

Veröffentlicht in  
[www.RiskNET.de](http://www.RiskNET.de)

05.06.2007

„Überschätzte Kapitalkosten  
- Unterlassene Investitionen“

S. 1-2

Mit freundlicher Genehmigung von  
RiskNET - The Risk Management Network, Freiburg

<http://www.risknet.de/RiskNET-Kolumne-2007.328.0.html>

RiskNET - The Risk Management Network  
Tomorrow's Risk Management Knowledge Today

[-> Seite ausdrucken](#)[Fenster schliessen](#)

Internet: [www.risknet.de](http://www.risknet.de)  
E-Mail: [office@risknet.de](mailto:office@risknet.de)

**Autor: Dr. Werner Gleißner**

### **Überschätzte Kapitalkosten – unterlassene Investitionen**

Bei der Bewertung von Investitionen werden häufig erwartete Renditen in einer Bandbreite von 10 bis 15 Prozent als Mindestanforderungen genannt. Derartige Kapitalkostensätze sind jedoch oft wesentlich zu hoch. Man muss deshalb befürchten, dass deutsche Unternehmen wichtige Investitionen unterlassen, die sich positiv auf den Unternehmenswert, die Gewinne und die Anzahl der Mitarbeiter auswirken würden. Die negativen Folgen zeigen sich bei der Beschäftigung und internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Hauptgründe für die Fehleinschätzung lassen sich an drei Stellen finden:

1. in der Nutzung historischer Eigenkapitalrenditen für die Kapitalkostenberechnung,
2. der fehlenden Berücksichtigung von Insolvenzen bei den Fremdkapitalkosten und
3. einer falschen Einschätzung des Risikoumfangs.

#### **1. Historische Aktienrenditen nicht repräsentativ für die Zukunft**

Der Eigenkapitalkostensatz wird meist abgeleitet aus der Rendite, die eine Investition in ein Aktienportfolio erbracht hätte. Je nach exakter Abgrenzung des Betrachtungszeitraums, zum Beispiel in den letzten 25 Jahren, erhält man so durchaus Werte von 12 bis 15 Prozent. Die an der fundamentalen Gewinnentwicklung gemessenen zu hohen Renditen aus einer Aktienanlage (Kursgewinne und Dividenden) resultieren im Wesentlichen aus einem Anstieg des Bewertungsniveaus – in den letzten zwanzig Jahren insbesondere infolge sinkender Inflationsraten und Kapitalmarktzinsen. Für eine heute zu beurteilende Investition sind jedoch die zukünftig zu erwartenden Renditen eines Aktienportfolios – wie des DAX oder des MSCI World – als Vergleichsmaßstab relevant (Opportunitätskosten).



Eine realistische Schätzung der Eigenkapitalkosten erhält man, wenn man die Dividendenrendite von Aktien, die erwartete Inflationsrate und das reale Wirtschaftswachstum addiert, wobei das Dividendenwachstum langfristig sogar niedriger als das Wirtschaftswachstum ist. Auf diese Weise errechnen sich erwartete Aktienrenditen in Höhe von etwa nominal 8 Prozent, real 5 bis 6 Prozent.

#### **2. Insolvenzen nicht berücksichtigt**

Für die Berechnung der Kapitalkosten sind nicht die vertraglichen Fremdkapitalzinsen maßgeblich, sondern die erwartete Rendite der Fremdkapitalgeber. Die vertraglichen Fremdkapitalzinssätze werden immer über den bewertungsrelevanten Fremdkapitalkosten liegen, weil die Möglichkeit besteht, dass ein Unternehmen bei einer Insolvenz gar nicht oder nur unvollständig zahlt.

Bei einem mittelstandsüblichen Rating von „BB“, beträgt die Ausfallwahrscheinlichkeit rund 2 Prozent. Sie müsste für eine verbesserte Abschätzung der Fremdkapitalkosten - unter Berücksichtigung von Sicherheiten - von den vertraglichen Fremdkapitalzinsen abgezogen werden.

#### **3. Überschätztes Risiko wegen Schwächen bei der Risikoanalyse und Risikoaggregation**

Noch immer wenden viele Unternehmen den durchschnittlichen Kapitalkostensatz eines Unternehmens für die Bewertung aller Investitionen und Projekte an, was zu Fehlbewertungen führt: die Risiken und die von ihnen abhängige Kapitalkosten unterscheiden sich natürlich. Gerade vergleichsweise risikoarme Projekte und Investitionen würden folglich nicht realisiert, wenn man durchschnittliche Kapitalkosten zugrunde legt. Erforderlich ist hier eine investitionsspezifische Berechnung von Risikoumfang und damit Kapitalkostensatz.

Bei der Bewertung von Sachinvestitionen, bei der keine adäquaten Kapitalmarktdaten zur Verfügung stehen, ist es sinnvoll, den Kapitalkostensatz konsistent aus den Daten und dem Risikoprofil der Investitionsrechnung abzuleiten (Risikoanalyse). Im „Worst-Case-Szenario“ kann durch eine Szenariorechnung der Planung einfach ermittelt werden, wie hoch hier die risikobedingten Verluste sind. Eine präzisere Abschätzung erfordert eine Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation, siehe Gleißner/Romeike, 2005). Die möglichen Verluste entsprechen dem „Eigenkapitalbedarf“ (Value-at-Risk) als Maß für alle nicht diversifizierten Risiken. Bei einer (einperiodigen) Investition mit einem Volumen von 10 Millionen Euro, die maximal 3 Millionen Euro Verlust zur Folge haben kann, und deswegen mit bis zu 7 Millionen Euro Fremdkapital finanziert werden kann, ergeben sich damit (bei 8 Prozent Eigenkapitalkosten, 4 Prozent Fremdkapitalkosten und Vernachlässigung von Steuern) folgende Gesamtkapitalkosten als Mindestanforderung an die erwartete Rendite:

**Man sieht: Mehr Risiko erfordert mehr teures Eigenkapital mit der Konsequenz höherer Kapitalkostensätzen, also Mindestanforderungen an die erwartete Rendite.**

Aus den genannten Problemen, ergeben sich erhebliche Fehleinschätzungen der Anforderungen an die erwartete Rendite von Investitionen.

Je nach Risikogehalt (Eigenkapitalbedarf) dürften im Mittel Kapitalkostensätze für die Beurteilung einer Investition in einer Größenordnung von 6 Prozent angemessen sein. Nur unter besonderen Bedingungen lassen sich deutlich höhere Kapitalkostensätze rechtfertigen. Das könnten zum Beispiel rationiertes Eigenkapital bei sehr guten Investitionsmöglichkeiten oder hohe nicht diversifizierbare Risiken eines mittelständischen Unternehmers sein.

Im Allgemeinen ist daher davon auszugehen, dass durch unrealistisch hohe Anforderungen an die Rendite eine Vielzahl an sich wertsteigernden Investitionen unterbleibt. Dies beeinträchtigt das Unternehmenswachstum, die Wertentwicklung und ist auf volkswirtschaftlicher Ebene für die Investitionsschwäche der Wirtschaft mit verantwortlich.

### Literaturverzeichnis

Gleißner W. (2004), Future Value - 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung, Gabler Verlag.

Gleißner W. (2005), Kapitalkostensätze: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: Finanz Betrieb, Heft 4, S. 217-229.

Gleißner W. (2006), Kapitalkostengerechte Kapitalkostensätze als Werttreiber bei Investitionen, in: ZfCI, Heft 4, S. 1-7.

Gleißner W. / Romeike F. (2005), Risikomanagement - Umsetzung, Werkzeuge, Risikobewertung, Haufe Verlag.

### Zum Autor:

Dr. Werner Gleißner ist Geschäftsführer der RMCE RiskCon GmbH sowie Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen,

Kontakt: [w.gleissner@rmce.de](mailto:w.gleissner@rmce.de)

[Bildquelle: Photocase]

