





# Grundzüge der Finanzwirtschaft

von

Universitätsprofessor  
Dr. Heinz Rehkugler

unter Mitwirkung von

Dipl. Volkswirtin Simone Glunz, Dr. Isabelle Jandura,  
Dr. Ulrike Jedem, Diplom-Volkswirt Jaroslaw Morawski,  
Diplom-Volkswirt Tobias Rombach, Dr. André Schenek,  
Diplom-Volkswirt Felix Schindler,  
Diplom-Kaufmann Pascal Schnelle

Oldenbourg Verlag München Wien

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2007 Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH  
Rosenheimer Straße 145, D-81671 München  
Telefon: (089) 45051-0  
[oldenbourg.de](http://oldenbourg.de)

Das Werk einschließlich aller Abbildungen ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

Lektorat: Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, [wiso@oldenbourg.de](mailto:wiso@oldenbourg.de)  
Herstellung: Anna Grosser  
Coverentwurf: Kochan & Partner, München  
Gedruckt auf säure- und chlorfreiem Papier  
Druck: Grafik + Druck, München  
Bindung: Thomas Buchbinderei GmbH, Augsburg

ISBN 978-3-486-58301-4

# Vorwort

Wirtschaftswissenschaftliche Diplom- oder Bachelorstudiengänge an Universitäten, Fachhochschulen oder Berufsakademien enthalten im Allgemeinen eine Basisvorlesung, die in das finanzwirtschaftliche Denken einführen, die Funktionsweise von Finanzmärkten erklären, Aufgaben und Verfahren der Investitionsrechnung vermitteln und Möglichkeiten der Finanzierung von Unternehmen aufzeigen soll. Dieses Buch ist als Begleitliteratur für solche Basiskurse gedacht und konzipiert. Die Breite und Tiefe der aufgegriffenen Fragestellungen und konsequent auch der Seitenumfang des Buches sind so gewählt, dass der Stoff in einer einführenden Lehrveranstaltung (mit Übung) in etwa bewältigbar ist. Damit wird auch deutlich, dass wir uns nicht in Konkurrenz zu weit umfangreicheren und auch im Niveau nicht auf eine Einführung konzentrierten deutschsprachigen Lehrbüchern wie z.B. Perri-don/Steiner, Franke/Hax, Volkart oder Rudolph oder gar mit den meist an 1000 Seiten heranreichenden amerikanischen Textbooks zu Corporate Finance (oder ähnlichen Titeln) sehen.

Über die in einem finanzwirtschaftlichen Grundkurs und einem einführenden Lehrbuch sinnvollerweise zu vermittelnden Inhalte lässt sich natürlich trefflich streiten. Die eine Dozentin mag konsequent auf die Vermittlung kapitalmarkttheoretischer Modelle setzen, der andere betont vielleicht stärker die instrumentellen und institutionellen Aspekte. Wir versuchen in Freiburg, einen Mittelweg zu gehen und die Vermittlung von Rechentechniken und von institutionellen Bedingungen in einen theoretischen Rahmen zu stellen.

Das Buch ist aus dem Kurs „Grundzüge der Finanzwirtschaft“ im Laufe der letzten Jahre entstanden. An seiner Entwicklung und Fertigstellung haben daher zwei Assistentengenerationen mit unterschiedlicher Intensität und in unterschiedlichen Stadien mitgewirkt. Dies reicht von überwiegend „technischer“ Unterstützung des Fertigstellungsprozesses bis zum Entwurf von Textbeiträgen und Rohfassungen zu einzelnen Teilkapiteln. Zur ersten Generation, die heute in der Praxis erfolgreich tätig ist, zählen Frau Dr. Isabelle Jandura, Frau Dr. Ulrike Jedem und Herr Dr. André Schenek. Die noch am Lehrstuhl tätigen wissenschaftlichen Mitarbeiter(innen) sind Frau Dipl. Vw. Simone Glunz, Herr Dipl. Vw. Jaroslaw Morawski, Herr Dipl. Vw. Tobias Rombach, Herr Dipl. Vw. Felix Schindler und Herr Dipl. Kfm. Pascal Schnelle. Allen gilt mein Dank für die wertvollen Beiträge und für den Einsatz für das Gelingen des Projekts. Herrn stud. rer. pol. Martin Vollbrecht danke ich, weil er sich in den letzten Wochen erfolgreich mit den Tücken von WORD auseinandergesetzt und den Gesamttext in die vom Verlag und uns gewünschte Form gebracht hat.



# Inhalt

<b>Vorwort</b>	<b>V</b>
<b>1 Investition und Finanzierung als betriebswirtschaftliche Funktionen</b>	<b>1</b>
1.1 Zahlungsströme als Objekte der Finanzwirtschaft in Unternehmen .....	1
1.2 Aufgaben und Sichtweisen der Finanzwirtschaft .....	6
1.3 Finanzwirtschaftliche Ziele .....	14
1.4 Zum weiteren Vorgehen .....	18
1.5 Weiterführende Literatur .....	19
<b>2 Investition</b>	<b>21</b>
2.1 Der Investitionsbegriff.....	21
2.2 Der Investitionsentscheidungsprozess .....	22
2.2.1 Analyse von Investitionsentscheidungen.....	22
2.2.2 Phasen des Investitionsentscheidungsprozesses .....	25
2.2.3 Organisation des Investitionsentscheidungsprozesses .....	28
2.3 Rechenverfahren für Auswahlentscheidungen .....	29
2.3.1 Einführung.....	29
2.3.2 Basis der Investitionsrechnung: Der Vollständige Finanzplan .....	31
2.3.3 Dynamische Verfahren der Investitionsrechnung.....	41
2.3.3.1 Kapitalwertmethode .....	41
2.3.3.2 Methode des Internen Zinsfußes.....	44
2.3.3.3 Annuitätenmethode.....	49
2.3.3.4 Methode der dynamischen Amortisation.....	51
2.3.3.5 Verfahrensvergleich bei mehreren Investitionsalternativen .....	54
2.3.3.6 Kalkulationszinssatz .....	60
2.3.4 Weiterführende Literatur .....	61
2.3.5 Übungsaufgaben .....	62
2.4 Nutzungsdauer und Ersatzzeitpunkt .....	64
2.4.1 Einführung.....	64
2.4.2 Optimale Nutzungsdauer einer Einzelinvestition .....	67
2.4.3 Optimale Nutzungsdauer einer endlichen Kette identischer Investitionen .....	70
2.4.4 Optimale Nutzungsdauer einer unendlichen Kette identischer Investitionen .....	73

2.4.5	Optimale Nutzungsdauer einer endlichen Kette nicht-identischer Investitionen...	75
2.4.6	Ersatzzeitpunktentscheidungen .....	77
2.4.7	Weiterführende Literatur .....	78
2.4.8	Übungsaufgaben.....	79
2.5	Investitionsprogrammentscheidungen.....	80
2.5.1	Einführung.....	80
2.5.2	Simultane Investitions- und Finanzplanung .....	82
2.5.2.1	Konstanter Kalkulationszins und beliebig teilbare Investitionen .....	84
2.5.2.2	Konstanter Kalkulationszins und nicht teilbare Investitionen .....	86
2.5.2.3	Variable Zinsen und beliebig teilbare Investitionen (Dean-Modell I).....	88
2.5.2.4	Variable Zinsen und unteilbare Investitionen (Dean-Modell II) .....	90
2.5.3	Kritik an den Verfahren zur simultanen Investitions- und Finanzplanung.....	91
2.5.4	Weiterführende Themenstellungen .....	92
2.5.5	Weiterführende Literatur .....	93
2.5.6	Übungsaufgaben.....	93
2.6	Nicht-monetäre Ziele in der Investitionsrechnung .....	94
2.6.1	Einführung.....	94
2.6.2	Kosten-Nutzen-Analyse .....	95
2.6.3	Nutzwertanalyse .....	98
2.6.3.1	Bestimmung der Zielkriterien .....	98
2.6.3.2	Gewichtung der Zielkriterien .....	99
2.6.3.2.1	Methode der singulären Vergleiche.....	99
2.6.3.2.2	Methode der sukzessiven Vergleiche .....	99
2.6.3.2.3	Matrixverfahren.....	100
2.6.3.2.4	Delta-Verfahren.....	100
2.6.3.3	Bestimmung der Teilnutzen .....	100
2.6.3.4	Nutzwertermittlung und Entscheidungsfindung .....	102
2.6.3.5	Beurteilung der Nutzwertanalyse .....	104
2.6.4	Überblick über weitere Verfahren .....	107
2.6.5	Weiterführende Literatur .....	108
2.6.6	Übungsaufgaben.....	108
2.7	Investitionsentscheidungen mit Steuern und staatlichen Finanzierungshilfen ....	109
2.7.1	Überblick über die deutschen Steuerarten .....	109
2.7.2	Berücksichtigung von Steuern in der Investitionsrechnung .....	111
2.7.3	Berücksichtigung von staatlichen Finanzierungshilfen .....	118
2.7.4	Weiterführende Literatur .....	120
2.7.5	Übungsaufgaben.....	120
2.8	Finanzinvestitionen .....	121
2.8.1	Der Kauf von Anleihen .....	121
2.8.1.1	Kuponanleihen .....	122
2.8.1.2	Zerobonds.....	122

2.8.2	Der Kauf von Unternehmen und Unternehmensteilen.....	123
2.8.2.1	Der Unternehmenswert als Barwert künftiger Zahlungsüberschüsse.....	123
2.8.2.2	Die Bestimmung der Rechnungsgrößen.....	124
2.8.3	Weiterführende Literatur.....	126
2.8.4	Übungsaufgaben.....	126
2.9	Investitionsrechnung unter Unsicherheit.....	127
2.9.1	Begriff und Formen der Unsicherheit bei Investitionen.....	127
2.9.2	Aufzeigen der Unsicherheit und ihrer Zielwirkungen.....	129
2.9.2.1	Sensitivitätsanalyse.....	129
2.9.2.2	Risikoanalyse.....	132
2.9.3	Berücksichtigung der Unsicherheit in der Investitionsrechnung: Entscheidungen unter Ungewissheit.....	134
2.9.3.1	Maximin-Regel.....	135
2.9.3.2	Optimismus-Pessimismus-Regel.....	136
2.9.3.3	Laplace-Regel.....	137
2.9.3.4	Minimax Regret-Regel.....	137
2.9.4	Berücksichtigung der Unsicherheit in der Investitionsrechnung: Entscheidungen unter Risiko.....	138
2.9.4.1	Erwartungswertregel.....	140
2.9.4.2	Die Erwartungswert-Standardabweichungsregel ( $\mu/\sigma$ -Regel).....	142
2.9.4.3	Das Bernoulli-Prinzip.....	143
2.9.5	Berücksichtigung der Unsicherheit in der Investitionsrechnung: Sicherheitsäquivalente und Korrekturverfahren.....	145
2.9.6	Berücksichtigung der Unsicherheit in der Investitionsrechnung: Risikoadjustierung des Kalkulationszinssatzes.....	148
2.9.7	Bewältigung der Unsicherheit durch sequentielle Investitionsentscheidungen... ..	150
2.9.8	Reduzierung der Unsicherheit durch Diversifikation.....	158
2.9.9	Weiterführende Literatur.....	159
2.9.10	Übungsaufgaben.....	160
<b>3</b>	<b>Finanzierung</b>	<b>163</b>
3.1	Finanzierungsquellen, Finanzierungsformen, finanzielle Arrangements.....	163
3.1.1	Finanzierungsbegriff und Finanzierungsquellen.....	163
3.1.2	Typen von Finanziers und Finanzierungsmotive.....	164
3.1.2.1	Finanzierungstypus nach der Rechtsposition.....	165
3.1.2.2	Personalistische vs. kapitalistische Finanziers.....	166
3.1.2.3	Globale Entwicklungstendenzen.....	167
3.1.2.3.1	Kapitalmarktorientierung und Verbriefung.....	168
3.1.2.3.2	Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht.....	169
3.1.2.3.3	Zunahme der Bedeutung institutioneller Investoren.....	169
3.1.2.3.4	Globalisierung der Finanzmärkte.....	169
3.1.2.3.5	Fortschritte in der Informations- und Finanztechnologie.....	170
3.1.2.3.6	Standardisierung und Rating als Voraussetzung für Kapitalmarktfähigkeit.....	170
3.1.2.3.7	Fazit.....	171

3.1.3	Finanzielle Arrangements und die Bedeutung von Finanzierungsinstitutionen ..	172
3.1.3.1	Transformationsprobleme .....	172
3.1.3.2	Wege zur Lösung der Transformationsprobleme .....	174
3.1.3.2.1	Individuelle Vertragsverhandlungen .....	175
3.1.3.2.2	Organisierte Finanzmärkte .....	175
3.1.3.3	Finanzintermediäre.....	176
3.1.3.4	Absicherung gegen Risiken.....	178
3.1.4	Finanzierung und Rechtsrahmen .....	182
3.1.5	Weiterführende Literatur .....	184
3.1.6	Übungsaufgaben.....	184
3.2	Innenfinanzierung.....	185
3.2.1	Einführung.....	185
3.2.2	Finanzierung durch Einbehaltung erwirtschafteter Gewinne: Selbstfinanzierung.....	186
3.2.2.1	Offene Selbstfinanzierung.....	186
3.2.2.2	Stille Selbstfinanzierung.....	193
3.2.2.3	Steuerfreie Rücklagen .....	195
3.2.3	Finanzierung aus Abschreibungen .....	196
3.2.4	Finanzierung aus Rückstellungen.....	201
3.2.4.1	Funktionen und Typen von Rückstellungen.....	201
3.2.4.2	Finanzwirtschaftliche Effekte von Rückstellungen .....	204
3.2.4.3	Pensionsrückstellungen und deren finanzwirtschaftlicher Effekt.....	204
3.2.4.4	(Alternative) Formen der betrieblichen Alterssicherung in Deutschland .....	208
3.2.5	Interne Kapitalmärkte im Konzern .....	210
3.2.6	Zusammenfassung: Volumen und Bedeutung der Innenfinanzierung.....	211
3.2.7	Weiterführende Literatur .....	212
3.2.8	Übungsaufgaben.....	213
3.3	Außenfinanzierung .....	214
3.3.1	Die Eigenfinanzierung (Beteiligungsfinanzierung).....	215
3.3.1.1	Die Eigenfinanzierung ohne Nutzung des organisierten Kapitalmarkts (Private Equity) .....	217
3.3.1.1.1	Individuelle Vertragslösungen .....	217
3.3.1.1.2	Eigenfinanzierung durch Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter .....	220
3.3.1.1.3	Die Eigenfinanzierung durch Intermediäre .....	221
3.3.1.2	Eigenfinanzierung durch Nutzung des organisierten Kapitalmarkts (Public Equity) .....	226
3.3.1.2.1	Wer kann den organisierten Kapitalmarkt nutzen? .....	226
3.3.1.2.2	Wer möchte den organisierten Kapitalmarkt nutzen? .....	227
3.3.1.2.3	Entscheidungsprobleme beim erstmaligen Gang an die Börse.....	229
3.3.1.2.4	Kapitalerhöhung bereits notierter Unternehmen .....	236
3.3.1.2.5	Weitere Formen der Kapitalerhöhung .....	240
3.3.1.3	Weiterführende Literatur .....	241
3.3.1.4	Übungsaufgaben.....	242

---

3.3.2	Fremdfinanzierung .....	242
3.3.2.1	Kreditrisiken und Kreditsicherheiten.....	243
3.3.2.1.1	Risikoquellen.....	243
3.3.2.1.2	Bonitätsanalyse und Rating .....	245
3.3.2.1.3	Beschränkung des Handlungsspielraums (Covenants).....	248
3.3.2.1.4	Kreditsicherheiten.....	249
3.3.2.1.5	Übertragung von Kreditrisiken .....	251
3.3.2.2	Formen langfristigen Fremdkapitals.....	251
3.3.2.2.1	Anleihen .....	251
3.3.2.2.2	Darlehen von Finanzintermediären.....	256
3.3.2.3	Formen kurzfristigen Fremdkapitals.....	259
3.3.2.3.1	Bankkredite .....	259
3.3.2.3.2	Kredite von Handelspartnern.....	260
3.3.2.3.3	Verbriefte Formen kurzfristiger Kredite.....	261
3.3.2.4	Weiterführende Literatur .....	262
3.3.2.5	Übungsaufgaben .....	263
3.3.3	Mezzanine-Kapital .....	264
3.3.3.1	Eigenschaften, Ausgestaltung und Spektrum von Mezzanine-Kapital .....	264
3.3.3.2	Formen von Mezzanine-Instrumenten .....	266
3.3.3.2.1	Nachrangige Darlehen .....	266
3.3.3.2.2	Partiarische Darlehen.....	266
3.3.3.2.3	Verkäuferdarlehen (Vendor Loans).....	266
3.3.3.2.4	Stille Beteiligungen .....	266
3.3.3.2.5	Genussrechte und Genussscheine .....	267
3.3.3.2.6	Wandel- und Optionsanleihen .....	267
3.3.3.3	Vorteile einer Finanzierung mit Mezzanine-Kapital .....	268
3.3.3.4	Weiterführende Literatur .....	270
3.3.3.5	Übungsaufgaben .....	270
3.4	Öffentliche Finanzierungshilfen .....	271
3.5	Finanzierungssubstitute .....	272
3.5.1	Leasing .....	273
3.5.2	Verkauf von Forderungen.....	278
3.5.2.1	Factoring und Forfaitierung.....	278
3.5.2.2	Asset Backed Securities.....	280
3.5.3	Weiterführende Literatur .....	281
3.5.4	Übungsaufgaben .....	282
3.6	Auswahlentscheidung von Finanzierungsformen .....	282
3.6.1	Finanzierungskosten .....	283
3.6.2	Gestaltung der optimalen Kapitalstruktur.....	287
3.6.2.1	Der Leverage-Effekt.....	287
3.6.2.2	Das Theorem der Irrelevanz der Kapitalstruktur: Modigliani und Miller.....	289
3.6.2.3	Das Tradeoff-Modell mit Steuern und Insolvenzkosten.....	290
3.6.2.4	Optimale Kapitalstruktur mit Agency-Kosten: Jensen und Meckling .....	292

---

3.6.2.5	Pecking-Order-Theorie.....	294
3.6.2.6	Neuere Ansätze .....	295
3.6.3	Weiterführende Literatur .....	295
3.6.4	Übungsaufgaben.....	296
<b>Sachverzeichnis</b>		<b>299</b>

# Inhalt

<b>Vorwort</b>	<b>V</b>
<b>1 Investition und Finanzierung als betriebswirtschaftliche Funktionen</b>	<b>1</b>
1.1 Zahlungsströme als Objekte der Finanzwirtschaft in Unternehmen .....	1
1.2 Aufgaben und Sichtweisen der Finanzwirtschaft .....	6
1.3 Finanzwirtschaftliche Ziele .....	14
1.4 Zum weiteren Vorgehen .....	18
1.5 Weiterführende Literatur .....	19
<b>2 Investition</b>	<b>21</b>
2.1 Der Investitionsbegriff.....	21
2.2 Der Investitionsentscheidungsprozess .....	22
2.2.1 Analyse von Investitionsentscheidungen.....	22
2.2.2 Phasen des Investitionsentscheidungsprozesses .....	25
2.2.3 Organisation des Investitionsentscheidungsprozesses .....	28
2.3 Rechenverfahren für Auswahlentscheidungen .....	29
2.3.1 Einführung.....	29
2.3.2 Basis der Investitionsrechnung: Der Vollständige Finanzplan .....	31
2.3.3 Dynamische Verfahren der Investitionsrechnung.....	41
2.3.3.1 Kapitalwertmethode .....	41
2.3.3.2 Methode des Internen Zinsfußes.....	44
2.3.3.3 Annuitätenmethode.....	49
2.3.3.4 Methode der dynamischen Amortisation.....	51
2.3.3.5 Vergleich bei mehreren Investitionsalternativen .....	54
2.3.3.6 Kalkulationszinssatz .....	60
2.3.4 Weiterführende Literatur .....	61
2.3.5 Übungsaufgaben .....	62
2.4 Nutzungsdauer und Ersatzzeitpunkt .....	64
2.4.1 Einführung.....	64
2.4.2 Optimale Nutzungsdauer einer Einzelinvestition .....	67
2.4.3 Optimale Nutzungsdauer einer endlichen Kette identischer Investitionen .....	70
2.4.4 Optimale Nutzungsdauer einer unendlichen Kette identischer Investitionen .....	73

2.4.5	Optimale Nutzungsdauer einer endlichen Kette nicht-identischer Investitionen...	75
2.4.6	Ersatzzeitpunktentscheidungen .....	77
2.4.7	Weiterführende Literatur .....	78
2.4.8	Übungsaufgaben.....	79
2.5	Investitionsprogrammentscheidungen.....	80
2.5.1	Einführung.....	80
2.5.2	Simultane Investitions- und Finanzplanung .....	82
2.5.2.1	Konstanter Kalkulationszins und beliebig teilbare Investitionen .....	84
2.5.2.2	Konstanter Kalkulationszins und nicht teilbare Investitionen .....	86
2.5.2.3	Variable Zinsen und beliebig teilbare Investitionen (Dean-Modell I).....	88
2.5.2.4	Variable Zinsen und unteilbare Investitionen (Dean-Modell II) .....	90
2.5.3	Kritik an den Verfahren zur simultanen Investitions- und Finanzplanung.....	91
2.5.4	Weiterführende Themenstellungen .....	92
2.5.5	Weiterführende Literatur .....	93
2.5.6	Übungsaufgaben.....	93
2.6	Nicht-monetäre Ziele in der Investitionsrechnung .....	94
2.6.1	Einführung.....	94
2.6.2	Kosten-Nutzen-Analyse .....	95
2.6.3	Nutzwertanalyse .....	98
2.6.3.1	Bestimmung der Zielkriterien .....	98
2.6.3.2	Gewichtung der Zielkriterien .....	99
2.6.3.2.1	Methode der singulären Vergleiche.....	99
2.6.3.2.2	Methode der sukzessiven Vergleiche .....	99
2.6.3.2.3	Matrixverfahren.....	100
2.6.3.2.4	Delta-Verfahren.....	100
2.6.3.3	Bestimmung der Teilnutzen .....	100
2.6.3.4	Nutzwertermittlung und Entscheidungsfindung .....	102
2.6.3.5	Beurteilung der Nutzwertanalyse .....	104
2.6.4	Überblick über weitere Verfahren .....	107
2.6.5	Weiterführende Literatur .....	108
2.6.6	Übungsaufgaben.....	108
2.7	Investitionsentscheidungen mit Steuern und staatlichen Finanzierungshilfen ....	109
2.7.1	Überblick über die deutschen Steuerarten .....	109
2.7.2	Berücksichtigung von Steuern in der Investitionsrechnung .....	111
2.7.3	Berücksichtigung von staatlichen Finanzierungshilfen .....	118
2.7.4	Weiterführende Literatur .....	120
2.7.5	Übungsaufgaben.....	120
2.8	Finanzinvestitionen .....	121
2.8.1	Der Kauf von Anleihen .....	121
2.8.1.1	Kuponanleihen .....	122
2.8.1.2	Zerobonds.....	122

2.8.2	Der Kauf von Unternehmen und Unternehmensteilen.....	123
2.8.2.1	Der Unternehmenswert als Barwert künftiger Zahlungsüberschüsse.....	123
2.8.2.2	Die Bestimmung der Rechnungsgrößen.....	124
2.8.3	Weiterführende Literatur.....	126
2.8.4	Übungsaufgaben.....	126
2.9	Investitionsrechnung unter Unsicherheit.....	127
2.9.1	Begriff und Formen der Unsicherheit bei Investitionen.....	127
2.9.2	Aufzeigen der Unsicherheit und ihrer Zielwirkungen.....	129
2.9.2.1	Sensitivitätsanalyse.....	129
2.9.2.2	Risikoanalyse.....	132
2.9.3	Berücksichtigung der Unsicherheit in der Investitionsrechnung: Entscheidungen unter Ungewissheit.....	134
2.9.3.1	Maximin-Regel.....	135
2.9.3.2	Optimismus-Pessimismus-Regel.....	136
2.9.3.3	Laplace-Regel.....	137
2.9.3.4	Minimax Regret-Regel.....	137
2.9.4	Berücksichtigung der Unsicherheit in der Investitionsrechnung: Entscheidungen unter Risiko.....	138
2.9.4.1	Erwartungswertregel.....	140
2.9.4.2	Die Erwartungswert-Standardabweichungsregel ( $\mu/\sigma$ -Regel).....	142
2.9.4.3	Das Bernoulli-Prinzip.....	143
2.9.5	Berücksichtigung der Unsicherheit in der Investitionsrechnung: Sicherheitsäquivalente und Korrekturverfahren.....	145
2.9.6	Berücksichtigung der Unsicherheit in der Investitionsrechnung: Risikoadjustierung des Kalkulationszinssatzes.....	148
2.9.7	Bewältigung der Unsicherheit durch sequentielle Investitionsentscheidungen... ..	150
2.9.8	Reduzierung der Unsicherheit durch Diversifikation.....	158
2.9.9	Weiterführende Literatur.....	159
2.9.10	Übungsaufgaben.....	160
<b>3</b>	<b>Finanzierung</b>	<b>163</b>
3.1	Finanzierungsquellen, Finanzierungsformen, finanzielle Arrangements.....	163
3.1.1	Finanzierungsbegriff und Finanzierungsquellen.....	163
3.1.2	Typen von Finanziers und Finanzierungsmotive.....	164
3.1.2.1	Finanzierungstypus nach der Rechtsposition.....	165
3.1.2.2	Personalistische vs. kapitalistische Finanziers.....	166
3.1.2.3	Globale Entwicklungstendenzen.....	167
3.1.2.3.1	Kapitalmarktorientierung und Verbriefung.....	168
3.1.2.3.2	Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht.....	169
3.1.2.3.3	Zunahme der Bedeutung institutioneller Investoren.....	169
3.1.2.3.4	Globalisierung der Finanzmärkte.....	169
3.1.2.3.5	Fortschritte in der Informations- und Finanztechnologie.....	170
3.1.2.3.6	Standardisierung und Rating als Voraussetzung für Kapitalmarktfähigkeit.....	170
3.1.2.3.7	Fazit.....	171

3.1.3	Finanzielle Arrangements und die Bedeutung von Finanzierungsinstitutionen ..	172
3.1.3.1	Transformationsprobleme .....	172
3.1.3.2	Wege zur Lösung der Transformationsprobleme .....	174
3.1.3.2.1	Individuelle Vertragsverhandlungen .....	175
3.1.3.2.2	Organisierte Finanzmärkte .....	175
3.1.3.3	Finanzintermediäre.....	176
3.1.3.4	Absicherung gegen Risiken.....	178
3.1.4	Finanzierung und Rechtsrahmen .....	182
3.1.5	Weiterführende Literatur .....	184
3.1.6	Übungsaufgaben.....	184
3.2	Innenfinanzierung.....	185
3.2.1	Einführung.....	185
3.2.2	Finanzierung durch Einbehaltung erwirtschafteter Gewinne: Selbstfinanzierung.....	186
3.2.2.1	Offene Selbstfinanzierung.....	186
3.2.2.2	Stille Selbstfinanzierung.....	193
3.2.2.3	Steuerfreie Rücklagen .....	195
3.2.3	Finanzierung aus Abschreibungen .....	196
3.2.4	Finanzierung aus Rückstellungen.....	201
3.2.4.1	Funktionen und Typen von Rückstellungen.....	201
3.2.4.2	Finanzwirtschaftliche Effekte von Rückstellungen .....	204
3.2.4.3	Pensionsrückstellungen und deren finanzwirtschaftlicher Effekt.....	204
3.2.4.4	(Alternative) Formen der betrieblichen Alterssicherung in Deutschland .....	208
3.2.5	Interne Kapitalmärkte im Konzern .....	210
3.2.6	Zusammenfassung: Volumen und Bedeutung der Innenfinanzierung.....	211
3.2.7	Weiterführende Literatur .....	212
3.2.8	Übungsaufgaben.....	213
3.3	Außenfinanzierung .....	214
3.3.1	Die Eigenfinanzierung (Beteiligungsfinanzierung).....	215
3.3.1.1	Die Eigenfinanzierung ohne Nutzung des organisierten Kapitalmarkts (Private Equity) .....	217
3.3.1.1.1	Individuelle Vertragslösungen .....	217
3.3.1.1.2	Eigenfinanzierung durch Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter .....	220
3.3.1.1.3	Die Eigenfinanzierung durch Intermediäre .....	221
3.3.1.2	Eigenfinanzierung durch Nutzung des organisierten Kapitalmarkts (Public Equity) .....	226
3.3.1.2.1	Wer kann den organisierten Kapitalmarkt nutzen? .....	226
3.3.1.2.2	Wer möchte den organisierten Kapitalmarkt nutzen? .....	227
3.3.1.2.3	Entscheidungsprobleme beim erstmaligen Gang an die Börse.....	229
3.3.1.2.4	Kapitalerhöhung bereits notierter Unternehmen .....	236
3.3.1.2.5	Weitere Formen der Kapitalerhöhung .....	240
3.3.1.3	Weiterführende Literatur .....	241
3.3.1.4	Übungsaufgaben.....	242

---

3.3.2	Fremdfinanzierung .....	242
3.3.2.1	Kreditrisiken und Kreditsicherheiten.....	243
3.3.2.1.1	Risikoquellen.....	243
3.3.2.1.2	Bonitätsanalyse und Rating .....	245
3.3.2.1.3	Beschränkung des Handlungsspielraums (Covenants).....	248
3.3.2.1.4	Kreditsicherheiten.....	249
3.3.2.1.5	Übertragung von Kreditrisiken .....	251
3.3.2.2	Formen langfristigen Fremdkapitals.....	251
3.3.2.2.1	Anleihen .....	251
3.3.2.2.2	Darlehen von Finanzintermediären.....	256
3.3.2.3	Formen kurzfristigen Fremdkapitals.....	259
3.3.2.3.1	Bankkredite .....	259
3.3.2.3.2	Kredite von Handelspartnern.....	260
3.3.2.3.3	Verbriefte Formen kurzfristiger Kredite.....	261
3.3.2.4	Weiterführende Literatur .....	262
3.3.2.5	Übungsaufgaben .....	263
3.3.3	Mezzanine-Kapital .....	264
3.3.3.1	Eigenschaften, Ausgestaltung und Spektrum von Mezzanine-Kapital .....	264
3.3.3.2	Formen von Mezzanine-Instrumenten .....	266
3.3.3.2.1	Nachrangige Darlehen .....	266
3.3.3.2.2	Partiarische Darlehen.....	266
3.3.3.2.3	Verkäuferdarlehen (Vendor Loans).....	266
3.3.3.2.4	Stille Beteiligungen .....	266
3.3.3.2.5	Genussrechte und Genussscheine .....	267
3.3.3.2.6	Wandel- und Optionsanleihen .....	267
3.3.3.3	Vorteile einer Finanzierung mit Mezzanine-Kapital .....	268
3.3.3.4	Weiterführende Literatur .....	270
3.3.3.5	Übungsaufgaben .....	270
3.4	Öffentliche Finanzierungshilfen .....	271
3.5	Finanzierungssubstitute .....	272
3.5.1	Leasing .....	273
3.5.2	Verkauf von Forderungen.....	278
3.5.2.1	Factoring und Forfaitierung.....	278
3.5.2.2	Asset Backed Securities.....	280
3.5.3	Weiterführende Literatur .....	281
3.5.4	Übungsaufgaben .....	282
3.6	Auswahlentscheidung von Finanzierungsformen .....	282
3.6.1	Finanzierungskosten .....	283
3.6.2	Gestaltung der optimalen Kapitalstruktur.....	287
3.6.2.1	Der Leverage-Effekt.....	287
3.6.2.2	Das Theorem der Irrelevanz der Kapitalstruktur: Modigliani und Miller.....	289
3.6.2.3	Das Tradeoff-Modell mit Steuern und Insolvenzkosten.....	290
3.6.2.4	Optimale Kapitalstruktur mit Agency-Kosten: Jensen und Meckling .....	292

---

3.6.2.5	Pecking-Order-Theorie.....	294
3.6.2.6	Neuere Ansätze .....	295
3.6.3	Weiterführende Literatur .....	295
3.6.4	Übungsaufgaben.....	296
<b>Sachverzeichnis</b>		<b>299</b>

# 1 Investition und Finanzierung als betriebswirtschaftliche Funktionen

## 1.1 Zahlungsströme als Objekte der Finanzwirtschaft in Unternehmen

Jede Leserin und jeder Leser hat intuitiv eine Vorstellung, was mit „Investition“ und mit „Finanzierung“ gemeint ist, zumindest sieht man sich mit diesen Begriffen laufend konfrontiert und benutzt sie auch umgangssprachlich: Die Eltern haben einen Großteil ihrer Ersparnisse in Aktien investiert (und bedauerlicherweise in den letzten Jahren dabei viel Geld verloren); man hört, die Wirtschaft und auch die Öffentliche Hand investiere zu wenig, um der Wirtschaft neuen Schwung zu geben; zur Vorbereitung auf die letzte Semesterklausur hat man viel Zeit investiert; mancher mag gar in eine Beziehung Gefühle investiert haben. Das Reiheneigenheim der Eltern wurde mit Bausparverträgen und einem Hypothekendarlehen finanziert; das Studium der Kinder muss finanziert werden, daher wird der neue PKW über Leasing finanziert; die Zeitung schreibt, die neuen Eigenkapitalanforderungen für die Banken nach „Basel II“ würden künftig die Finanzierung der mittelständischen Wirtschaft erheblich erschweren.

Lassen Sie uns, um diese finanzwirtschaftlichen Begriffe etwas genauer zu fassen und einzuordnen und daraus die finanzwirtschaftlichen Funktionen abzuleiten, die Situation, die zu klärenden Fragen und die möglichen Denkweisen am Beispiel von Unternehmensgründern betrachten.

*Frau Mustermann, Studentin der Ökonomie im Hauptstudium, hat an der Hochzeit ihres Bruders in Berlin teilgenommen und war von dem herrlichen Rahmen und den zahlreichen originellen Arrangements sehr beeindruckt: die gesamte Feier wurde von einem Event-Service geplant und durchgeführt; dessen Leistungen reichten von der Organisation der Räumlichkeiten und der Feierlichkeiten über das Catering und das Engagement der auftretenden Künstler und Musiker bis zur Fahrt des Hochzeitspaars zur Trauung in der Edelkarosse „Old England“. Zusammen mit ihrer Freundin, Frau Labelle, die als Studentin für Design ein „praktisches Händchen“ für schöne Arrangements hat, überlegt sie nun seit längerem, ob sie diese Idee kopieren (und womöglich noch verbessern) können und ob sie*

sich zusammen als Event-Service mit dem Zusatzangebot von herausgehobenen Fahrzeugen mit Chauffeur selbständig machen und ein Unternehmen gründen sollten. Nach vielen Überlegungen und Planungen sind sie sich inzwischen sicher, diesen Schritt wagen zu wollen. Sie wollen damit langfristig mehr verdienen als in einer abhängigen Beschäftigung und vor allem „ihr eigener Herr“ sein. Ökonomische Motive mischen sich also mit nicht-ökonomischen Überlegungen. Wenn sie geschäftlichen Erfolg haben sollten, könnten Eröffnungen weiterer Agenturen in anderen Städten dazu kommen.

Den beiden Gründungswilligen ist schnell klar geworden, dass sie zuerst ein tragbares Geschäftsmodell entwickeln müssen, m.a.W. dass sie definieren und auf Umsetzbarkeit prüfen müssen, mit welchem Leistungsangebot sie welchen Kundenkreis ansprechen wollen, wie das Marktpotential und die Konkurrenzsituation einzuschätzen sind und welcher mengen- und wertmäßige Umsatz daher zu erzielen sein wird. Zugleich muss aber bedacht werden, welchen Einsatz an Produktionsfaktoren die Realisierung dieses Leistungsangebots erfordert. So müssen Geschäftsräume angemietet und dann laufend, d.h. unabhängig von der konkreten Auftragslage, zuzüglich der typischen Nebenkosten bezahlt werden. Neben der Geschäfts- und Büroausstattung, die sie hoffen, recht knapp halten zu können, sollen vor allem wenigstens zwei edle Wagen, vorzugsweise vom Typ Old England, Präsident oder Washington angeschafft werden. Diese könnten gebraucht oder als Neuwagen gekauft, vielleicht auch geleast werden. Bei einer Ausweitung des Geschäfts wären noch weitere Fahrzeuge dieser Klasse zu beschaffen. Es kämen auch sog. Stretch Cars in Frage, aus Hollywood bekannte Großlimousinen, die besonders lang gestreckt sind und viel Raum bieten. Auch solche Ausgaben für Investitionen fallen unabhängig von der jeweils aktuellen Auftragslage an.

Weitere Ausgaben hoffen die beiden weitgehend an die Auftragslage anpassen zu können. So wollen sie auf zusätzliche fest angestellte Beschäftigte verzichten, bis sich das Geschäft etabliert hat. Ihre Leistungskraft möchten sie sich durch einen Pool von Hilfskräften (Gastronomie, Fahrer etc.) sichern, die sie aber nur bedarfsweise einsetzen und bezahlen müssen. Ebenso werden selbstverständlich Künstler, Musiker und andere bei den Festivitäten auftretende Personen nur bei entsprechenden Aufträgen engagiert. Für ihren eigenen Lebensunterhalt wollen sie möglichst wenig fix entnehmen, aber mit je 1.000 €/Monat als Mindestbedarf rechnen sie schon.

Weiter ist den beiden klar, dass sie von ihren künftigen Kunden nicht sofort nach Erbringung der Leistungen volle Bezahlung erwarten können. Mit einer durchschnittlichen Zahlungsfrist von 2-3 Wochen müssen sie wohl auf jeden Fall rechnen. Zwar planen sie, einen gewissen Teil der zu vereinbarenden Summe jeweils als Vorauszahlung zu erhalten, aber sie sind sich noch nicht sicher, ob dies auch durchsetzbar sein wird. Inwieweit sie selbst beschaffte Güter und in Anspruch genommene Dienste Dritter später bezahlen oder explizit Zahlungsziele vereinbaren können, ist noch unsicher.

Eine erste überschlägige Rechnung ergab einen Bedarf an anfänglichen finanziellen Mitteln von etwa 300.000 €. Das können die beiden Gründerinnen nicht alleine aufbringen. Frau Mustermann kommt zwar aus gutem Hause und verfügt über ein Eigenvermögen von 50.000 €, das sie aber nicht komplett in das Unternehmen einbringen möchte. Von ihren Eltern würde sie als Starthilfe sicher ein Darlehen, vielleicht sogar eine Schenkung in Hö-

*he von weiteren 50.000 € bekommen. Frau Labelle dagegen kann, über einen eher symbolischen finanziellen Beitrag hinaus, nur ihre Arbeitskraft einbringen. Den „Rest“ der benötigten Mittel müssten sich die beiden also von anderen Kapitalgebern beschaffen. Über die verfügbaren und geeigneten Finanzierungsquellen haben sie noch keine konkreten Vorstellungen entwickelt. Sie denken an einen einfachen Bankkredit, haben aber auch schon von staatlichen Gründerhilfen und von Venture Capital gehört.*

Nachdem wir nun einen kleinen Einblick in die „Startposition“ unseres Beispielfalls genommen haben, wollen wir erst einmal inne halten und daran gehen, das Gesagte zu verallgemeinern und zu systematisieren: Unternehmen sind Institutionen, die gegründet und geführt werden, um die Vorstellungen und Zielsetzungen ihrer Inhaber (Eigentümer) zu realisieren. Dies gilt für private wie für öffentliche Unternehmen gleichermaßen. Zur Erfüllung dieser Vorstellungen soll das Programm an Gütern und Leistungen dienen, das dem Markt angeboten wird. Hierzu beschafft das Unternehmen an den Märkten für Investitionsgüter, für Arbeitskräfte und für andere Güter und Dienstleistungen Produktionsfaktoren, erstellt durch ihre zweckgerichtete Kombination Güter und Dienstleistungen und verwertet diese an Absatzmärkten. Damit ist der gesamte Leistungsprozess in Unternehmen in seinen typischen Phasen und Bereichen beschrieben. Der Tausch der Güter und Leistungen auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten vollzieht sich in aller Regel nicht als Realtausch (Ware gegen Ware), sondern über das Tauschmittel „Geld“. Die Güter- und Leistungsströme sind deshalb mit Geldströmen verbunden, die in die entgegengesetzte Richtung fließen.

Die Finanzwirtschaft befasst sich mit der Geldsphäre des Unternehmens, also mit den Zahlungsströmen, die ein Unternehmen leistet und erhält. Zahlungsströme, die dem Unternehmen zufließen, werden als Einnahmen bezeichnet, abfließende Zahlungsströme sind Ausgaben. Einnahmen und Ausgaben verändern also den Bestand an Zahlungsmitteln in Form von Barmitteln (Kassenbeständen) oder von Guthaben bei Kreditinstituten.

Ein Teil der Zahlungsströme ist damit sachlich eng mit dem leistungswirtschaftlichen Bereich des Unternehmens verbunden und kann daher nicht losgelöst von ihm betrachtet und gestaltet werden; die Ausgaben zur Beschaffung der Produktionsfaktoren und die Einnahmen aus der Verwertung der geschaffenen Güter und Leistungen werden unmittelbar durch leistungswirtschaftliche Aktivitäten ausgelöst. Dem steht auch nicht entgegen, dass Leistungs- und Geldströme nicht notwendig zum gleichen Zeitpunkt anfallen. So geht Rohmaterial gewöhnlich eher auf Lager, als die Rechnung dafür bezahlt wird. Verschiedene laufend erbrachte Leistungen werden nur in periodischen Abständen bezahlt (z.B. Löhne, Versicherungen). Ebenso erfolgt die Bezahlung der Lieferungen und Leistungen durch die Kunden oft erst Wochen oder Monate nach Erbringung der Leistung. Bei An- und Vorauszahlungen dagegen liegt der Zahlungsvorgang zeitlich vor dem Leistungsprozess. Werden bezogene Güter und Leistungen nicht sofort bei ihrer Lieferung, sondern erst später bezahlt, entsteht beim Empfänger eine Verbindlichkeit; zahlen Kunden nicht sofort bei Erbringung der Lieferung/Leistung, entsteht beim liefernden Unternehmen eine Forderung. Auch der Bestand und die Entstehung von Forderungen und Verbindlichkeiten sind also finanzwirtschaftlich bedeutsam, da durch sie künftige Zahlungsbewegungen ausgelöst werden.

Verschiedentlich wird nicht der Zahlungsvorgang, sondern die Entstehung von Forderungen und Verbindlichkeiten aus Liefer- und Leistungsbeziehungen als Einnahme und Ausgabe bezeichnet. Für die konkreten Zahlungsbewegungen werden dann die Begriffe „Aus- und Einzahlungen“ benutzt. Wir wollen hier (aus Vereinfachungsgründen) auf diese Differenzierung verzichten und bei Einnahmen und Ausgaben immer von einem Zahlungsvorgang ausgehen.

Neben den mit dem Leistungsprozess unmittelbar verknüpften Zahlungsströmen haben wir in unserem Gründerbeispiel auch Zahlungsströme kennen gelernt, die offenbar einen anderen Charakter haben: Einnahmen durch die Aufnahme eines Kredits oder durch Aufnahme neuer Gesellschafter und entsprechende Ausgaben durch Entnahme von Gewinnen oder Tilgung von Krediten. Sie hängen mit der Beschaffung von Kapital, also mit den Beziehungen des Unternehmens zum Finanzmarkt, zusammen.

Die folgende (stark vereinfachte) Abbildung des betrieblichen Güter- und Geldkreislaufes soll uns helfen, eine Übersicht über die verschiedenen Typen von Zahlungsströmen und deren Charakter zu gewinnen.

Das Schema trennt analytisch zwischen dem Innen- oder Leistungsbereich und dem Außen- oder Finanzbereich von Unternehmen. Die im und vom Leistungsbereich ausgelösten Zahlungsströme sind eben schon beispielhaft beschrieben worden.

Ausgaben des Innen- oder Leistungsbereichs fallen vor allem für die Bezahlung beschaffter Produktionsfaktoren an. Daneben gehören zu ihnen auch Ausgaben für die Kapitalüberlassung an andere Wirtschaftssubjekte, also z.B. bei einer Bank die ausgereichten Kredite. Ihnen gemeinsam ist, dass sie Geld (Kapital) für eine gewisse Zeit in anderer Form im Unternehmen binden; aus Geldbeständen werden also andere Vermögensgegenstände wie Grundstücke und Gebäude, Maschinen, Wertpapiere, Vorräte oder Forderungen.

Einnahmen des Leistungsbereichs lassen sich analog dazu bestimmen. Es dominieren in aller Regel die Umsatzeinnahmen aus der marktlichen Verwertung der betrieblichen Leistungen. Zusätzlich können auch Einnahmen aus betrieblichen Nebenleistungen (das Unternehmen betreibt eine Kantine oder bietet ihren Mitarbeitern Werkwohnungen an), aus Erträgen von Finanzanlagen (Zinsen und Dividenden) oder aus dem Verkauf nicht mehr benötigter Produktionsfaktoren (Verkauf eines gebrauchten PKW) anfallen. Weitere Einnahmen resultieren – z.B. bei einer Bank – aus den erhaltenen Rückzahlungen früher vergebener Kredite oder der Veräußerung von Wertpapieren. Die Einnahmen des Leistungsbereichs setzen also das Kapital wieder frei, das durch die Ausgaben des Leistungsbereichs gebunden wurde. Kurz: Die Zahlungsströme des Leistungs- oder Innenbereichs sind durch das Begriffspaar „Kapitalbindung“ und „Kapitalfreisetzung“ geprägt und miteinander verknüpft.

Einnahmen des Finanz- oder Außenbereichs sind Zuführungen von Geld an das Unternehmen durch bisherige oder neue Kapitalgeber. Nach der Rechtsstellung des Kapitalgebers wird zwischen Eigenkapitaleinlagen und Fremdkapitalaufnahme unterschieden.

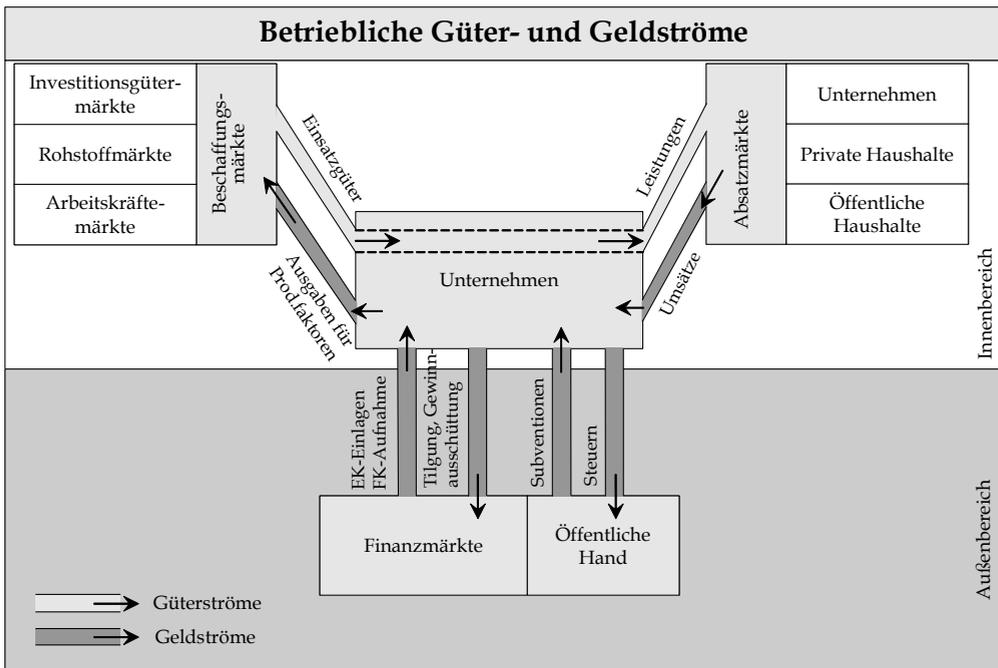


Abb. 1.1 Güter- und Geldströme in Unternehmen

Kapitalgeber stellen ihr Geld dem Unternehmen nicht notwendig auf Dauer (bis zur Auflösung des Unternehmens) zur Verfügung. Vor allem bei Fremdkapital ist es üblich, feste Tilgungstermine oder zumindest Kündigungsmöglichkeiten zu vereinbaren. Aber auch Eigenkapital kann – je nach Rechtsform, Satzung und interner Vereinbarung – vom Kapitalgeber entnommen oder durch Beschluss von Unternehmensorganen herabgesetzt und zurückgezahlt werden. Neben diesen Ausgaben für Eigenkapitalentnahme oder Fremdkapitaltilgung fallen hier auch die Gewinnausschüttungen an die Eigentümer ins Gewicht.

Eine besondere Kategorie von Einnahmen und Ausgaben des Außenbereichs bilden die finanzwirtschaftlichen Beziehungen des Unternehmens zur Öffentlichen Hand. Zum einen greift der Fiskus in vielfältiger Weise auf Vermögensbestände (z.B. Grundsteuer), auf Vermögensbewegungen (z.B. Grunderwerbsteuer) und erwirtschaftete Überschüsse (z.B. Gewerbebeitragsteuer, Einkommen- und Körperschaftsteuer) zu und fordert gesetzlich fixierte Anteile davon als Steuerzahlungen. Zum anderen fördert die Öffentliche Hand in durchaus beträchtlichem Umfang Unternehmen auch durch vielerlei Varianten und Formen von Zulagen, Zuschüssen, Zinsvergünstigungen oder sonstigen finanziellen Hilfen, die wir als Subventionen zusammenfassen können.

Den Einnahmen und Ausgaben des Finanz- oder Außenbereichs ist gemeinsam, dass sie den im Unternehmen verfügbaren Kapitalstock erhöhen bzw. verringern. Sie werden daher durch das Begriffspaar „Kapitalzuführung“ und „Kapitalentzug“ zutreffend beschrieben.

## 1.2 Aufgaben und Sichtweisen der Finanzwirtschaft

Mit der Darstellung und Systematisierung der Zahlungsströme haben wir den „Stoff“ beschrieben, mit dem sich die betriebliche Finanzwirtschaft zu befassen hat. Daraus lassen sich nun im nächsten Schritt die Aufgaben der Finanzwirtschaft ableiten.

<b>Aufgaben der Finanzwirtschaft in Unternehmen</b>	
1	Planung (Prognose und Vorgabe) der Zahlungsströme
2	Auswahl sinnvoller Kapitalanlagemöglichkeiten (Investitionen)
3	Auswahl und Beschaffung benötigter Finanzmittel an den Finanzmärkten
4	(Kurzfristige) Finanzdisposition (Kassenhaltung, Zahlungsverkehr, Anlage von Überschüssen)
5	Management finanzieller Risiken (Ausfall-, Währungs-, Zinsrisiken)
6	Gestaltung der Finanzmarktbeziehungen (Finanzmarketing)

Abb. 1.2 Aufgaben der betrieblichen Finanzwirtschaft

### Planung der Zahlungsströme

Um die Zahlungsströme im Sinne der unternehmerischen Ziele gestalten zu können, müssen sie im ersten Schritt geplant, d.h. in ihrer vermutlichen Höhe und dem Zeitpunkt ihres Anfalls abgeschätzt und in einem Finanzplan zusammengestellt werden. Für die Startphase eines Unternehmens ist hier besonders wichtig, abzuschätzen, wieviel Kapital das Unternehmen zur Aufnahme und Aufrechterhaltung seines Geschäfts benötigt. Zwischen den Ausgaben für die Beschaffung der Produktionsfaktoren und den Einnahmen aus der marktlichen Verwertung der Leistungen liegt in aller Regel eine mehr oder weniger große Zeitspanne. Deshalb ist im Unternehmen ständig Geld gebunden, mit dem diese Zeitspanne zwischen der Kapitalbindung und ihrer Freisetzung überbrückt werden muss. Die Summe der gebundenen Mittel wird üblicherweise als Kapitalbedarf bezeichnet. Die Höhe des Kapitalbedarfs ist abhängig

- von Art, Menge und Preis der für den Leistungsprozess beschafften Produktionsfaktoren,
- von der Frist zwischen Ausgabe und Rückfluss der Mittel.

Diese Kapitalbindungsdauer wird vornehmlich durch die Struktur und den Prozess der leistungswirtschaftlichen Bereiche von Beschaffung, Produktion und Absatz bestimmt.

Auch nach der Startphase gilt es laufend die Entwicklung des Kapitalbedarfs zu beobachten und vor allem auf eine Abstimmung der laufenden Einnahmen und Ausgaben zu achten. Planung bedeutet hierbei ein Zweifaches: Zum ersten gilt es, die künftig zu erwartenden Zahlungsströme zu prognostizieren. Die zweite Komponente von Planung ist die Vorgabe von Planzahlen zur Steuerung und Koordination dezentraler Entscheidungen.

Die Zahlungsströme des Leistungsbereichs werden – dies hat auch unser Beispielfall deutlich gemacht – durch leistungswirtschaftliche Entscheidungen weitgehend bestimmt. Was an Produktionsfaktoren angeschafft wird und welche Einnahmen aus Umsätzen zu welchem Zeitpunkt dem Unternehmen zufließen, wird primär nach leistungswirtschaftlichen Gesichtspunkten, Überlegungen und Gegebenheiten festgelegt. Die daraus resultierenden Zahlungen sind nur bedingt (z.B. durch die Beeinflussung der Zahlungsfristen) durch die Finanzwirtschaft beeinflussbar. Diesen Typ von Finanzströmen gilt es also aus Sicht der Finanzwirtschaft möglichst gut zu prognostizieren. Gleiches gilt für Zahlungsströme des Finanzbereichs, die teilweise aus früheren Vereinbarungen, z.B. Kreditverträgen, schon festgelegt sind.

Zeigt die Gegenüberstellung von erwarteten Einnahmen und Ausgaben ein Ungleichgewicht, dann hat die Finanzwirtschaft Ausgleichsmaßnahmen zu ergreifen. So können Ausgabenüberschüsse durch die Aufnahme weiterer Geldmittel am Finanzmarkt, durch sonstige Aktivitäten der Erzielung von Einnahmen, aber auch durch die Reduzierung oder Verschiebung von Ausgaben des Leistungsbereichs ausgeglichen werden. Letzteres wirkt also wiederum auf die leistungswirtschaftliche Sphäre zurück.

Um sicherzustellen, dass die erarbeiteten Planzahlen möglichst auch später so eintreffen, bietet es sich an, den einzelnen, dezentral agierenden Unternehmensbereichen Plangrößen in Form von Budgets verbindlich vorzugeben.

Nach ihrem Zeithorizont wird eine vernünftige Finanzplanung stets (wenigstens) aus einem langfristigen Plan, der auf mehrere Jahre die Grobstruktur der Zahlungsstromentwicklung beschreibt und vorgibt und damit für die Einhaltung eines strukturellen Gleichgewichts sorgen soll, und aus einem kurzfristigen Plan bestehen, mit dem die Detailabstimmung der Zahlungsströme vorgenommen werden kann.

### **Auswahl von Kapitalanlagemöglichkeiten**

Unternehmer zeichnen sich typischerweise dadurch aus, dass sie laufend eine mehr oder weniger große Anzahl an Möglichkeiten entdecken, Kapital erfolgversprechend einzusetzen. In erster Linie sei hier an die Entwicklung neuer Produkte und Märkte gedacht, die meist Realinvestitionen (z.B. Grundstücke, Gebäude und Maschinen) im eigenen leistungswirtschaftlichen Bereich erforderlich machen, so wie unsere beiden Gründerinnen überzeugt sind, über den Kauf von Luxusfahrzeugen geschäftlichen Erfolg zu erzielen. Aber auch lang- und kurzfristige Finanzinvestitionen in Form des Kaufs von oder der Beteiligung an anderen Unternehmen oder des Kaufs von Wertpapieren kommen in Betracht und spielen auch in der Praxis eine große Rolle. Die Funktion der Finanzwirtschaft besteht hier darin, mit Hilfe von

Investitionsrechnungen die Entscheidungsträger im Unternehmen aufzuklären, ob sich der Kapitaleinsatz in der beabsichtigten Form tatsächlich lohnt, d.h. voraussichtlich den gewünschten Zielbeitrag erbringt und anderen Möglichkeiten der Kapitalanlage überlegen ist. In Abb. 1.3 ist diese Funktion durch die Beziehung  $U_i \rightarrow I_i$  skizziert.

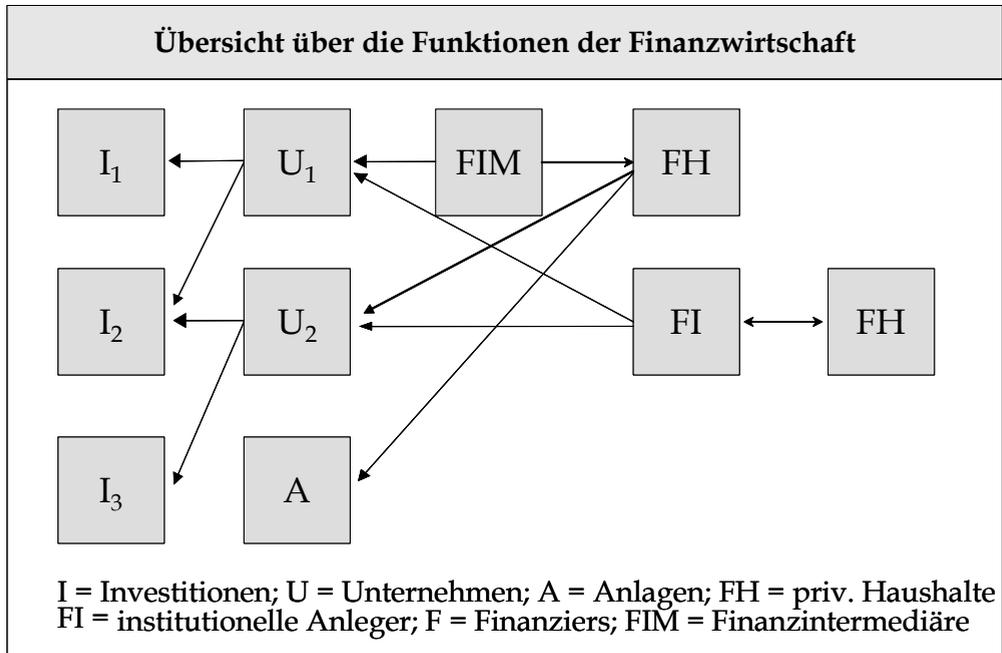


Abb. 1.3 Funktionen und Beziehungen finanzwirtschaftlicher Entscheidungsträger

### Auswahl und Beschaffung von Finanzmitteln

Unglücklicherweise verfügen nun gerade Unternehmen/Unternehmer meist nicht über genügend eigene Finanzmittel, um alle für attraktiv erachteten und entsprechend den Investitionsrechnungen lohnenswerten Investitionen auch durchführen zu können. Sie wenden sich daher an einen zweiten Typ von Wirtschaftssubjekten, die Finanziers, die sich – erst einmal sehr simplifiziert dargestellt – dadurch auszeichnen, dass sie zwar über Geld verfügen, das sie gerne anlegen möchten, aber selbst keine (oder zu wenig) attraktive(n) Investitionsmöglichkeiten sehen. Die zur Investitionsrechnung korrespondierende finanzwirtschaftliche Aufgabe besteht daher darin, von Finanziers fehlendes Kapital zu beschaffen und dabei aus den sich bietenden Finanzierungsquellen die den Zielen des Unternehmens am meisten entsprechenden auszuwählen. Als Finanziers kommen sowohl private Haushalte als auch institutionelle Anleger (z.B. andere Unternehmen oder Organisationen) in Frage. Bei institutionellen Finanziers, die sich ihrerseits ihr Anlagekapital über private Haushalte und Institutionen (z.B.

Gesellschafter eines Unternehmens ist eine andere Gesellschaft) beschafft haben, entstehen so Ketten von Finanzierungsbeziehungen.

Das Zustandekommen von Finanzierungsbeziehungen kann durch Finanzintermediäre gefördert werden, die interessenausgleichend zwischen Anbietern von und Nachfragern nach Kapital vermitteln. In großem Umfang treten aber Finanzintermediäre wie Banken und Versicherungen auch unmittelbar als Finanziers von Unternehmen auf, indem sie das ihnen von privaten Haushalten und Institutionen überlassene Geld kapitalsuchenden Unternehmen in Form von Eigen- oder Fremdkapital zur Verfügung stellen.

Verlassen wir kurz die Sichtweise des Unternehmens, das für seine Investitionen Geld benötigt, also Finanziers sucht, und betrachten die Finanzierungsbeziehung aus der Sicht des potentiellen Finanziers. Auch er sieht, ebenso wie der Unternehmer, eine mehr oder weniger große Zahl an Alternativen, wie er sein überschüssiges Geld seinen Zielen und Bedingungen entsprechend anlegen kann. Neben einer Überlassung an Unternehmen (z.B. über den Kauf neu emittierter Aktien oder Anleihen oder die Beteiligung an einem Windkraftfond) kommen so beispielsweise auch Anlagen in Staatspapieren, in Immobilien, in Edelmetallen oder Kunstgegenständen in Frage – in Abb. 1.3 als Beziehung FH/FI→A gekennzeichnet. Kurz: der Finanzier ist im Grunde nichts anderes als ein Investor und sieht sich den gleichen Fragestellungen wie ein Unternehmen gegenüber, das aus Investitionsmöglichkeiten die beste(n) auszuwählen hat. Ein privater oder institutioneller Finanzier oder ein Finanzintermediär wird also sinnvollerweise grundsätzlich nach den gleichen Prinzipien und mit den gleichen Rechenverfahren prüfen, ob eine bestimmte Form der Kapitalanlage zweckmäßig ist, wie sie für die Prüfung der Vorteilhaftigkeit unternehmerischer Investitionen eingesetzt werden. Finanzierung und Investition erweisen sich damit als „zwei Seiten einer Medaille“: was dem einen (dem kapitalsuchenden Unternehmen) Finanzierung ist, ist dem anderen (dem kapitalgebenden Wirtschaftssubjekt) Investition.

Und doch: bei genauerem Hinsehen zeigen sich nicht unerhebliche Unterschiede zwischen dem Typ direkter Investitionen in reale Güter (Luxuswagen, Maschinen etc.), die wir in unserem Gründerbeispiel beschrieben haben, und einer Finanzinvestition in der Form, dass der Anleger anderen Unternehmen Eigen- oder Fremdkapital zur Verfügung stellt.

*Greifen wir dazu den Faden unserer beiden Gründerinnen wieder auf. Die Gründungsüberlegungen waren so weit gediehen, dass die leistungswirtschaftliche Konzeption des geplanten Unternehmens ausreichend geklärt und in einem – wie man ihn heute gemeinhin nennt – Business Plan beschrieben ist. Darin haben die beiden Gründerinnen die notwendigen Investitionen und die sonstigen Ausgaben geschätzt und die gesamten erwarteten Zahlungsströme in einem Finanzplan zusammengefasst, der die Einnahmen und Ausgaben der nächsten Jahre und den sich ergebenden Finanzierungsbedarf gut erkennen lässt. Frohen Mutes machen sie sich an die Gespräche zur Beschaffung der fehlenden 200.000 €. Sie sprechen bei einem ortsansässigen Kreditinstitut vor, das in regelmäßigen Anzeigen und Fernsehspots dafür wirbt, dass es für Gründer „den Weg frei mache“.*

*Zu ihrer Überraschung beglückwünscht sie der Filialleiter zwar zu ihrem Elan und ihrem Mut, sich in der heutigen Zeit selbständig machen zu wollen, sowie zu der schönen Ausar-*

*beitung im Business Plan, findet aber sonst wenig Begeisterung für ihr Projekt. Er zeigt sich skeptisch gegenüber der Geschäftsidee, merkt kritisch die fehlende kaufmännische Erfahrung der beiden an und knüpft die Vergabe eines Kredits an die Bedingung, entweder den Anteil des Eigenkapitals wesentlich zu erhöhen oder geeignete Sach- oder Personalsicherheiten zu stellen. Da ihm Familie Mustermann durchaus bekannt ist, regt er an, der Vater, ein hoher Beamter, möge doch eine persönliche Bürgschaft übernehmen oder auf die prächtig gelegene, gut erhaltene Familienvilla eine Grundschuld zugunsten der Bank eintragen lassen. Auch bei anderen Banken machen die Gründerinnen ähnliche Erfahrungen.*

*Daraufhin fragt Frau Labelle bei ihrem ehemaligen Kommilitonen Reich an, der aus begüterttem Hause stammt, ob er nicht das fehlende Geld zur Verfügung stellen wolle. Dieser erklärt sich zwar nach Prüfung der Idee grundsätzlich interessiert, fordert aber die hälftige Beteiligung am Gewinn, regelmäßige Einsichtnahme in die Bücher und ein Vetorecht bei allen grundsätzlichen Entscheidungen. Dies wiederum erscheint den beiden Gründerinnen angesichts dessen, dass sie die Geschäftsidee entwickelt haben und die volle Managementleistung übernehmen, unangemessen. Sie sehen auch nicht ein, warum sie sich in die Geschäftsführung hineinreden lassen sollen.*

Auch hier sei das für die finanzwirtschaftliche Funktion Wesentliche verallgemeinert. Reichen die im Unternehmen erwirtschafteten und dem Unternehmen/Unternehmer verfügbaren Finanzmittel zur Deckung der beabsichtigten Ausgaben nicht aus, kann grundsätzlich zusätzliches Geld von Finanziers oder allgemein, vom Finanzmarkt beschafft werden. „Finanzmarkt“ bezeichnet hier die Gesamtheit aller Märkte, auf denen Finanzierungstitel gehandelt werden. Damit wird deutlich, dass die Beziehungen zwischen Unternehmen und Finanziers Marktbeziehungen sind, so unvollkommen diese Märkte teilweise auch sein mögen. Von Unternehmen am Finanzmarkt angebotene Finanzierungstitel verbrieften Ansprüche auf Beteiligung an den künftigen vom Unternehmen erwirtschafteten Überschüssen. Diese können, wie man die letzten Jahre bitter erfahren musste, sehr starken Schwankungen unterliegen. In einem Finanzierungsvertrag werden also künftige unsichere Zahlungsansprüche gegen die Überlassung bestimmter Geldbeträge „heute“ getauscht. Je nach der Vertragsgestaltung sind die Ansprüche der Finanziers mehr oder weniger unsicher. Mit der **Überlassung von Fremdkapital** werden in aller Regel „Festbetragsansprüche“ (D. Schneider 1992, S. 48), d.h. vom Unternehmensgewinn unabhängige Zins- und Tilgungsleistungen, vereinbart. Kann das Unternehmen diese Festbetragsansprüche erfüllen, ist der Fremdkapitalgeber also gar nicht von den Schwankungen der Überschüsse betroffen. Erst wenn das Unternehmen nicht mehr in der Lage ist, die Festbetragsansprüche überhaupt oder fristgerecht zu erfüllen, verbleibt auch bei Fremdkapitalgebern ein Ausfall- oder wenigstens ein Verzugsrisiko.

Den **Eigenkapitalgebern** stehen dagegen üblicherweise nur „Restbetragsansprüche“ zu, also Ansprüche auf den Gewinn nach Zahlung der Zinsen und – bei Liquidation des Unternehmens – Ansprüche auf den Restwert des Unternehmens nach Bedienung der Tilgungsansprüche aller Gläubiger.

Warum war die skeptische Reaktion des Bankers für die Gründerinnen so enttäuschend, aber möglicherweise aus dessen Sicht durchaus gerechtfertigt? Wir müssen davon ausgehen, dass

zwischen dem Unternehmer und den Finanziers ein strukturelles Informationsgefälle herrscht. Beide unterliegen dem Risiko, dass sie die künftige Entwicklung des ökonomischen Umfelds und des Unternehmens falsch einschätzen. Für die Eigentümer kann dies den Verlust des gesamten eingesetzten Kapitals bedeuten. Für die Bank kann daraus das eben beschriebene Risiko des (teilweisen) Ausfalls ihrer Ansprüche schlagend werden.

Die sachliche Nähe zu den Unternehmensgegebenheiten und den Investitionsprojekten führt aber über diese gemeinsame Unsicherheit hinaus zu einem Wissensvorsprung des Unternehmers gegenüber dem Finanzier über die mit den geplanten Investitionen verbundenen Ertragschancen und -risiken. Diese **asymmetrische Informationsverteilung** eröffnet dem Unternehmer Möglichkeiten, vor Vertragsabschluss die Finanziers über bestimmte Eigenschaften der beabsichtigten Investition und/oder der Unternehmerperson im Unklaren zu lassen bzw. falsch zu informieren. Wir reden von verstecktem Wissen (hidden information oder hidden knowledge) und von versteckten Eigenschaften (hidden characteristics). So könnten in einem Anlageprospekt eines geschlossenen Fonds oder in Äußerungen vor einem Börsengang eines jungen Biotech-Unternehmens die Marktchancen weit positiver und die Risiken geringer dargestellt werden, als sie der Unternehmer selbst einschätzt. Zugleich kann der Finanzier meist die fachlichen und unternehmerischen Qualitäten des Unternehmers nicht korrekt einschätzen.

Zusätzlich kann der Unternehmer nach Vertragsabschluss nicht vereinbarungsgemäße Handlungen zu seinem Vorteil und zum Schaden der Finanziers vornehmen, wenn seine Handlungen nicht (vollkommen) beobachtbar sind (hidden action). Damit sind nicht nur die (nicht so häufigen) Fälle echten Betrugs gemeint, in denen der Unternehmer ihm anvertrautes Geld veruntreut. Vielmehr geht es auch darum, dass der Unternehmer nicht die erwartete Arbeitsleistung bringt, weil bzw. wenn er am Zusatzgewinn, der durch seine Mehrarbeit entsteht, nicht oder zu gering beteiligt ist, oder dass er das Geld nicht in der versprochenen Weise verwendet, indem er z.B. vorrangig ihm zugute kommende Annehmlichkeiten (teurer Dienstwagen etc.) bezahlt. Oder er nimmt risikoreichere Investitionen vor als vereinbart, die geeignet sind, bei schlechtem Ausgang den Finanzier zu schädigen. Dieses Risiko wird als **moral hazard** bezeichnet.

Neben das Problem eines Finanziers, ein Investitionsprojekt oder eine Unternehmensidee und die Qualifikation der Unternehmerpersönlichkeit nicht adäquat beurteilen zu können, was gerade bei sehr innovativen Projekten oft der Fall sein wird, tritt also noch das Problem der Vertrauenswürdigkeit des Unternehmers. Dies alles heißt selbstverständlich nicht, dass der Unternehmer tatsächlich das Informationsgefälle zu seinen Gunsten nutzen wird. Allerdings wird der Finanzier ins Kalkül ziehen, dass er grundsätzlich dazu in der Lage wäre.

Zumindest einem rational handelnden und aufgeklärten Finanzier sind diese Risiken aber bewusst. Dies liefert einige Erklärungen, warum unsere Jungunternehmerinnen auf solche Schwierigkeiten der Finanzierung ihres aus ihrer Sicht doch so erfolversprechenden Vorhabens stoßen.

Wenn für die Finanziers gute und schlechte Risiken nicht (leicht) unterscheidbar sind, werden sie geneigt sein, sich dies durch einen generellen Risikozuschlag bzw. Wertabschlag entgelten zu lassen, soweit sie sich überhaupt auf solche Finanzierungsverträge einlassen.

Dies wiederum führt tendenziell zu einem Marktversagen, wenn die „ehrlichen“ Unternehmer (und der einzelne Unternehmer kann sich ja korrekt einschätzen) zur Zahlung eines pauschalen Risikozuschlags oder zur Hinnahme eines Wertabschlags nicht bereit sind und den Markt verlassen. Dies wird als **adverse Selektion** bezeichnet. Übrig bleibt dann, was der Nobelpreisträger Akerlof (1970) für das Beispiel von Gebrauchtwagenmärkten als „Market for lemons“ bezeichnet hat.

Auch aufgeklärte Unternehmer wissen um die Problematik asymmetrischer Information und sind sich im Klaren über das Wissen und die Denkweise von Finanziers aufgrund dieser Schwierigkeiten. Da aber grundsätzlich Investoren wie Finanziers am Zustandekommen von Finanzierungsverträgen interessiert sind, werden beide Seiten den Abbau des Wissensvorsprungs betreiben:

- Als **Screening** werden die Versuche der Finanziers beschrieben, von sich aus aktiv zu werden und die potentiellen Anlageobjekte und die Personen zu durchleuchten, also durch Einschalten von Gutachtern, durch Auskunfteien und durch Instrumente der Finanzanalyse die Beteiligungs- und Kreditwürdigkeit zu prüfen.
- **Signalling** bezeichnet Aktivitäten der Investoren, von sich aus bestimmte Sachverhalte offen zu legen und Nachweise zu führen, die sie als vertrauens- und finanzierungswürdig ausweisen und gegenüber anderen Unternehmen positiv herausheben. Dazu zählen z.B. die Einhaltung bestimmter Bilanzstrukturregeln, der Hinweis langjähriger erfolgreicher und für die Finanziers risikoarmer Geschäftsbeziehungen, Bestätigungen von Wirtschaftsprüfern, Zeugnisse und Bestätigungen renommierter Institutionen, das Angebot von Garantien und Sicherheiten. Verständlicherweise fällt Gründern ein solches Signalling besonders schwer, weil sie meist nicht auf eine erfolgreiche Historie verweisen können.

Zur Absicherung gegen versteckte und unerwünschte Aktionen nach Vertragsabschluss werden die Unternehmen Angebote unterbreiten und die Finanziers Forderungen erheben, die sich auf folgende Aspekte beziehen können:

- korrekte, vom Finanzier oder von Dritten geprüfte oder prüfbare Rechenschaftslegung über vorgenommene Handlungen;
- Einräumung von Informations-, Mitwirkungs- oder Vetorechten oder Eingehen von Selbstbindungsklauseln;
- vorrangige Beteiligung des Investors am Risiko, z.B. durch Einbringung von möglichst hohem Kapital, das im Konkursfall erst nach der Befriedigung anderer Ansprüche bedient wird, und Stellung von Sicherheiten, auf die der Finanzier bei nicht vertragsgemäßer Leistung zurückgreifen kann;
- Einräumung von Kündigungsrechten mit für den Investor „schmerzhaften“ Ausstiegsmodalitäten;
- Gewährung von Zinszuschlägen als Ausgleich für das höhere Risiko.

Damit wird deutlich, dass in Finanzierungsverträgen nicht nur die finanzielle Kompensation für die Überlassung von Geld zu regeln ist, sondern dass sie eine Vielzahl von zusätzlichen Regelungsbestandteilen zur Kompensation übernommener Risiken enthalten. Jeder Markt-

partner strebt dabei die seinen Präferenzen entsprechende Kombination von Vorteilen und Nachteilen an. Die finanzwirtschaftliche Funktion der Kapitalbeschaffung besteht also vorwiegend darin, diese komplexen Finanzmarktbeziehungen im Sinne der Unternehmensziele zu gestalten.

### **Finanzdisposition**

Die Aufgabe der Finanzdisposition knüpft an die Finanzplanung an, die oben beschrieben wurde. Sie wird heute meist – der Mode der Nutzung von Anglizismen folgend – als Cash Management bezeichnet. Teilaufgaben des Cash Management sind

- die Liquiditätsplanung (Erfassung künftiger kurzfristiger Zahlungsbewegungen);
- die Liquiditätsdisposition, verstanden als Entscheidungen über Zahlungszeitpunkte, die Kassenhaltung, die Vornahme kurzfristiger Anlagen bei Liquiditätsüberschüssen und die Beschaffung fehlender Mittel bei Liquiditätsengpässen;
- die effiziente Gestaltung des nationalen und internationalen Zahlungsverkehrs.

In großen Konzernen werden diese Aufgaben oft einem ausgegliederten Cash Coordination Center übertragen, das für den gesamten Unternehmensverbund die Liquiditätsversorgung zentral steuert.

### **Management finanzieller Risiken**

Unternehmerische Betätigung birgt eine Vielzahl von Risiken in sich, die gesetzten Erfolgs- und Finanzziele zu verfehlen. Neben dem allgemeinen Unternehmerrisiko sind hierfür zahlreiche Einzelrisiken in allen funktionalen Bereichen des Unternehmens ursächlich, so z.B. Beschaffungsprobleme von Rohstoffen, Produktionsausfälle durch Streiks oder technische Störungen, Diebstahl und Missbrauch von Computerdaten oder Schadenersatzforderungen wegen schadhafter Produkte.

Die meisten Unternehmensrisiken wirken sich, zumindest indirekt, auf den Finanzbereich aus und schlagen sich dort als Ausfälle oder Verminderungen von Einnahmen, Erhöhung von Ausgaben oder Verschlechterungen der künftigen Finanzierungsbedingungen nieder. Für solche Fälle muss daher finanzielle Vorsorge getroffen werden. Als finanzielle Risiken im engeren Sinn sollen solche Risiken verstanden werden, die ausschließlich oder wenigstens partiell durch originäre finanzwirtschaftliche Entscheidungen ausgelöst werden. Als derartige Risiken sind Forderungsausfälle, Wechselkursschwankungen und Zinsänderungen für Unternehmen von besonderer Bedeutung. Sie können sehr schnell zur Bedrohung der gesamten Unternehmensexistenz werden.

Die Aufgabe des finanziellen Risikomanagements besteht darin, Verfahren zur frühzeitigen Erkennung und zur Messung der (Folgen der) Risiken einzusetzen und geeignete Strategien und Maßnahmen zur Bewältigung dieser Risiken zu planen und im konkreten Fall zu ergreifen.

## Gestaltung der Finanzmarktbeziehungen

Vorhin war die Finanzierungsbeziehung als Marktbeziehung dargestellt worden. Wie Güter- und Leistungsmärkte auch sind die Finanzmarktbeziehungen partiell durch das Unternehmen gestaltbar. Die dafür notwendigen Aktivitäten werden verschiedentlich – in Anlehnung an die Gestaltung der Marktprozesse für Güter und Dienstleistungen – als Finanzmarketing bezeichnet. In der Literatur wie auch in der finanzwirtschaftlichen Praxis wird die Kommunikationspolitik als Instrument der Pflege der Beziehungen zu den Kapitalgebern – als Investor Relations bezeichnet – besonders hervorgehoben. Daneben darf aber die Bedeutung der Finanzmarktforschung, der Produkt- und Konditionengestaltung sowie der Distributionspolitik im Rahmen des Finanzmarketings nicht unterschätzt werden. Kleine und mittlere Unternehmen neigen häufig zu der Meinung, die Gestaltung der Finanzmarktbeziehungen sei ausschließlich für (börsennotierte) Großunternehmen möglich und nötig. Dies ist ein Missverständnis, denn zumindest die Kommunikation mit den Kapitalgebern ist auch für mittelständische Unternehmen zur Sicherung von günstigen Finanzierungsquellen essentiell.

## 1.3 Finanzwirtschaftliche Ziele

Die beschriebenen Finanzierungsaufgaben sind im Sinne der Finanzierungsziele des Unternehmens zu erfüllen. Finanzierungsziele geben an, zu welchem Zweck und in wessen Interesse die Zahlungsströme zu gestalten und zu steuern sind. Finanzierungsziele stehen und entstehen dabei nicht isoliert, sondern müssen sich aus den allgemeinen Unternehmenszielen ableiten. Diese werden bei einem privatwirtschaftlich geführten Unternehmen in marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystemen weitgehend durch die Eigentümerziele bestimmt.

### Rentabilität

Was erwarten Eigentümer, wenn sie ihr Geld in einem Unternehmen einsetzen? Wir wollen einmal nicht-finanzielle Zielsetzungen wie Freude an der Selbständigkeit (wie bei unseren Gründerinnen) oder Macht, Einfluss und Prestige, die durchaus eine erhebliche Rolle spielen können, vernachlässigen. Die finanziellen Zielsetzungen von Eigentümern richten sich darauf, für den Einsatz des Geldes (und das Eingehen von Risiken, das eingesetzte Geld zu verlieren) eine möglichst hohe Kompensation in Form eines ihnen zufließenden Zahlungsstroms zu erhalten. Bei mehreren Alternativen ist der Zahlungsstrom zu wählen, der dem Anleger den höchsten Nutzen bringt. Wir möchten uns hier die Diskussion um die Messung des Nutzens ersparen, den ein Eigentümer aus einem Zahlungsstrom ziehen kann. Ebenso ist plausibel, dass einzelne Eigentümer und Eigentümergruppen Zahlungsströmen durchaus unterschiedlichen Nutzen zuordnen, also bei mehreren Eigentümern das finanzielle Ziel nicht eindeutig definiert werden kann. Vereinfacht wollen wir es daher so fassen: Insgesamt muss der erwartete Zahlungsstrom eine durchschnittliche Rendite auf den eingesetzten Betrag erbringen, die mindestens so hoch ist wie bei einer anderen, im Risiko vergleichbaren Kapitalanlage.