

Veröffentlicht in
CFOworld
Ausgabe 4 (2010)

„Kapitalkosten als Werttreiber“
S. 28-29

Mit freundlicher Genehmigung
der CFOworld-Redaktion,
IDG Business Media GmbH, München

(www.cfoworld.de)

Kapitalkosten als Werttreiber

Unternehmen müssen ihre Risiken adäquat bewertet können, wenn sie nachhaltig Erfolg haben wollen. Es genügt dabei nicht, einen wesentlichen Werttreiber wie die Kapitalkosten nur auf der Basis historischer Kapitalmarktdaten (Kursschwankungen) abzuleiten. Neue Ansätze sind gefragt.

Wie gerade die jüngste Wirtschafts- und Finanzkrise gezeigt hat, ist es notwendig, bei wesentlichen Entscheidungen (Investitionen, Akquisitionen) die erwarteten Erträge und die Risiken, die Planabweichungen auslösen können, gegeneinander abzuwägen. Um zu einer nachhaltigen Unternehmensführung zu gelangen, sollten Unternehmen deshalb stets den Kapitalkostensatz in Abhängigkeit von den unternehmensspezifischen Risiken berechnen.

EVA nutzt historische Daten

Die derzeit vorherrschenden wertorientierten Steuerungssysteme wie die des Economic Value Added (EVA), die den Werttreiber Kapitalkosten (WACC) mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) berechnen, verarbeiten historische Kapitalmarktdaten und basieren auf der grundlegenden Annahme der traditionellen Theorie des vollkommenen Kapitalmarkts.

Diese nimmt an, dass Märkte informationseffizient seien und aus historischen Kursschwankungen auf die Risiken der künftigen Cashflows geschlossen werden könne.

Konkurskosten, Transaktionskosten, asymmetrisch verteilte Informationen, begrenzt rationales Verhalten und nicht perfekt diversifizierte Portfolios zeigen aber, dass diese grundlegenden Annahmen in der Realität selten beziehungsweise gar nicht erfüllt werden.

Somit besteht das Problem, dass die heute üblichen Verfahren zur wertorientierten Steuerung die gravierenden Konsequenzen ineffizienter Kapitalmärkte nicht berücksichtigen. Hier kann eine Verzahnung des Risikomanagements mit der wertorientierten Steuerung helfen, den Informationsvorsprung der Unternehmensführung und die Relevanz unsystematischer Risiken ohne den Umweg über Kapitalmarktdaten zu berücksichtigen.



**Klaus P. von Schoenebeck,
Geschäftsführender Gesellschafter der IEXRIM GmbH Institut
für Executive Risk Prevention, Planegg bei München**

„Nicht länger ein Tabu: die typisch menschlichen Schwächen von Führungskräften als Risikolücke im Sicherheitssystem von Unternehmen. Das (positive) Leistungspotenzial wird regelmäßig eingeschätzt und beurteilt, das (negative) Risikopotenzial dagegen kaum. (...) Dienstliches und privates Fehlverhalten von exponierten Führungskräften ist stets schlagzeilenträchtig. Meist beruht es auf den ganz normalen menschlichen Unzulänglichkeiten und Fehlhaltungen, die jeder kennt, mit denen ein jeder hin und wieder zu kämpfen hat, wie etwa Angst, Maßlosigkeit, Misstrauen, Eitelkeit, um nur einige zu nennen.

halten von exponierten Führungskräften ist stets schlagzeilenträchtig. Meist beruht es auf den ganz normalen menschlichen Unzulänglichkeiten und Fehlhaltungen, die jeder kennt, mit denen ein jeder hin und wieder zu kämpfen hat, wie etwa Angst, Maßlosigkeit, Misstrauen, Eitelkeit, um nur einige zu nennen.

Diese inneren Haltungen werden regelmäßig verdrängt und tabuisiert, obwohl sie mit Abstand die häufigsten und stärksten Risikofaktoren bilden für Fehlentscheidungen, unsensible Verhaltens- und Führungsfehler, bewusste und fahrlässige Rechtsverletzungen, übrigens auch im privaten Bereich.

Wer sich mit seinen persönlichkeitsimmanenten Fehlhaltungen bewusst befasst, reduziert das Schadenspotenzial für sich selbst und sein Unternehmen enorm und gewinnt einen erheblichen Wettbewerbsvorteil im Streben nach Leistung, Erfolg und persönliche Anerkennung. Und: in der Wertediskussion wird eine solche Persönlichkeit jederzeit positiv bestehen können.“



Dr. Thomas Berger und Dr. Werner Gleißner

Dr. Thomas Berger ist Professor im Fachbereich Betriebswirtschaft an der SRH Fernhochschule Riedlingen. Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG.

Eigenkapitalbedarf als Risikomaß

Der Ausgangspunkt dieses Ansatzes ist das Risikomanagement. Als Risikomaß bietet sich hier beispielsweise der auf dem (relativen) Value-at-Risk-Konzept basierende Bedarf an Eigenkapital zur Abdeckung des Geschäftsrisikos des Unternehmens an. Der Eigenkapitalbedarf eignet sich als Maß, weil er ausdrückt, welcher Betrag in einer Periode aufgrund eventuell auftretender Verluste notwendig ist, um die Insolvenzwahrscheinlichkeit auf ein gewünschtes Niveau zu beschränken. Das Eigenkapital, zusammen mit den liquiden Mitteln, bildet dann die Risikotragfähigkeit des Unternehmens. Die Grundidee dabei ist einfach: Mehr Risiko impliziert potenziell hohe negative Planabweichungen und Verluste, dies erfordert mehr teureres und knappes Eigenkapital zur Abdeckung und führt zu höheren Kapitalkosten. Notwendig sind folgende drei Schritte:

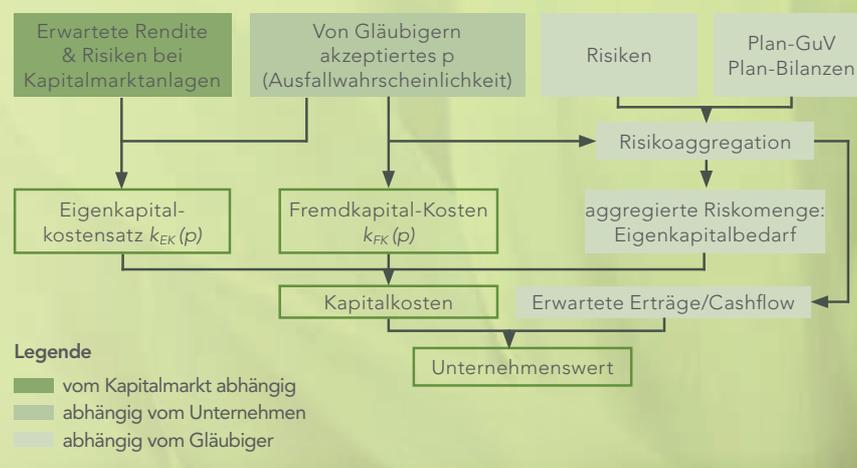
1 Risikoanalyse und Risikoaggregation: Als Risikomaß wird der Eigenkapitalbedarf durch eine Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation) aus dem Risikomanagement ermittelt. Dabei wird eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien computergestützt berechnet, um eine realistische Bandbreite der künftigen Ertrags- und Cash-Flow-Entwicklung anzugeben.

2 Ableitung der risikoadjustierten Kapitalkosten: Der aus der Planabweichung entstehende Eigenkapitalbedarf bestimmt dann die Höhe des Eigenkapitals bei der Gewichtung der Kapitalkosten (WACC). Ein höheres Risiko zieht einen größeren Eigenkapitalbedarf nach sich. Die Fremd- und Eigenkapitalkosten lassen sich dabei als Opportunitätskosten analog zum DCF-Ansatz ermitteln.

3 Diskontierung der Cashflows: Die Erwartungswerte der oFCFs (operative Free Cashflows) aus dem Modell werden dann mit dem risikoadjustierten WACC diskontiert. Die Summe der diskontierten oFCFs abzüglich der Nettoverschuldung ergibt den risikogerechten fundamentalen Wert des Eigenkapitals beziehungsweise den Unternehmenswert. Durch die Einbeziehung von Informationen aus dem Risikomanagement (Eigenkapitalbedarf als Risikomaß) erfolgt eine systematische Verzahnung mit allen Bereichen des Unternehmens, bei dem alle relevanten Risiken des Unternehmens einbezogen werden.

Aus der Quantifizierung und Aggregation von Einzelrisiken mittels Simulation ergibt sich der Eigenkapitalbedarf. Dieser zeigt an, bis zu welchem Umfang Verluste (oder Planabweichungen) mit einer zum Beispiel 99-prozentigen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten werden. Ein höherer Risikoumfang führt zu potenziell höheren negativen Planabweichungen, einem höheren Bedarf an Eigenkapital und damit zu höheren Kapitalkostensätzen. Nur risikogerechte Kapitalkostensätze erlauben also eine tatsächliche wertorientierte Steuerung, charakterisiert eben durch die Fähigkeit, bei Entscheidungen Ertrag und Risiko gegeneinander abwägen zu können, auch für einzelne Bereiche oder Projekte.

Ableitung des Unternehmenswerts aus der Risikoaggregation



Mehr zum Thema
finden Sie auf CFOworld.de
unter dem Suchbegriff
„Risikosimulation“.