

Veröffentlicht in

FINANCE

September/2006

„Zu hoher Einsatz -
Unternehmen kalkulieren mit zu hohen Renditeanforderungen“

S. 24-26

Mit freundlicher Genehmigung der
FINANCE-Redaktion, F.A.Z.-Institut Frankfurt am Main
(www.faz-institut.de)



Foto: iStock

FINANZIERUNG

Zu hoher Einsatz

Unternehmen kalkulieren mit zu hohen Renditeanforderungen

Deutsche Unternehmen unterlassen häufig sinnvolle Investitionen, weil sie mit unrealistisch hohen Kapitalkosten rechnen. Ein häufiger Fehler ist die Fortschreibung zu hoher historischer Renditen in die Zukunft. Wie können realistischere Werte berechnet werden?

Von Dr. Werner Gleißner

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.

Das hat negative Folgen für die Beschäftigung und die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Hauptgründe für die Fehleinschätzung lassen sich an drei Stellen finden: in der Nutzung historischer Eigenkapitalrenditen, der fehlenden Berücksichtigung von Insolvenzen bei den Fremdkapitalkosten und einer falschen Einschätzung des Risikoumfangs.

Historie führt in die Irre

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. 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. Und diese Werte liegen deutlich niedriger. Die systematische Überschätzung der

Eigenkapitalkosten bei Verwendung historischer Aktienrenditen der letzten 20 – bis sogar 50 – Jahre ist schon seit langem als „Equity Premium Puzzle“ bekannt.

Die gemessen an der fundamentalen Gewinnentwicklung der Unternehmen 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.

Realistische Schätzung

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 8 Prozent, real 5 bis 6 Prozent. Das entspricht auch in etwa denjenigen Renditen, die auf sehr lange Sicht – 100 Jahre und mehr – tatsächlich an den Börsen zu erwirtschaften waren.

Insolvenzen nicht berücksichtigt

Die Ermittlung der Fremdkapitalkosten erscheint besonders einfach, weil die vertraglich vereinbarten Fremdkapitalzinssätze der Kreditzinsen oder die Renditen von Anleihen bekannt sind. Für die Berechnung der Kapitalkosten sind jedoch nicht die vertraglichen Fremdkapitalzinsen maßgeblich, sondern die erwartete Rendite der Fremdkapitalgeber.

Das Problem: die vertraglichen Fremdkapitalzinssätze werden immer über den tatsächlichen Fremdkapitalkosten liegen, weil die Möglichkeit besteht, dass ein Unternehmen bei einer Insolvenz gar nicht oder nur unvollständig zahlt.



Dr. Werner Gleißner ist Vorstand Future-Value Group AG und Geschäftsführer RMCE RiskCon GmbH in Leinfelden-

Echterdingen.

kontakt@futurevalue.de

Die Differenz zwischen den beiden Werten ist abhängig von der Ausfallwahrscheinlichkeit, also dem Rating eines Unternehmens. Bei einem mittelständischen 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. Nur so kann man die Fremdkapitalkostensätze →

ANZEIGE

Shared Services Woche Berlin 2006

Qualität - Kundenorientierung - Prozessautomatisierung - Workforce Planning - Innovative Steuerungsmodelle für HR & Finance

14. - 16. November 2006

Kempinski Hotel Bristol Berlin

- über 50 Experten
- 34 Top Unternehmen
- 6 parallele Vortragsreihen
- 4 Workshops + 1 Site Visit

Highlights u.a.:

- Schaffen Sie ein **Wertschöpfungscenter** mit standardisierten und automatisierten Prozessen
- Diskutieren Sie, wie Sie Ihre Prozesse gestalten und Standorte auswählen unter **Off Shoring** versus **On Shoring** Aspekten
- Steigern Sie die **Serviceorientierung**, **Wirtschaftlichkeit** und **Qualität** innerhalb des SSC's der 2. Generation und diskutieren Sie die Bedeutung von **Six Sigma** innerhalb des SSC
- Modellieren Sie **vollautomatisierte Prozesse** und wählen Sie den richtigen **Technologie Mix** (ESS, MSS, Automatisierte Auskunft, CRM, Kiosksysteme) für ein florierendes SSC aus

Profitieren und Lernen Sie von den Erfahrungen führender Unternehmen und Institutionen:

Dresdner Bank AG ■ Commerzbank AG ■ MAN Nutzfahrzeuge AG ■ BASF Services Europe GmbH ■ Henkel Financial Services AG ■ Linde AG ■ Deutsche Lufthansa AG ■ Philips European Accounting Services Lodz ■ Deutsche Telekom AG ■ Basell Polyolefins ■ Ernst & Young WPG AG ■ Pharma Allergan GmbH ■ Siemens AG ■ FH Wiesbaden ■ Hewlett-Packard GmbH ■ BASF AG ■ T-Systems Enterprise Services GmbH ■ Dell ■ Motorola GmbH/Ltd. ■ RAG Service GmbH ■ T-Mobile GmbH ■ Morgan Chambers PLC ■ Deutsche Post World Net ■ FHTW Berlin ■ IOS GmbH ■ Accenture GmbH ■ PA Consulting Group ■ Cromwell Business Resultancy AG ■ SAP ■ TOSHIBA EUROPE GmbH ■ HeidelbergCement Shared Services GmbH ■ Ford Werke GmbH ■ HypoVereinsbank AG ■ PricewaterhouseCoopers AG

+++ www.sharedserviceswoche.de +++ www.sharedserviceswoche.de +++

richtig berechnen und danach eine zutreffende Investitionsbewertung vornehmen.

Überschätztes Risiko

Noch immer wenden viele Unternehmen den durchschnittlichen Kapitalkostensatz eines Unternehmens für die Bewertung aller Investitionen und Projekte an, was zu Fehlbewertungen führt: Risiken unterscheiden sich natürlich. Gerade vergleichsweise risikoarme Projekte und Investitionen würden folglich nicht realisiert, wenn man durchschnittliche Kapitalkosten zugrunde legt. Erforderlich ist hier eine investitionspezifische 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. Im „Worst-Case-Szenario“ kann durch eine Simulationsplanung einfach ermittelt werden, wie hoch die risikobedingten Verluste sind. 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:

$$k_{WACC} = 8\% \frac{3 \text{ Mio.}}{10 \text{ Mio.}} + 5\% \frac{10 \text{ Mio.} - 3 \text{ Mio.}}{10 \text{ Mio.}} = 5,9\%$$

(Risikoadjustiert)

Höheres Risiko, höhere Rendite

Das zentrale Grundprinzip jeder rationalen betriebswirtschaftlichen Entscheidung lautet: Höhere Risiken erfordern höhere erwartete Renditen. Risiken sind mögliche Planabweichungen infolge auftretender Planungsunsicherheit. Der Risikoumfang einer Investition kann mit einer Kennzahl, einem so genannten Risikomaß, ausgedrückt werden. Übliche Risikomaße sind die Standardabweichung, der BETA-Faktor des Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM), der Value-at-Risk oder der Eigenkapitalbedarf, der den möglichen Umfang risikobedingter Verluste beschreibt.

Zum Vergleich von Risikoumfang und erwarteten Renditen wird das Risikomaß zur Berechnung so genannter „Kapitalkostensätze“ (Diskontierungszinssätze) genutzt. Diese drücken die erforderliche Mindestrendite aus, die bei einem bestimmten Risikoniveau erforderlich ist. Sie ermöglichen den Vergleich der zu beurteilenden Investitionen mit einer risikoäquivalenten Alternative am Kapitalmarkt.

Die korrekte Berechnung der Kapitalkosten ist damit notwendig, um genau diejenigen Investitionen durchzuführen, die den Wert eines Unternehmens steigern. Die Kapitalkosten einer Investition im Volumen von CE (Capital Employed) setzen sich aus den Kosten des für die Finanzierung erforderlichen Fremdkapitals (FK) und Eigenkapitals (EK) zusammen. Die Gesamtkapitalkosten (kWACC) lassen sich

in einem vollkommenen Kapitalmarkt nach folgender Gleichung bestimmen, wenn man Steuern vernachlässigt:

$$k_{WACC} = k_{EK} \frac{EK^M}{EK^M + FK^M} + k_{FK} \frac{FK^M}{EK^M + FK^M}$$

kFK sind die Fremdkapitalkosten und kEK die Eigenkapitalkosten. Letztere werden oft aus historischen Aktienrenditen mittels CAPM berechnet, also in Abhängigkeit des Beta-Faktors als Maß für das systematische (unternehmensübergreifende) Risiko. Die „kritischen Parameter“ sind die „Markttrisikoprämie“ ($r_p = k_{EK} - r_o$), also die Mehrrendite von Eigenkapital gegenüber einer risikolosen Anlage mit Rendite r_o (wie Bundesanleihen), der Fremdkapitalkostensatz (kFK) und das Maß für den Risikoumfang, also beispielsweise der BETA-Faktor des CAPM oder der Eigenkapitalbedarf. Bei einem unvollkommenen Kapitalmarkt sind die Kapitalkosten einer (nicht börsennotierten) Sachinvestition vom „Eigenkapitalbedarf“ (Value-at-Risk) als Risikomaß (EKB) abhängig. Ein höherer Bedarf an teurem (Risiko tragendem) Eigenkapital erhöht dabei tendenziell die Gesamtkapitalkosten.

$$k_{WACC} \text{ (Risikoadjustiert)} = k_{EK} \frac{EKB}{CE} + k_{FK} \frac{CE - EKB}{CE}$$

Falsche Renditeanforderungen

Durch die Überschätzung der zukünftig zu erwartenden Renditen aus Aktienanlagen, die fehlende Bereinigung der Fremdkapitalkosten um die Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) und durch eine einheitliche und undifferenzierte Erfassung des Risikoumfangs von Investitionsprojekten 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. Selbst bei einer vollständig durch Eigenkapital finanzierten Investition, deren Risikoumfang einer Anlage in einem Aktienportfolio entspricht, ist eine erwartete Rendite von mehr als 8 Prozent bereits ausreichend.

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