

Das optimale Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital: die Grundlage für wertorientierte Unternehmensführung



Von Markus Heggin
Relationship Manager
 Eidg. dipl. Bankfachexperte
 Schroder & Co Bank AG, Zürich

In den USA entwickelten sich in den letzten Jahren Managementkonzepte, die für die wirtschaftliche Erfolgssteuerung eines Unternehmens eine Ausrichtung am Shareholder Value propagieren. Der Kern dieser Strategien liegt darin, eine Eigenkapitalrendite zu erzielen, die mindestens dem üblichen Marktzins für langfristige Anleihen zuzüglich eines Risikozuschlags entspricht. Bei uns wird anstelle des Begriffs «Shareholder Value» oft auch die Bezeichnung «Unternehmenswert» verwendet.

Wachstum generieren

Langfristig kann ein Unternehmen nur durch selbstgenerierte Mittel wachsen. Die Wachstumsraten hängen dabei von den zukünftigen Investitionsvorhaben ab. Diese wiederum sind von der Ausschüttungsquote und der Eigenkapitalrendite abhängig.

Investitionen bewirken Wachstum, auch Wachstum der kommenden Ge-

winne und Ausschüttungen, was die Kapitalgeber als Erhöhung von späteren Erträgen begrüßen. Mit einer Verringerung der Ausschüttung wird zwar das aktuelle Dividendenniveau reduziert, doch gleichzeitig wird Dividendenwachstum möglich. Eine geringere Ausschüttungsquote (Payout-ratio) bedeutet anfänglich niedrigere, später aber höhere Dividenden. Wird die Payout-ratio hingegen erhöht, steigt zunächst das Dividendenniveau, dafür verringert sich das zukünftige Wachstum des Unternehmens. Kurzfristig steigen damit die Dividenden, dafür sinken sie langfristig.

Freier Cash-flow

Unter dem freien Cash-flow versteht man die Zunahme der Geldmittel aus betrieblicher Tätigkeit, abzüglich die Geldabflüsse aus Investitionen. Häufig werden sämtliche sogenannten Aussenfinanzierungsvorgänge – dazu gehören beispielsweise Kapitalerhöhungen, Dividendenausschüttungen, Darlehensaufnahmen oder Rückzahlungen von Krediten – nicht berücksichtigt. Auf diese Weise erfolgt die Berechnung des Cash-flows unabhängig von der Art der Finanzierung. Dies wiederum bedeutet, dass man vom Reingewinn vor Zin-

sen ausgehen muss, wenn man den freien Cash-flow berechnen will.

Gesamtkapitalrendite

Die Gesamtkapitalrendite muss mindestens so hoch sein, wie die Kapitalgeber (Fremd- und Eigenkapitalgeber) durchschnittlich erwarten. In diesem Zusammenhang wird oft vom Shareholder Value gesprochen. Langfristig muss ein Unternehmen diese Marke erreichen, sonst sind die Kapitalgeber nicht mehr bereit, Kapital bereitzustellen.

Gesamtkapitalkosten

Zur Berechnung der Gesamtkapitalkosten eines Unternehmens bedient man sich der «Weighted-Average-Cost-of-Capital»-Methode (WACC). Die WACC berücksichtigt als Abdiskontierungsmethode sowohl Fremdkapital- als auch Eigenkapitalkosten: Man multipliziert das prozentuale Verhältnis zwischen dem Marktwert des Fremdkapitals und dem Gesamtkapital mit dem Steuersatz und den Fremdkapitalkosten; zusätzlich multipliziert man das prozentuale Verhältnis zwischen dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Gesamtkapital mit den Eigenkapitalkosten; die Addition dieser beiden

Eigenkapital, Fremdkapital und Eigenkapitalrendite				
	Variante 1	Variante 2	Variante 3	Variante 4
Eigenkapital	100'000	80'000	60'000	40'000
Fremdkapital	0	20'000	40'000	60'000
Gesamtkapital	100'000	100'000	100'000	100'000
Gesamtkapitalrendite	10%	10%	10%	10%
Gewinn vor Zinsen und Steuern	10'000	10'000	10'000	10'000
Fremdkapitalzinssatz	–	6%	8%	12%
Zinslast Fremdkapital	0	1'200	3'200	7'200
Reingewinn vor Steuern	10'000	8'800	6'800	2'800
Eigenkapitalrendite	10%	11%	11,3%	7%

Der Leverage-Effekt ist bei Variante 3 optimal. Bei Variante 4 sinkt die Eigenkapitalrendite wieder, weil der Fremdkapitalzinssatz von 12% die Gesamtkapitalrendite von 10% übersteigt. Die Angaben für die Gesamtkapitalrendite und die Fremdkapitalzinssätze sind realistische Annahmen für das hypothetische Rechenbeispiel.

Zahlen ergibt die durchschnittlichen Kosten für das Gesamtkapital.

Eigenkapitalkosten

Der Eigenkapitalgeber erwartet für sein eingegangenes Risiko eine Entschädigung. Diese Renditeerwartung wird durch das «Capital Asset Pricing Model» (CAPM) zum Ausdruck gebracht. Jeder Eigenkapitalgeber erwartet eine Grundverzinsung für seinen aktuellen Konsumverzicht. Dieser risikolose Zinssatz orientiert sich an der Rendite einer sicheren Anlage (Schweizer Bundesanleihen). Entscheidet sich der Anleger für eine risikoreichere Investition, erwartet er dafür eine zusätzliche Entschädigung. Dieses Risiko kann anhand historischer Aktienrenditen abgelesen werden, so dass die Entschädigung für das Risikokapital ermittelt werden kann.

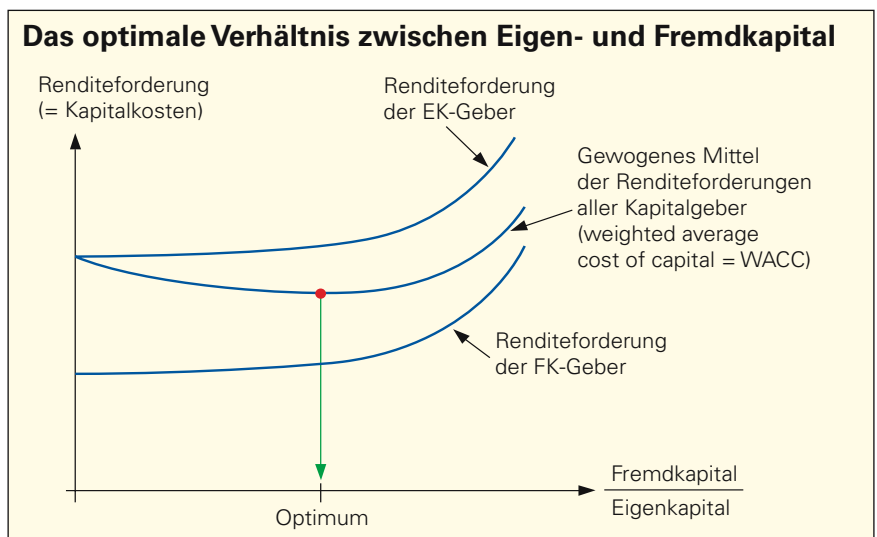
Eine einzelne Gesellschaft bewegt sich mehr oder weniger mit dem Gesamtmarkt. Die Volatilität in Abhängigkeit zum Gesamtmarkt wird Beta genannt. Diese Zahl gibt an, wie stark sich der Aktienpreis bei einer 1%igen Marktpreisänderung verändert. Das Beta, und letztlich die Eigenkapitalrenditeerwartungen, hängen ab von der Verschuldung, der Konjunktur und der Kostenstruktur. Je höher die Verschuldung, desto höher die Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber, weil ihr Risiko im Konkursfall grösser ist.

Fremdkapitalkosten

Fremdkapital ist nicht gratis, und jedes Unternehmen zahlt je nach Bonität mehr oder weniger. Die Fremdkapitalkosten können für viele Gesellschaften leicht abgelesen werden. Die Rendite auf Verfall zeigt an, wieviel der Fremdkapitalgeber für sein Risiko entschädigt wird. Als weiteres gilt es zu berücksichtigen, dass die Fremdkapitalzinsen für ein Unternehmen steuerabzugsfähig sind. Die effektiven Fremdkapitalkosten sind somit um den Steuersatz tiefer.

Optimales Finanzierungsverhältnis

In einer Welt ohne Steuern und gleichbleibenden Kapitalkostensätzen würde das Finanzierungsverhältnis keine Rolle spielen. Dabei wären bei einer Publikumsgesellschaft theoretisch alle Ka-



pitalstrukturen aus Sicht der Wertgenerierung gleichwertig. In der Realität bleiben die Gesamtkapitalkosten zwar gleich, jedoch ändern sich die einzelnen Kostenelemente. Die Eigenkapitalkosten nehmen mit zunehmender Verschuldung zu, da das Risiko eines Totalausfalls mit steigender Verschuldung ebenfalls zunimmt. Eigenkapitalgeber erwarten deshalb eine höhere Entschädigung.

Die Fremdkapitalkosten sind nicht unabhängig von der Kapitalstruktur. Grundsätzlich könnte man die Kapitalkosten minimieren, indem man möglichst viel Fremdkapital aufbringt. Doch mit zunehmender Fremdkapitalquote steigt das Insolvenzrisiko. Fremdkapitalgeber verlangen deshalb bei höheren Fremdkapitalanteilen eine zusätzliche Risikoprämie. Ein Unternehmen wird deshalb nur so lange weiteres Fremdkapital aufnehmen, wie der Nutzen daraus nicht durch zusätzliche Fremdkapitalkosten kompensiert wird.

Bei höherer Fremdfinanzierung gerät ein Unternehmen bei schlechtem Geschäftsgang rascher in Schwierigkeiten, was die Liquiditäts- und Renditerisiken der Aktionäre erhöht. Daraus ergeben sich weitere Folgewirkungen: Das Unternehmen kann in einer solchen Situation seine Aktivitäten nicht wie geplant fortführen. Es muss beispielsweise wegen unzureichender Finanzmittel auf Investitionen verzichten. Der Verzicht auf Investitionen und andere Ausgaben kann die Leistungsqualität verschlechtern, was wiederum bei den Kunden Vertrauens- und Reputationsverluste bewirken kann.

Der Leverage-Effekt

Um ein optimales Finanzierungsverhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital zu erlangen, greift man zur Leverage-Formel. Aus dieser Formel wird ersichtlich, dass die Eigenkapitalrendite durch die Beschaffung von Fremdkapital angehoben werden kann, solange die Gesamtkapitalrentabilität höher ist als die Fremdkapitalkosten. Ist dieser Wert positiv, lohnt es sich für ein Unternehmen, einen möglichst hohen Fremdkapital/Gesamtkapital-Anteil zu haben. Umgekehrt verschlechtert sich die Eigenkapitalrendite, wenn die Gesamtkapitalrentabilität kleiner wird als die Fremdkapitalverzinsung. Langfristig kann ein Unternehmen somit nur überleben, wenn die Gesamtkapitalrentabilität höher ist als die Fremdkapitalzinsen. Man spricht in diesem Zusammenhang von der Hebelwirkung des Fremdkapitals zugunsten der Eigenkapitalrentabilität, dem sogenannten Leverage-Effekt.

Leverage-Effekt und Rendite

Ein vollständig eigenfinanziertes Unternehmen weist eine Eigenkapitalrendite auf, die der Gesamtkapitalrendite entspricht. Da bei vollständiger Eigenfinanzierung keine Fremdkapitalzinsen zu bezahlen sind, fallen Reingewinn und Gewinn vor Zinsen zusammen. Wird nun Fremdkapital eingesetzt, so weichen Eigenkapitalrendite und Gesamtkapitalrendite voneinander ab. Bei normal rentierenden Unternehmen, bei denen die Gesamtkapitalrendite den Fremdkapitalkostensatz übersteigt, liegt der Erwartungswert

der Eigenkapitalrendite über demjenigen der Gesamtkapitalrendite. Mit steigendem Leverage-Faktor nimmt somit die Eigenkapitalrendite zu. Voraussetzung dafür ist, dass die Gesamtkapitalrendite höher ist als der Fremdkapitalkostensatz, was eine Grundbedingung für die langfristige Existenz eines Unternehmens darstellt.

Theoretisch wäre es möglich, die Eigenkapitalrendite stark zu steigern, indem der Eigenkapitalanteil immer mehr verkleinert wird. Allerdings werden die Fremdkapitalgeber keinem Unternehmen unbeschränkt Kredit gewähren. Je kleiner das sogenannte Risikokapital ist, desto höhere Zinsen werden in der Regel gefordert. Und je höher die Renditeforderungen der Fremdkapitalgeber, desto schneller schwindet die positive Hebelwirkung des Leverage-Effekts. Da der Leverage-Effekt auch negativ wirkt, kommt das Konzept nur für Unternehmen in Frage, die geringe Schwankungen in der Rentabilität aufweisen. Stark zyklische Unternehmen in volatilen Branchen sollten eher wenig Fremdkapital aufweisen. Fazit: Der Leverage-Effekt erhöht die Eigenkapitalrendite solange, bis die Fremdkapitalzinsen die Gesamtkapitalrentabilität erreicht.

Optimale Kapitalstruktur

Unter Berücksichtigung der Steuern ist der Firmenwert stark von der Kapitalstruktur und vom Fremdkapitalanteil abhängig. Je höher die Schulden, umso höher der Unternehmenswert. Dies, weil die Zinsen eine Steuergutschrift bewirken. Der Firmenwert ist demnach um den Barwert sämtlicher zukünftiger Steuerzahlungen zu erhöhen, was den Firmenwert nach oben korrigiert. Gleichzeitig nehmen die Kapitalkosten ab, dies, obwohl die Eigenkapitalkosten steigen. Dieser Anstieg wird durch die Steuerersparnisse kompensiert. Konklusion: Die optimale Kapitalstruktur ist dort erreicht, wo der «Weighted Average Cost of Capital» am tiefsten ist. Weil der WACC auch als Abdiskontierungsfaktor für die Firmenbewertung gilt, wird der Firmenwert mit dem kleinsten WACC maximiert. Der tiefste WACC wird bei der optimalen Kapitalstruktur erreicht. •

The perfect combination of liabilities and equity

Does it really matter how a company chooses to finance its operations? There are definite advantages for a company in having a certain level of debt, particularly when this is used to invest for future growth. However, the benefits also need to be weighed up against the disadvantage that the same debt could restrict the company's flexibility during more difficult times.

Debt is often a more attractive and cheaper option for companies than equity financing. One reason for this is that the risk to the providers of debt financing (the bondholders) is lower than for shareholders; this is because bondholders get first call on a company's cash flows and, in the event of default, on its assets. Given that the risk levels are lower for bondholders, so too are the levels of return that they require. However, there is a second and even greater advantage of using debt over equity: Interest payments, unlike dividends, are a tax-deductible expense for companies. Therefore debt financing has the significant advantage of acting as what is known as a tax shield – a company is taxed on its profits after interest payments. As a result of these two factors, a company that uses a combination of debt and equity financing will be able to bring down its weighted average cost of capital (the overall rate of return which has to be paid).

The problem, however, is that things are not that simple. While it is certainly true that the weighted average cost of capital falls as a company takes on more and more debt, this only applies up to a certain point. The reason for this is that debt financing also has disadvantages: First, because shareholders begin to demand higher returns as the level of debt (and therefore the volatility of earnings) increases; second, because the risk of bankruptcy for a company rises as its borrowing does. Therefore, at a certain level of borrowing, the weighted average cost of capital actually begins to rise again. On this basis, there is clearly an optimal level of debt for a company to take on, whereby the overall cost of capital is minimised at the same time as the level of risk.

Debt is cheaper than equity financing, so by gearing up, a company can reduce its overall cost of capital and therefore enhance its returns and those of its equity investors. In fact, the cost of borrowing is at a record low at the moment as debt investors are prepared to accept lower returns. The problem is that getting the right balance of debt versus equity is not always easy. The level of debt that a company can take on should all come down to its ability to repay the debt throughout the economic or market cycle. However, the biggest risk with debt financing is that companies push themselves to the edge when things are going well, only to be left with a significant burden in a downturn. For instance, companies can easily suspend their dividend payments if profits start to falter, but there is no going back on the interest payments. All in all, this means that highly indebted companies are at risk of losing the flexibility necessary to cope with volatility in their underlying operations or an economic downturn.

Therefore, when it comes to investing, a company should be on the lookout for a sensible level of gearing. At the same time it should take into account the stability of its cash flows, the strength of its balance sheet and the volatility of demand for its products or services.

One of the great long-term merits of equity investing is the ability to benefit when companies invest in opportunities that will generate returns significantly above their cost of capital. This investment can come from organically generated cash flows or cash raised from debt or equity issuance. Unfortunately there is no simple answer to the question of capital structure. The optimal balance of debt and equity for companies remains an enigma and the debate about it rages on. On the positive side, companies can agree that there are real merits in combining the two. Just as it is important to reap the benefits of gearing when things are going well, so too is it to understand the impact high levels of debt can have on a company should things take a turn for the worse.