



Kapitalkosten (wieder einmal) völlig unterschätzt?

Die Bedeutung von Kapitalstruktur und Kapitalkosten für die strategische Unternehmenssteuerung

von Marcus Middelmann und Stefan Heppelmann

Sonderkonjunktur, sprudelnde Cash Flows und üppige Liquidität sind normalerweise Anlass für Investitionen und Wachstum. Auch scheint die Aufnahme von „billigem“ Fremdkapital wieder deutlich einfacher zu sein. Und schließlich lassen sich durch Sonderdividenden und Aktienrückkäufe die Eigenkapitalrenditen zusätzlich hochhebeln. Aber was wäre der Preis solchen Handelns?

Sei es die Nachwirkung der letzten Krise oder der nüchterne Blick in die Zukunft: Auf jeden Fall sind viele CEOs und CFOs derzeit offenbar vorsichtig und reizen ihre wiedergewonnenen Finanzierungsspielräume kaum aus. Manche gehen gar so weit, auch jetzt noch das Fremdkapital weiter zurückzuführen und den Eigenkapitalanteil zu erhöhen. Die Ursache der Zurückhaltung dürfte in der Erwartung vieler Firmenlenker liegen, Kapital könne schon bald wieder ein knappes und mehr denn je strategisch relevantes Gut werden. Nach gängiger Lehre muss diese Erhöhung des Eigenkapitalanteils aber unweigerlich zu einer Erhöhung der Kapitalkosten führen. Oder etwa nicht?

Die Antwort auf diese Frage ist maßgebend für die finanzielle Steuerung des Unternehmens, und zwar sowohl für die Finanzierung als auch für die interne Allokation des Kapitals. Die folgenden zentralen Erkenntnisse gilt es dabei zu berücksichtigen:

1. Kapital wird schon bald wieder knapp und teuer werden
2. Der durchschnittliche Kapitalkostensatz ist für eine optimale Steuerung nicht geeignet
3. Risiko und Fristigkeit der Aktiva bestimmen die Kapitalkosten
4. Die Steuerung des Portfolios erfordert den Ansatz differenzierter und dynamischer Kapitalkosten
5. Die Kapitalstruktur wird unter Berücksichtigung größtmöglicher strategischer Flexibilität optimiert

CEOs und CFOs sollten die momentan ruhige Phase an den Kapitalmärkten nutzen und sich ein umfassendes Bild über die spezifischen und risikoadjustierten Kapitalkosten ihrer Geschäftsaktivitäten und einzelner Aktiva machen. Der Nutzen mag heute noch nicht offensichtlich sein. Aber wer jetzt die Weichen richtig stellt, wird die Früchte in der nächsten Phase knappen Kapitals mit Sicherheit ernten.

1. Kapital wird schon bald wieder knapp und teuer werden

Die gefühlte Distanz zur Finanz- und Wirtschaftskrise wächst – zumindest aus deutscher Perspektive – zusehends. Der ehemals im europäischen Vergleich lahmen deutschen Volkswirtschaft wird mittlerweile die Rolle der Konjunkturlokomotive zugeschrieben. Dennoch ist die aktuelle finanz- und realwirtschaftliche Situation weiterhin von Licht und Schatten geprägt.

Die Optimisten betonen vor allem zwei Entwicklungen: eine sich stabilisierende Binnennachfrage und weiterhin lebhaft exportaktive Aktivitäten. Aber wer über den Tellerrand der Bundesrepublik hinausschaut, dem ergibt sich ein eher gemischtes Bild.

Auf dem Radar der deutschen Wirtschaft und ihrer Unternehmen ist raues Fahrwasser erkennbar: Spannungen im internationalen Währungsgefüge, Konjunkturschwankungen und Inflationsrisiken, auf globaler Ebene eine hohe öffentliche und privatwirtschaftliche Verschuldung sowie Vermögensverluste aus der Finanzkrise, eine angeschlagene US-Wirtschaft, Konsolidierungspolitik im europäischen Wirtschaftsraum, Reformen der Finanzmarktarchitektur und eine unsichere Bankenregulierung zeichnen ein nicht gerade stabiles und vertrauenserweckendes Bild.

In diesem volatilen Umfeld besteht weiterhin eine enorme Kapitalnachfrage deutscher Unternehmen. Eine historisch hohe Kapitalintensität, aktuelle Kapazitätsengpässe und der stetige Investitionsbedarf zur Sicherung der Wettbewerbs- und Innovationsfähigkeit sind die Hauptgründe dafür. Doch es gibt einige limitierende Faktoren, die dafür sorgen, dass dieser Bedarf nicht problemlos gestillt wird: der enorme Kapitalbedarf in den Schwellenländern, die weiterhin geringe Risikobereitschaft internationaler Kapitalanleger, erneute Rückschläge auf den Finanzmärkten, demografisch bedingt abnehmende Sparquoten, weiterer Abschreibungsbedarf bei Bankbilanzen, höhere Leit- oder Nominalzinsen, drastische Risikoaufschläge für hohe Verschuldung, neue Eigenkapitalregeln nach Basel III und deutlich verschärfte Kreditvergabestandards sorgen dafür, dass Kapital auch zukünftig ein äußerst knappes Gut sein wird.

Vorwärts gerichtet muss dies zu einem Paradigmenwechsel in der finanziellen Unternehmenssteuerung führen. Die erfolgreiche Navigation des Kapitals im Unternehmen wird zukünftig darüber entscheiden, wer im Kampf um das knappe Gut die Nase vorn hat. Dazu ist eine differenzierte und dynamische Betrachtung von Kapitalkosten der Aktiva erforderlich. Und es müssen die richtigen Rückschlüsse auf die optimale Kapitalstruktur und die am besten geeigneten Finanzierungsquellen gezogen werden.

2. Der durchschnittliche Kapitalkostensatz ist für eine optimale Steuerung nicht geeignet

Kapitalkosten werden verwendet, um den Wertbeitrag von Geschäftsbereichen, Länderportfolien oder einzelner Assets und Investitionsszenarien adäquat ermitteln zu können. Der Verzinsungsanspruch der Investoren richtet sich nach dem spezifischen Risiko der Assets bzw. Aktivitäten und wird in der Höhe des Kapitalkostensatzes berücksichtigt. Die Verwendung eines einheitlichen Kapitalkostensatzes (WACC = „Weighted Average Cost of Capital“) reicht im Rahmen der Unternehmensteuerung nicht aus. Nur eine differenziertere Betrachtung der jeweiligen Kapitalkosten über den Anlage- bzw. Investitionszeitraum lässt eine exakte Bewertung unterschiedlicher Bereiche und Aktivitäten zu.

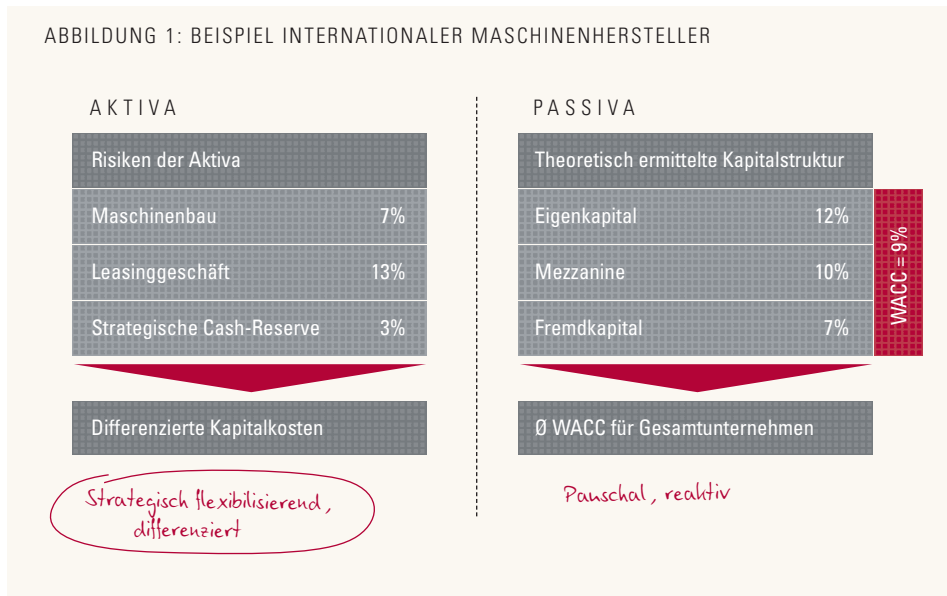
Eine entsprechend differenzierte Betrachtung erfordert den Blick auf die Aktivseite der Bilanz. Anders gesagt, weil das Finanzierungsobjekt immer das Gesamtunternehmen ist – mit Ausnahme von z.B. Projekt- / Objektfinanzierungen – führt die Betrachtung der Kapitalkosten von der Finanzierungsseite zu einem undifferenzierten und reaktiven WACC, welcher nicht die spezifischen und dynamischen Risiken des Geschäftsportfolios berücksichtigt.

Auch dem Umgang mit strategischen Liquiditätsreserven wird ein einheitlicher Kapitalkostensatz nicht gerecht. Grundsätzlich bedeuten höhere Reserven an liquiden Mitteln auch eine höhere Flexibilität des Unternehmens hinsichtlich der Finanzierung. Der WACC verursacht aber in diesem Zusammenhang Fehlanreize bzw. zwingt Manager dazu, Cash möglichst schnell loszuwerden oder zu investieren, da sich mit Cash nie eine Rendite in Höhe des WACCs erzielen lässt.

So führt die Anwendung eines einheitlichen WACCs in der Praxis dazu, dass suboptimale Kapitalallokationsentscheidungen getroffen werden. Außerdem führt ein zu hoher Investitionsdruck dazu, dass liquide Mittel den Aktionären über Dividenden oder Aktienrückkäufe zufließen, was aber wiederum die strategische Flexibilität reduziert. Studien für Nicht-Finanzinstitute im S&P 500 haben gezeigt, dass eine Thesaurierung den Wert des Unternehmens gegenüber einem Aktienrückkauf überproportional steigern kann. Eine Ausschüttung kann demnach nicht grundsätzlich im Sinne des langfristig denkenden Aktionärs sein.

Für die Portfolio- und Unternehmenssteuerung bedeutet dies ein komplettes Umdenken. Unternehmen müssen die Risiken und Kapitalkosten des Geschäftsportfolios verstehen und über die Finanzierung deren effektive Deckung sicherstellen. Denn es ist nicht die gegebene Kapitalstruktur, welche die Kapitalkosten bestimmt, sondern umgekehrt bestimmt das Risiko der Assets die Kapitalkosten und entsprechend auch die (optimale) Kapitalstruktur.

ABBILDUNG 1: BEISPIEL INTERNATIONALER MASCHINENHERSTELLER



Somit wird eine fundierte Unternehmens- und Portfoliosteuerung über die aktivseitig ermittelten Kapitalkosten auf Ebene der jeweiligen Geschäftseinheiten und Anlageklassen ermöglicht. Innerhalb dieser Einheiten wird der jeweils spezifische Kapitalkostensatz zur Steuerung der bereits etablierten operativen Geschäftsaktivitäten genutzt. Durch diese Vorgehensweise werden falsche Entscheidungen aufgrund eines ineffizienten internen Kapitalmarktes verhindert, ohne dass die Komplexität in der Steuerung des operativen Geschäftes erhöht werden muss.

Grundsätzlich ändern sich im Bezug auf die Mittelzuteilung drei fundamentale Mechanismen: (a) Wert vernichtende Quersubventionen werden vermieden, denn alle Geschäftsaktivitäten erhalten die risikoadjustierten Kapitalkosten, (b) knappes Kapital wird bei Portfolio- und Investitionsentscheidungen dynamisch priorisiert und (c) die Finanzierungsstruktur wird durch die aktivseitige Betrachtung der Risiken und unter Berücksichtigung von Ratinganforderungen und Finanzierungsquellen bezüglich Fristigkeit und Flexibilität optimal aufgestellt.

3. Risiko und Fristigkeit der Aktiva bestimmen die Kapitalkosten

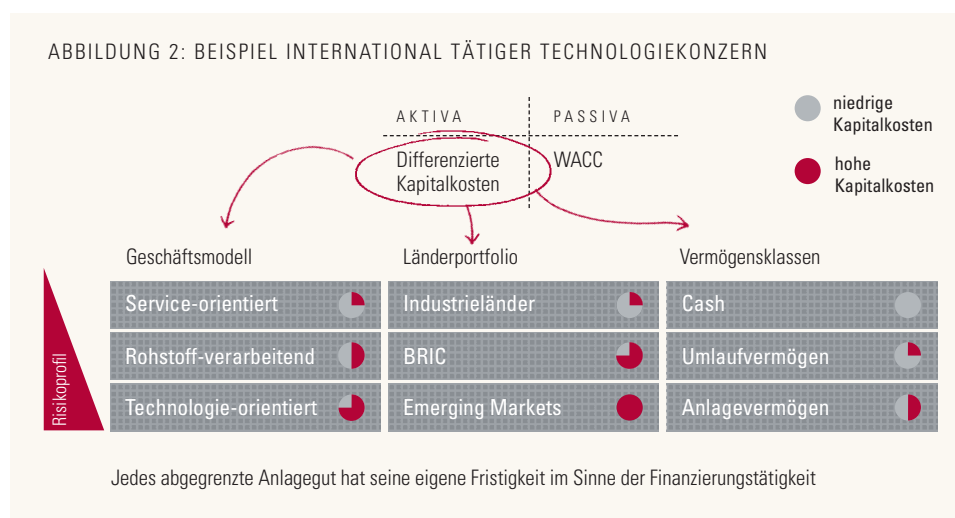
Unternehmens- und Portfolio-Steuerung strebt nach der Optimierung von Risiko-Rendite-Profilen. Genau wie die Renditen der verschiedenen Aktiva eines Unternehmens transparent sind, müssen es die Risiken auch sein. Die Mehrheit der Unternehmen ist in der Lage, die Rendite-Kennzahlen – in mehr oder weniger guter Qualität – zu bestimmen. Bei der systematischen Bestimmung der spezifischen Risikokapitalkosten sieht dies anders aus: Diese werden entweder nicht differenziert betrachtet oder gleich komplett ignoriert.

Der Grad der Heterogenität unterschiedlicher Aktiva erfordert eine im gleichen Maß differenzierte Betrachtung dieser Risikokapitalkosten. Dies gilt vor allem für die operativen Aktiva (inklusive Beteiligungen) bei denen – anders als bei den finanziellen Aktiva – sich die Risikokapitalkosten nicht direkt bestimmen lassen. Dennoch sind die Differenzierungsmerkmale vielfältig.

Auf den ersten Blick wird ersichtlich, dass sich die spezifischen Risikokapitalkosten unterschiedlicher Geschäftsmodelle von technologieorientiert über rohstoffverarbeitend bis hin zum Servicegeschäft maßgeblich unterscheiden. Technologieorientiert bedeutet dabei: F&E intensiv, technologischem Wandel ausgesetzt, hohe Ergebnisvolatilität – in Summe ein „high-risk“ Geschäftsmodell. Anlagenintensive Modelle wie im Bereich Rohstoffe sind kapitalzehrend, konjunkturabhängig und haben lange Amortisationszeiten. Das Servicegeschäft hingegen ist dank stabiler Cash-Flows oftmals weitgehend konjunkturunabhängig, krisenresistent und damit vergleichsweise risikoarm.

Auch das Länderportfolio spielt eine Rolle. Die volkswirtschaftliche Gesamtsituation und damit die länderspezifischen Risiken unterscheiden sich wesentlich zwischen Industrie- und BRIC-Staaten und weiteren Emerging Markets. Gerade bei der Betrachtung der Engagements in Emerging Markets dürfen Diversifizierungseffekte im Portfolio nicht vernachlässigt werden, um Investitionen nicht zu verhindern. Die Notwendigkeit einer spezifischen Betrachtung hinsichtlich des WACC liegt auf der Hand.

Selbst die Betrachtung von Anlagevermögen, Umlaufvermögen und liquiden Mitteln ist von Bedeutung. Anlageinvestitionen in z.B. Flugzeugturbinen haben eine Fristigkeit von 20 Jahren und mehr, kosten bis zu einer Milliarde und beinhalten damit ein enormes Geschäftsrisiko. Umlaufvermögen ist z.B. mit einem BBB+ Kreditrisiko von im Durchschnitt 60-90 Tagen vergleichbar. Liquide Mittel hingegen sind an sich betrachtet risikolos. Erst ein Mangel erhöht das Gesamtrisiko bzw. ein Überfluss wird von den Kapitalgebern abgestraft.



Die Risiko-Rendite-Profile ermöglichen die Priorisierung der Aktiva für die Mittelzuteilung und sie fließen als zusätzliche Messgröße in die Unternehmens- und Portfolio-Steuerung ein. Ebenso werden Rückschlüsse auf die Kapitalstruktur gezogen, um diese in Bezug auf Finanzierungsquellen, Leverage und Fristigkeit zu optimieren und somit strategische Flexibilität und Agilität für das Unternehmen zu sichern. Nachfolgend wird die Relevanz dieses differenzierten und dynamischen Ansatzes verdeutlicht. Die Auswirkungen auf die Entscheidungsfindung für CEOs und CFOs sind fundamental.

4. Die Steuerung des Portfolios erfordert den Ansatz differenzierter und dynamischer Kapitalkosten

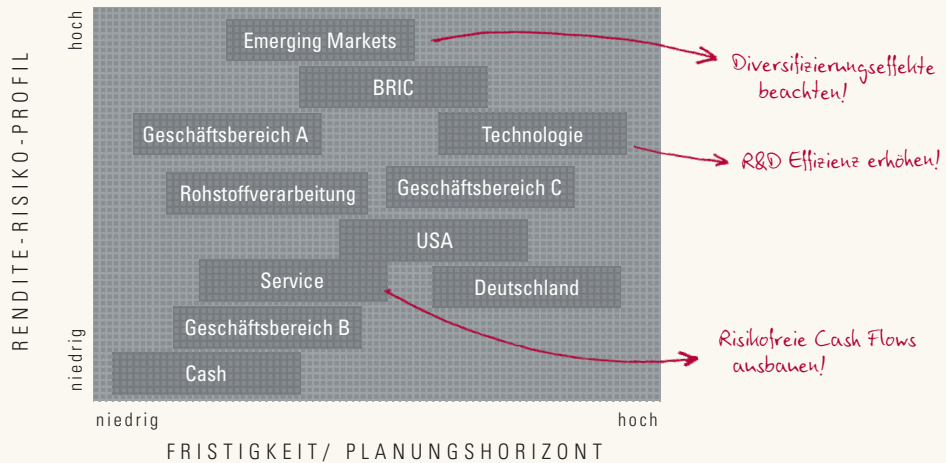
Da Kapital in einem Unternehmen immer knapp ist, obliegt es der Geschäftsführung dafür zu sorgen, dass es dort eingesetzt wird, wo es langfristig den größtmöglichen Mehrwert liefert. Dies kann nur über eine Top-down Steuerung sichergestellt werden. Je größer das Unternehmen ist, desto mehr gilt: Der Vorstand muss wie ein strategischer Investor agieren und Wächter über die kostbare Ressource Kapital sein. Sämtliche Portfolio- und Investitionsmöglichkeiten müssen anhand ihres Risiko-Rendite-Profils erfasst und bewertet werden. Mit Hilfe dieser Werte lässt sich dann unter Berücksichtigung der verfügbaren Ressourcen ein den Wert des Unternehmens maximierendes Zielportfolio ermitteln. Die Allokation der Kapitalressourcen muss stets der Optimierung dieses Zielportfolios dienen.

Grundsätzlich werden die Aktiva danach bewertet, ob der erwirtschaftete Ertrag ausreicht, um die dafür erforderlichen durchschnittlichen Kapitalkosten zu decken. Im Rahmen des Portfoliomanagements muss differenzierter vorgegangen werden: An Stelle des einheitlichen WACCs wird der jeweils spezifische Kapitalkostensatz für unterschiedliche Arten von Aktiva herangezogen und somit das Ertragspotenzial dem spezifischen Risikoprofil gegenübergestellt. Zusätzlich muss die Fristigkeit, also die Dauer eines Investments betrachtet werden. Auf Basis der Risiko-Rendite-Profile, der Dauer der Investments und der gewünschten finanziellen Flexibilität ergibt sich schließlich die optimale Kapitalstruktur aus langfristigen und kurzfristigen Finanzierungsformen.

Unter Berücksichtigung aller gegebener Charakteristika und Restriktionen der jeweils abgegrenzten Portfolio-Einheiten wird das optimale – den Unternehmenswert maximierende – Zielportfolio ermittelt. Das Wertpotenzial der einzelnen Portfolioaktivitäten entscheidet dann darüber, wie genau die Investitionsmittel vergeben werden. Die üblichen Investitionsfallen, nämlich z.B. die meisten Mittel automatisch der größten Geschäftseinheit zuzuteilen oder diejenigen zu begünstigen, die den höchsten Cash Flow generieren, werden so vermieden.

ABBILDUNG 3:

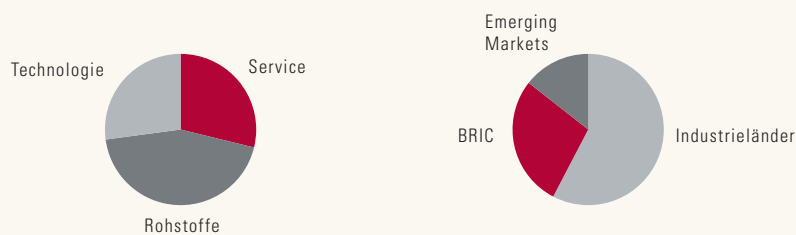
GESCHÄFTSPORTFOLIO



OPTIMIERUNGSPROBLEME

- Szenario 1: Realisierung optimales Rendite-Risikoprofil vs. höhere Flexibilität aus kürzeren Laufzeiten
- Szenario 2: Realisierung hoher Wachstumsraten in BRIC vs. Planungssicherheit in etablierten Märkten
- Szenario 3: Optimaler risikoausgewogener Mix aus Produkt- und Serviceangeboten

ZIEL-INVESTITIONSPORTFOLIOS



Für jeden Bereich bedarf es einer langfristig ausgerichteten Investitionsstrategie. Die Kapitalallokation auf die Geschäftsbereiche orientiert sich an diesen Plänen und erfolgt Top-down. Gleichzeitig geht mit der Kapitalallokation auch eine Top-down Zielsetzung einher. Dabei gilt: Je höher die zugewiesenen Kapitalressourcen, desto höher das korrespondierende Performanceziel.

Nachdem Portfolio- und Investitionsentscheidungen, Kapitalallokation und mittelfristige Finanzziele feststehen, gilt es für diese Ziele die relevanten Wert- und Cash-Effekte zu ermitteln und auf einzelne Geschäftsjahre zuzuordnen. Dadurch wird die Brücke zur Mittelfrist- und Jahresplanung geschlagen. Auf Basis dieser Planung erfolgt die Optimierung der Kapital- und Finanzierungsstruktur.

5. Die Kapitalstruktur wird unter Berücksichtigung größtmöglicher strategischer Flexibilität optimiert

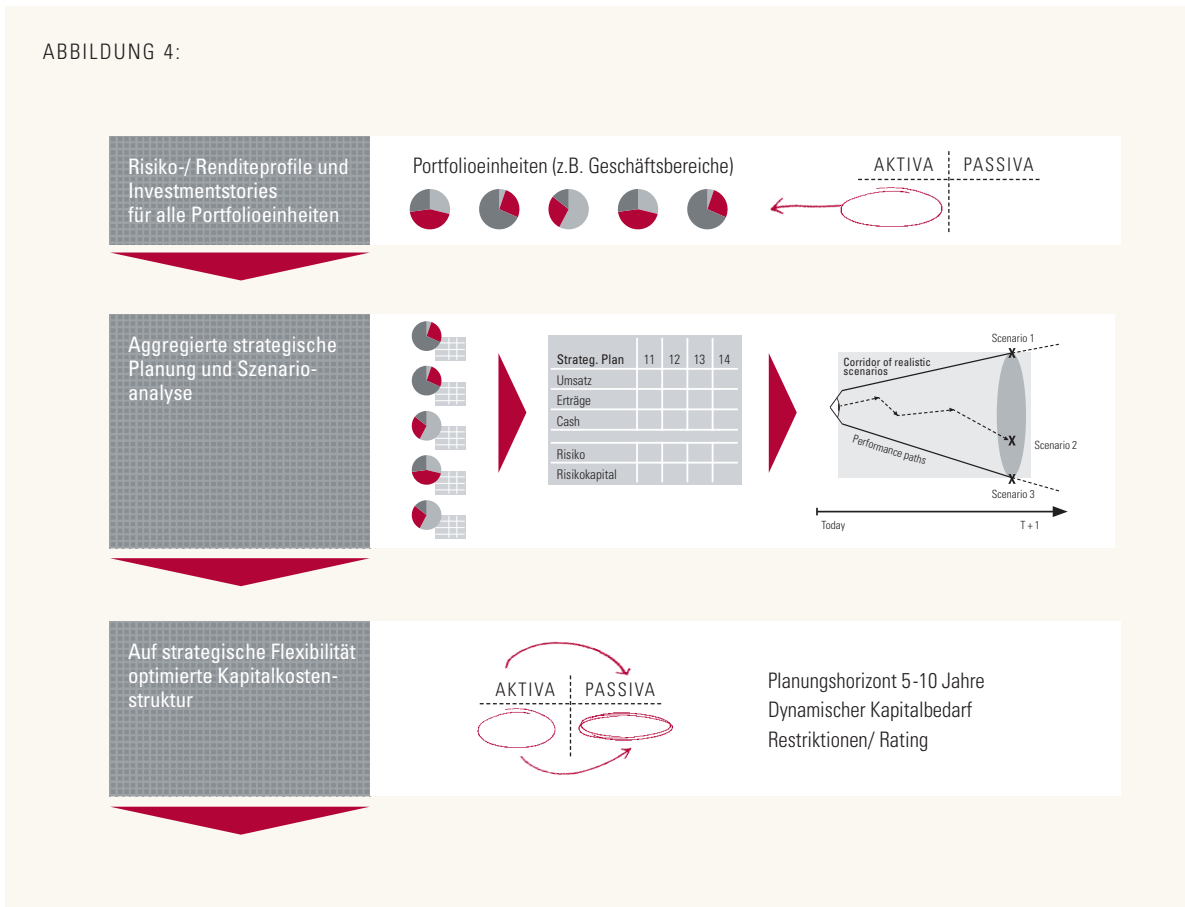
Das Management der Ressource Kapital gewinnt zunehmend an Bedeutung. Strategische Flexibilität bei der Finanzierung sowohl der laufenden Unternehmensaktivitäten als auch von profitablen Wachstum wird zu einem wesentlichen Erfolgsfaktor im aktuellen und zukünftigen Markt- und Wettbewerbsumfeld. Die Steuerung der Kapitalstruktur wird weg von einem reaktiven auf einen vorwärtsgerichteten Ansatz umgestellt, der auf eben diese strategische Flexibilität zielt.

Schon Modigliani-Miller haben erklärt, dass die Verschuldung keinen Einfluss auf die Kapitalkosten hat, weil Fremdkapital nicht per se eine billigere Finanzierungsquelle ist als Eigenkapital, sondern weil es die Aktiva sind, die das Risiko und somit die Kapitalkosten eines Unternehmens bestimmen. Die Optimierung der Kapitalstruktur kann nicht von der Finanzierungsseite her erfolgen. Und eine Erhöhung des Fremdkapitalanteils führt nicht automatisch zu sinkenden Kapitalkosten.

Stattdessen ermöglicht das aktivseitige Portfoliomanagement, Mittelverwendungs- und damit verbundene Finanzierungsentscheidungen zu treffen, die auf eine Maximierung des Unternehmenswertes fokussieren. Ob liquide Mittel zur Schuldentilgung oder Dividendenzahlung verwendet werden oder aber im Unternehmen verbleiben und reinvestiert werden, ergibt sich aus der strategischen Planung und den darin manifestierten Wertsteigerungszielen. Auch werden strategische Liquiditätsreserven nicht mehr mit dem (prohibitiv hohen) durchschnittlichen Kapitalkostensatz bewertet, sondern mit einem geringeren, dem Risiko entsprechenden Satz.

Die Zielkapitalstruktur ist also das Ergebnis einer differenzierten und dynamischen Betrachtung des Geschäftsportfolios sowie der Investitionsszenarien im Rahmen des Portfoliomanagements und nicht eines theoretisch ermittelten Optimums aus Fremd- und Eigenkapital. Strategisch denkende CEOs und CFOs analysieren ihr Geschäftsportfolio und richten die Kapitalstruktur entsprechend aus. So kann schon jetzt die für das Unternehmen nötige Handlungsfähigkeit und strategische Flexibilität sichergestellt werden, deren Nutzen sich spätestens in der nächsten Finanzkrise offenbaren wird.

ABBILDUNG 4:



6. Fazit

Kapital ist eine knappe Ressource und wird dies auch in der Zukunft sein. Unternehmen und Portfolio-Manager stellt dies vor neue Herausforderungen. Nachhaltig erfolgreich werden diejenigen Unternehmen sein, die a) ihre spezifischen Risikokapitalkosten verstehen und in die Steuerung integrieren, b) eine den Unternehmenswert maximierende Portfoliostrategie top-down umsetzen und c) eine aus dem Geschäftsportfolio abgeleitete optimale Kapitalstruktur konsequent anstreben.

Die wesentlichen Handlungsfelder hierfür sind:

- Bestimmung der Risikokapitalkosten für wirtschaftlich abgegrenzte Aktiva
- Integration der Risiko-Rendite Profile in die Portfolio- und Unternehmenssteuerung
- Ableitung einer den Unternehmenswert maximierenden Portfolio-Planung
- Erstellung langfristiger Geschäftsbereichsstrategien und entsprechende Kapitalallokation
- Integration der Ergebnisse in die strategische Planung und in die Szenario-Analyse
- Ableitung der dynamischen Zielkapitalstruktur zur Sicherung strategischer Flexibilität

Stern Stewart & Co.

Stern Stewart & Co. ist eine unabhängige Strategieberatungsboutique. Unser Beratungsfokus sind die Kernfragen des Managements. Dazu gehören Strategie und Finance, sowie Organisation und Steuerung. Wir verstehen die Unternehmensführung als strategische Investoren in die Geschäftsfelder und unterstützen sie darin, den Wert ihres Unternehmens zu steigern.

Die Autoren



Stefan Heppelmann, CFA
sheppelmann@sternstewart.de



Marcus Middelmann
mmiddelmann@sternstewart.de

Stern Stewart & Co. GmbH

München

Salvatorplatz 4
D-80333 München
T +49.89.242071.0
F +49.89.242071.11
I www.sternstewart.de

Wien

Schottenring 16
A-1010 Wien
T +43.1.53712.4111
F +43.1.53712.4000
I www.sternstewart.at

Zürich

Seefeldstrasse 69
CH-8008 Zürich
T +41.43.488.36.39
F +41.43.488.35.00
I www.sternstewart.ch



Stern Stewart & Co.