dargelegt werden. Aber für mehr Klarheit brauchen wir mehr Daten, die derzeit noch nicht vorliegen. Die Vergangenheit scheint uns jedoch mit einem gewissen Zynismus zu lehren, dass nach der Krise immer auch vor der Krise ist: So sind in den „alten“ Ergebnissen immerhin die Auswirkungen von Russland- und Asienkrise, die Auflösung des Long-Term Capital Management-Fonds sowie das Platzen der New Economy-Blase verarbeitet.

## Konvergenz zu langfristigem Optimum – „mean reversion“ bei Liquiditätsreserven

Faustregeln enthält die einschlägige Literatur insbesondere für den deutschsprachigen Raum

keine. Wo dieses langfristige Optimum für Liquiditätsreserven tatsächlich liegt, bestimmen unternehmensspezifische Charakteristika gleichermaßen wie globale Entwicklungen und regionale Rahmenbedingungen. Ein genauer Blick in den unmittelbaren Einflussbereich von Unternehmen fördert im Vergleich unterschiedlicher Studien aber sehr ähnliche Faktoren zutage, welche die Reservebildung maßgeblich beeinflussen. Beispiele dafür sind:

- Unternehmensgröße und Eigentümerstruktur
- Umgang mit Branchen- oder finanziellen Risiken
- Working Capital-Bedarf, Verschuldungsgrad und Zugang zu Kapitalmärkten
- Abhängigkeit von Banken als Finanzierungspartnern
- Investitionen in Anlagevermögen bzw. in Forschung und Entwicklung
- Wachstumsoptionen

Nichts also, wogegen sich das Bauchgefühl eines Praktikers sofort auflehnen würde. Besonders interessant werden diese Faktoren aber erst, wenn sie zur Ableitung eindeutiger Reservehöhen herangezogen werden können. Für den amerikanischen Raum leistete 1998 eine Forschungsgruppe um Tim Opler (s. Literatur-Kasten S. 31) dazu regelrechte Pionierarbeit, auf die in nachfolgenden Studien immer wieder zurückgegriffen wurde.

„Wo dieses langfristige Optimum für Liquiditätsreserven tatsächlich liegt, bestimmen unternehmensspezifische Charakteristika gleichermaßen wie globale Entwicklungen und regionale Rahmenbedingungen.“

### Liquiditätsreservemodell – ein Gedankenexperiment

	2009	Gewicht	Hebel	
+ Konstante		0,26	0,26	
+ Branchenrisiko	0,15	0,37	0,06	
+ „market-to-book“	0,97	0,02	0,02	
+ LN (Vermögenswerte)	9,87	-0,01	-0,06	
+ Cashflow/Vermögenswerte	0,02	-0,02	0,00	
+ Working Capital/Vermögenswerte	0,07	-0,19	-0,01	
+ Capex/Vermögenswerte	0,08	-0,28	-0,02	
+ Verschuldungsgrad	0,37	-0,37	-0,14	
+ R&D/Umsatz	0,01	0,04	0,00	
+ Dividenden/Vermögenswerte	0,03	-0,04	0,00	
+ Akquisitionen/Vermögenswerte	0,00	-0,16	0,00	
= Liquiditätsgrad bzw. Reserve			0,10	1.916 MEUR

Quelle: Bates 2007  
Eckdaten 2009 in MEUR

Vermögenswerte	19.270
Zahlungsmittel/-äquiv.	1.614
Umlaufvermögen	8.657
lzf. Verbindlichkeiten	5.788
Finanzverbindlichkeiten	7.224
Eigenkapital	6.270
Marktkapitalisierung	5.638
Umsatz	17.438
Capex	1.469
R&D	168
Dividenden	619
Cashflow	335

Anmerkungen: Die Volatilität der Branchen-Cashflows wird für dieses Beispiel willkürlich mit 15 % angesetzt. „LN“ steht für den natürlichen Logarithmus. Das Working Capital wird exklusive Zahlungsmittel und -äquivalente ermittelt.

## Literatur

**Bates, T. W. et al. (2007)** "Why Do U.S. Firms Hold so Much More Cash than They Used to?" Fisher College of Business Working Paper No. 2007-03-006.

**Dittmar, A. et al. (2003)** "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1), 111–133.

**Faulkender, M., Wang, R. (2006)** "Corporate Financial Policy and the Value of Cash." *Journal of Finance* LXI (4), 1957–1990.

**Ferreira, M. A., Vilela, A. S. (2003)** "Why Do Firms Hold Cash?" Evidence from EMU Countries. Verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=614002> [23. 09. 2009].

**Opler, T. et al. (1998)** "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings." *Journal of Financial Economics* 52, 3–46.

Dieses Gedankenexperiment, das sich auf ein sehr einfaches empirisches Modell stützt, sollte keinesfalls als Schlusspunkt, sondern vielmehr als Einstieg in eine systematische Auseinandersetzung mit der „richtigen“ Höhe von Liquiditätsreserven verstanden werden. Dem o. a. Beispielunternehmen kann also – unter der Annahme, dass alle zur Verfügung stehenden Kreditlinien gänzlich ausgeschöpft sind – eindeutig Handlungsbedarf attestiert werden.

## Können Liquiditätsreserven Wert schaffen?

Diese Frage ist eng mit dem Aspekt der „richtigen“ Höhe von Liquiditätsreserven verbunden: Der reale Wert von EUR 1,- an Reserve kann, so der Grundtenor verschiedener empirischer Untersuchungen, über oder unter seinem nominalen Wert liegen.

Reserven scheinen in solchen Unternehmen „wertvoller“ zu sein, die sich einer rigiden Corporate Governance unterwerfen, Ausschüttungen an Eigenkapitalgeber flexibel halten, also tendenziell Aktienrückkaufprogrammen den Vorzug geben, und möglichst uneingeschränkt geplante Wachstumsinvestitionen tätigen. Dazu kommt, dass die Höhe von Liquiditätsreserven im Verhältnis zum bestehenden Verschuldungsgrad eines Unternehmens und auch die Verfügbarkeit des Kapitalmarkts in die Bewertung mit einfließen.

Der Wertbeitrag könnte demnach, vereinfacht ausgedrückt, in der Wahrung von Flexibilität bei einem Mangel an alternativen Finanzierungsquellen liegen. ■

**Kontakt:** [el@slg.co.at](mailto:el@slg.co.at)



The Payment Experts  
**van den Berg**

van den Berg  
Im Strasser Feld 3  
D-52134 Herzogenrath  
Tel.: +49 (2406) 954520  
Fax: +49 (2406) 929280  
E-Mail: [ppm@vdb.de](mailto:ppm@vdb.de)  
Web: [www.vdb.de](http://www.vdb.de)

## Impressum

**Offenlegung nach § 25 Mediengesetz: Herausgeber + Medieninhaber:** Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H., Beratung, Margaretenstraße 70, 1050 Wien, Österreich, Tel.: +43-1-585 48 30, Fax: +43-1-585 48 30-15, E-Mail: [slg@slg.co.at](mailto:slg@slg.co.at), URL: [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at) **Geschäftsführer:** Jochen Schwabe, Christof Ley, Utz Greiner, Martin Winkler **Grundlegende Richtung:** Unabhängige und objektive Information für Finanzverantwortliche, Treasurer und Banker im deutschsprachigen Raum **Autoren und Mitarbeiter in dieser Ausgabe:** Bernd Algermissen, Ursula Berenda, Norman Fackelmann, Martin Fikar, Bernhard Kastner, Sebastian Kästner, Edith Leitner, Nadja Mack, Frank Naumann, Frank Richter, Walter Riess, Steffen Rohr, Jochen Schwabe, Michael Seifert, Thomas Stäubli, Bernd Walter, Cornelia Wenny, Thomas Wiedemann, Mario Windhofer, Stefan Zeranski, Peter Zöhling **Produktion und Anzeigenverwaltung:** PG The Corporate Publishing Group GmbH (CPG), Otto-Bauer-Gasse 6/2, 1060 Wien, Österreich, Gesa Weitzenböck Tel.: +43-1-405 46 40-763, Fax: +43-1-405 46 40-863, E-Mail: [g.weitzenboeck@cpg.at](mailto:g.weitzenboeck@cpg.at) **Artredaktion:** CPG (Gerald Fröhlich) **Layout:** CPG (Gerald Fröhlich) **Coverentwicklung:** SLG/CPG **Druck:** Ueberreuter Print GmbH, auf chlorfrei gebleichtem Papier **Auflage:** 18.000 Stück. Namentlich gekennzeichnete Beiträge müssen nicht der Meinung der Redaktion entsprechen.

Das TreasuryLog ist auch online zu lesen auf [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)



Gemeinsam mit:



**Dresdner Bank**  
Die Beraterbank

Eine Marke der Commerzbank AG

Mittelstandsbank

# Erfolgsfaktor: Cash Management und internationales Geschäft

Leistungen und Lösungen nach Ihrem Bedarf

Professionelles Finanzmanagement ist ein wesentlicher unternehmerischer Erfolgsfaktor. Basierend auf jahrzehntelanger Erfahrung und anerkannter Expertise bietet Ihnen die Commerzbank zukunftsweisende Lösungen: vom Zahlungsverkehr und der Optimierung Ihres Cash und Treasury Management über die Abwicklung Ihres Auslandsgeschäfts bis hin zur Außenhandelsfinanzierung. Ganz nach Wunsch im persönlichen Gespräch oder online mit komfortablen und zeitsparenden Tools.

Welchen Weg Sie auch wählen: Beim Cash Management und im internationalen Geschäft ist die Commerzbank ein kompetenter Partner. [www.commerzbank.de/firmenkunden](http://www.commerzbank.de/firmenkunden)