

## Working Capital-Management:

### Ermüdungserscheinungen wegen niedriger Zinsen?

Prof. Dr. Heinz-Jürgen Klepzig / Dr. Hendrik Vater

#### Zeitzeichen

Bei einem mittelständischen Industrie-Unternehmen klagte der Inhaber über zuviel Cash in seinem Unternehmen: „Anlegen bringt nichts!“ Andererseits „Geld aufnehmen kostet (fast) nichts!“ Seine Entscheidung war: das Lager aufbauen, damit man schneller lieferfähig ist.

Unter Spekulationsgesichtspunkten erweist sich diese Entscheidung vielleicht als individuell goldrichtig. Unter dem Gesichtspunkt „Wertorientierung“ ist dieser Aufbau des Working Capital (WoC) jedoch zweifellos abzulehnen. Hätte man vielleicht den gleichen Effekt durch eine Verbesserung der Prozesse erreichen können?

Tatsächlich ist festzustellen, dass in der derzeitigen Marktsituation des „billigen Geldes“ das Cash-Management in verschiedenen Unternehmen laxer als bisher durchgeführt wird und damit WoC-Management als weniger dringlich angesehen wird. Cash ist derzeit für die Unternehmen in aller Regel kein Engpass.

#### Fazit:

Die derzeitige Marktsituation ist nicht sonderlich WoC-motivierend.

Bevor man nun konsequentes WoC-Management aufgrund niedriger Zinsen als aktuell wenig relevant aufgibt, sollte man seine Wirkungen im Einzelnen untersuchen: WoC-Gestaltung ist

- Cash-relevant
- Ergebnis-relevant
- Bilanz-relevant.

Kernfrage ist: wie wirken sich niedrige Zinsen in diesen drei Dimensionen aus?

#### Cash-Relevanz

Wenn man den Free Cash Flow als Maßstab nimmt, ist eine Verbesserung dieses Maßstabs durch niedrige Zinskosten dann plausibel, wenn es gelingt, den EBIT wegen niedrigerer Zinskosten deutlich zu erhöhen. Die Praxis zeigt jedoch nur marginale Verbesserungen.

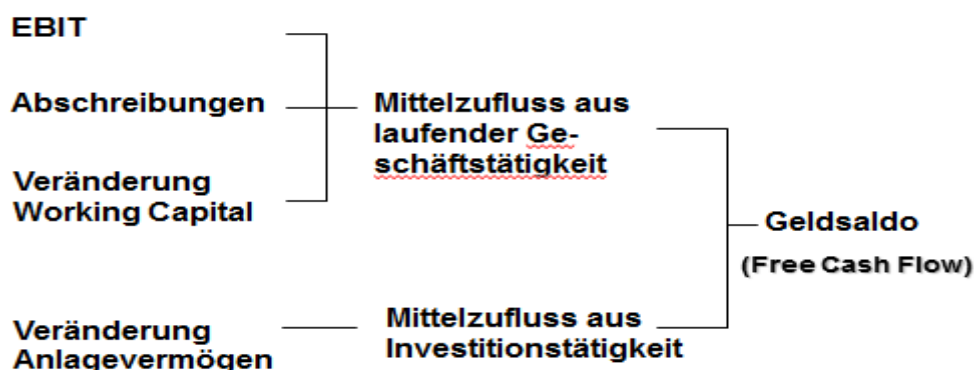


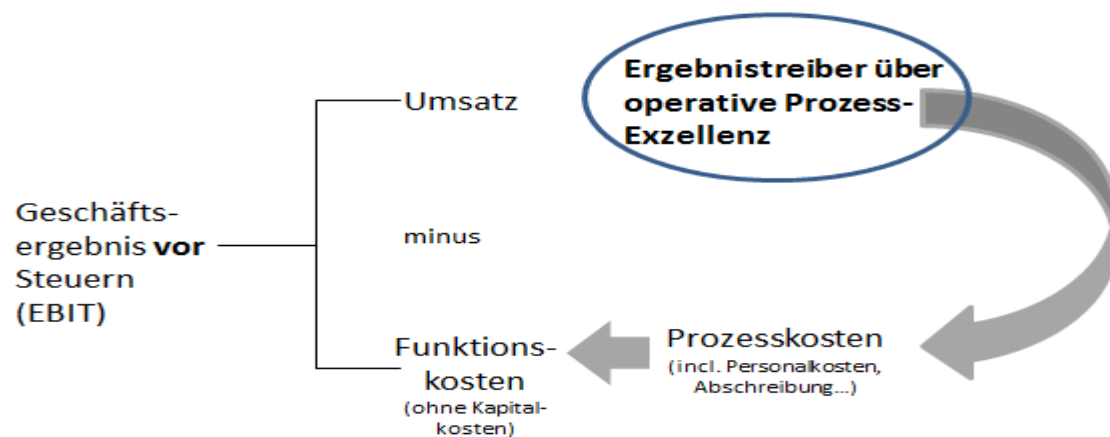
Abb. 1: Zusammensetzung Free Cash Flow

### Fazit:

Der Stellenwert einer Working Capital-Verminderung zur Verbesserung des Free Cash Flow bleibt also grundsätzlich unbenommen.

### Ergebnis-Relevanz

Working Capital-Kennzahlen gelten zudem als Indikatoren für die Prozessperformance im Unternehmen. Die Reduzierung von Fehlern, Änderungen, überflüssigen Abstimmungsvorgängen, Rückfragen, Störungen, also generell von Non-Added-Value-Operationen führt zu gezielteren schnelleren Prozessen und neben der geringeren Kapitalbindung auch zu niedrigeren Funktionskosten und damit zu einer Verbesserung des EBIT. Letzteres wird in der Praxis durch niedrige Zinskosten nur marginal erreicht.



**Abb. 2: Zusammensetzung EBIT**

Das Verbesserungspotenzial wird anhand einer empirischen Studie von REL aus dem Jahr 2015 deutlich: Es wurden rund 1.000 europäische Großunternehmen auf ihre Performance in Sachen Umlaufvermögen untersucht. Nur drei Prozent der Unternehmen konnten ihre Kapitalbindungsdauer über die letzten fünf Jahre kontinuierlich verbessern. REL schätzt, dass Unternehmen mit konsequentem Working Capital Management ihr EBIT um 15 und mehr Prozent steigern könnten!

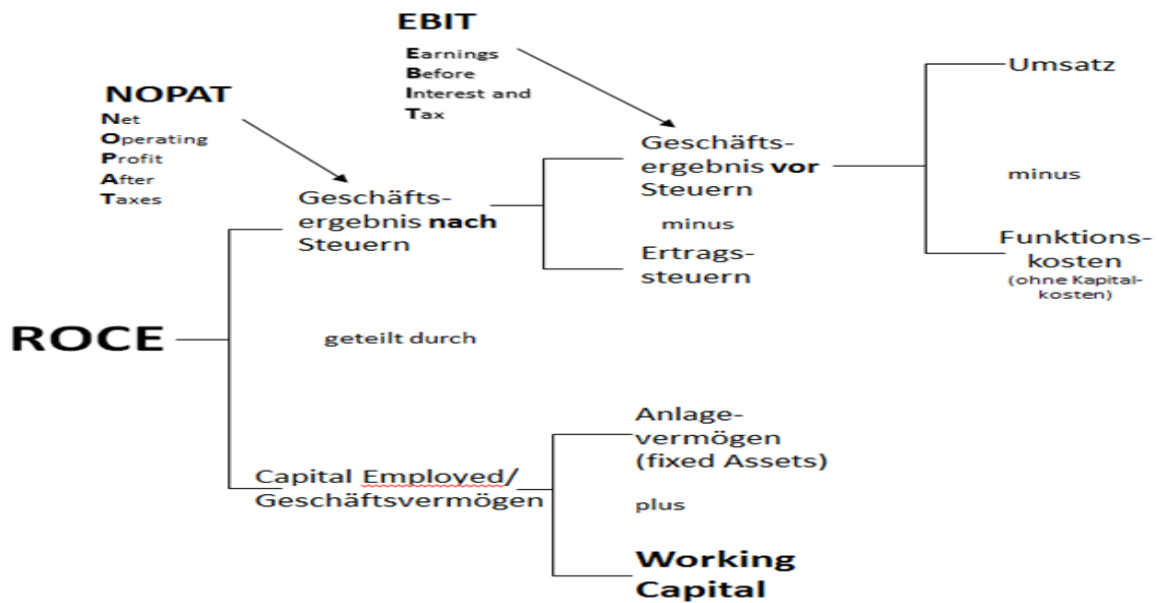
### Fazit:

Die hohe Bedeutung des WoC als Indikator für die Qualität des Prozessmanagement in einem Unternehmen gilt ungeschmälert.

### Bilanz-Relevanz

Niedriges WoC verringert das in einem Unternehmen gebundene Kapital und verbessert damit gemäß ROCE-Formel über eine Bilanzverkürzung die Verzinsung des eingesetzten Kapitals<sup>1..</sup>

1..Bei Verwendung von wertorientierten Kennzahlen wie dem Geschäftswertbeitrag ergeben sich entsprechende Aussagen.



**Abb. 3: Zusammensetzung ROCE**

Darüberhinaus wird entsprechend den obigen Überlegungen zusätzlich auch der NOPAT im Zähler verbessert.

Besondere Bedeutung hat diese Argumentation, da Unternehmen im deutschsprachigen Bereich stark GuV-orientiert sind und die Bilanz sowie ihre Strukturierung häufig sehr stiefmütterlich behandeln. Dies wird regelmäßig beim Rating durch Kreditinstitute und Kreditverhandlungen deutlich.

Auch hier soll das Verbesserungspotenzial anhand einer Überschlagsrechnung skizziert werden: Falls z.B. in einem Industrieunternehmen das Anlagevermögen etwa gleich dem Umlaufvermögen und dieses in Näherung gleich dem WoC ist, dann bringt eine Reduzierung des WoC um 5% eine Verbesserung des ROCE um immerhin 3%! Weitergehende Verbesserungen der Verzinsung z.B. durch Senkung der Funktionskosten im Rahmen des gezielten WoC-Managements sind noch gar nicht berücksichtigt.

**Fazit:**

Ein unmittelbarer Bilanz-relevanter Einfluss von niedrigen Zinsen auf das WoC ist nicht absehbar, wenn man von aktuell zu beobachtenden „Lässigkeiten“ aufgrund niedriger Zinsen (wie z.B. laxes Inkasso oder großzügiges Einkaufen) einmal absieht. Die Verringerung des WoC bleibt demnach auch bei niedrigen Zinsen unverändert wesentliches Ziel aus Bilanz-Sicht.

Gemäß unserer Argumentation hat konsequentes WoC-Management ungemindert eine hohe Bedeutung für ein Unternehmen. **Warum dann diese vielerorts zu beobachtenden Ermüdungserscheinungen im WoC-Management?**

Gutes WoC-Management wird in den heutigen zinslosen Zeiten augenscheinlich bestraft: erarbeitete Überschussliquidität kann nur zu negativen Zinsen vorgehalten werden kann; es kommt faktisch zu „Parkgebühren“ für Cash. Unternehmen werden von den Banken und dem Kapitalmarkt über negative Zinsen also quasi für ein

Vorhalten von Überschussliquidität „bestraft“.

Es liegt nahe, dass Unternehmen nun eher bereit sind, gegen Leitlinien guten WoC-Managements zu verstoßen, indem sie Lagerbestände aufbauen, oder Kunden großzügigere Zahlungskonditionen einräumen, während sie eigene Zahlungsziele nicht ausreizen.

## **Ermüdung im WoC-Management: Konsequenzen**

### **Cash-Konsequenzen**

Die gegenwärtige wirtschaftliche Lage in D erscheint als stabil: gute Auslastung und niedrige Refinanzierungskosten der Unternehmen, niedrige Arbeitslosenquote, gute Exportquote. Schön, wenn's so weiter geht.

Wir haben jedoch gelernt, dass wir in einer volatilen Welt leben: die Lektion aus der Lehman-Krise ist, dass Unternehmen in volatilen Märkten „über Nacht“ außerordentlich hohen Cash-Bedarf haben können. Liquidität in Lagerbeständen zu bunkern kann also im Krisenfall schnell zu Cash-Engpässen führen. Denn Bestände sind selten in sofort verfügbare Liquidität umzusetzen. Insbesondere in Krisensituationen heißt es: Cash is King!

Wenn ein Unternehmen mit straffem WoC-Management sich Überschussliquidität erarbeitet hat, ist der Königsweg nicht, im WoC wieder Fett anzusetzen. Es ist aktiv nach alternativen Verwendungen für die Überschussliquidität zu suchen: Skonto-Nutzung, Überarbeitung der Zahlungsbedingungen, nullverzinsten Kontokorrentkonten sind Beispiele.

Darüber hinaus sind im Unternehmensumfeld massive Veränderungen absehbar (z.B. Demographie, Digitalisierung, Elektromobilität...), auf die Unternehmen rechtzeitig mit Weiterbildung, Prozess- und Produkt-Innovationen und/oder mit m&a-Aktivitäten reagieren müssen. Auch dafür braucht es Cash.

In all diesen Fällen ist gutes WoC-Management unabdingbar vonnöten!

### **EBIT-Konsequenzen**

Die Vernachlässigung schlanker Prozessgestaltung durch lässiges WoC-Management führt schrittweise zu üppigeren Prozessen, damit zu höheren Funktionskosten, damit zu einem niedrigeren EBIT.

Wie oben dargelegt, liegen aber genau hier für viele Unternehmen besonders große Verbesserungspotenziale!

### **Bilanz-Konsequenzen**

Ein nicht-gepflegtes, nicht fachmännisch zurechtgeschnittenes WoC hat die Tendenz wild zu wachsen. Die Auswirkungen zeigen sich in der Bilanzstruktur, aber auch in einer Bilanzverlängerung. Konsequenz ist – neben einem schlechteren Rating - die ungünstigere Verzinsung des eingesetzten Kapitals.

### **Conclusio**

Der derzeitige Betrachtungs-Fokus der WoC-Wirkungen ist stark cash-orientiert: Cash erscheint aktuell nicht als Engpass. Allerdings vermittelt die momentane

wirtschaftliche Lage eine Scheinsicherheit: Volatilitäten können über Nacht einen besonderen Cash-Bedarf hervorrufen, der – siehe einst in der Lehman-Krise - nur durch Innenfinanzierung mit gutem WoC-Management bedient werden kann. Darüberhinaus muss die einseitige Cash-Sicht der WoC-Wirkungen ergänzt werden: WoC-Gestaltung wirkt weiterhin breitbandig über die Prozesse auf den EBIT und über die Bilanz auf den ROCE.

Damit sind drei zentrale KPI's des Unternehmens angesprochen, die jeweils bestens von gutem WoC-Management profitieren. Niedrige Zinsen hebeln die hohe Bedeutung eines konsequenten WoC-Management für diese KPI nicht aus.

Ermüdungserscheinungen im WoC-Management sind daher überhaupt nicht angebracht, sogar brandgefährlich.

Ganz im Gegenteil:

Die WoC-Performance ist ein steter Wachmacher!

Und sollte –hoch dosiert – regelmäßig wahrgenommen werden!