

ÖKONOMIE IM KOPFSTAND – COST OF CAPITAL UND MARKTVERSAGEN

Eine längere Tiefzinsphase hat in eine Tiefst- und Negativzins-Landschaft gemündet. Deren Ende ist nach wie vor nicht abzusehen. Damit haben Finanz- und Realwirtschaft ihr zentrales Steuerungselement verloren.

Über alles gesehen, geraten ganze Teilmärkte aus den Fugen, wie dies der Aktien- und Immobilienbereich sowie der durch Zinseingriffe gebeutelte Bondmarkt zeigen. Aber auch aus Sicht der Unternehmensführung erscheint die finanzielle Steuerung tangiert. So ist die Anwendung des Cost-of-Capital-Konzepts in den Grundfesten erschüttert.

Bewertungen. Projekte, Geschäftsbereiche oder ganze Firmen sind regelmässig zu bewerten. Abgestellt wird zumeist auf den Discounted-Cashflow-Ansatz (DCF-Ansatz). Der finanzielle Wert ist hier eine Funktion der beiden Inputgrössen (1) zukünftige Free Cashflows und (2) Kapitalkosten. Der in Bewertungen anzuwendende Kapitalkostensatz steht für die von den Investoren – einzeln oder über alles betrachtet – geforderte bzw. erwartete Rendite auf dem investierten Kapital. Dessen Höhe hat das dem Bewertungsobjekt inhärente Risiko zu widerspiegeln. Einfach formuliert, setzen sich die Kapitalkosten zusammen aus einem Zinssatz für risikoloses Kapital (r_f) und einer objektspezifischen Risikoprämie, abgeleitet aus der Marktrisikoprämie und einer Beta-grösse. Implizit oder explizit ist auch die Inflationsrate relevant.

Risikoloser Zinssatz und Strafgebühr. Im Umfeld des offensichtlichen Marktversagens sind beide Grössen – risikoloser Zinssatz und Risikoprämie – betroffen. Wendet man das *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* konsequent an, entspricht die Marktrisikoprämie der Renditedifferenz ($r_m - r_f$) zwischen einem gut diversifizierten Portefeuille riskanter Anlagen und dem risikolosen Zinssatz. Die beiden Elemente sind hier kombiniert zu sehen, was bei Verwendung aktueller Marktdaten eine gewissen Kompensation bewirkt: Den geschrumpften Renditeforderungen an risikobehaftete An-

lagen der Aktien- und Bondmärkte steht das arg nach unten verzerrte Zinsniveau gegenüber. Im betrieblichen Finanzmanagement ist man gut beraten, die marktseitig gestörte Risikowahrnehmung nicht in die interne Steuerung zu überführen. Auch stellt sich die Frage, ob das firmenseitige Risiko im heutigen Umfeld mit Betraggrössen noch ausreichend erfasst werden kann. Ähnliches gilt für die weitere Handhabung des risikolosen Zinssatzes. Als Ausgangsgrösse (r_f) in der CAPM-Formel ergibt die Anwendung eines aktuellen Tief(st)- oder Negativzins keinen Sinn. Das Marktzinsniveau entspricht keinesfalls einer ökonomisch plausiblen Renditeforderung. Es ist vielmehr durch eine Art negative Preis- bzw. Kostenkomponente übersteuert, resultierend aus den krassen Markteingriffen der Zentralbanken. Diese Kostenkomponente lässt sich als Strafgebühr dafür deuten, dass man überhaupt in sichere Anlagen investieren darf. So müsste ein Nullzinssatz gedanklich aufgeteilt werden in die – implizit gegebene – risikolose Verzinsung und die durch die Zentralbanken herbeigeführte Strafgebühr für sicheres Anlegen.

Durchschnittliche Zinsbelastung. Wendet man neben dem CAPM das weit herum übliche *Weighted-Average-Cost-of-Capital-Konzept (WACC-Konzept)* an, so taucht der risikolose Zinssatz (r_f) erneut auf – als nochmals anders zu sehende Grösse. Dies dann, wenn der für die WACC-Herleitung verwendete Fremdkapitalkostensatz als Summe aus (1) risikolosem Zinssatz und (2) ratingadäquatem Risikozuschlag definiert wird. Vorsicht ist wieder bei Anwendung aktueller Marktdaten geboten. Die Zinsen bleiben nicht ewig tief, und die Risikoprämie ist mit Augenmass zu fixieren. Oder man stellt auf die effektive durchschnittliche Zinsbelastung des Unternehmens ab, wenn bestehendes höherverzinsliches Fremdkapital bedient werden muss.

Fehlbewertungen vermeiden. Auf jeden Fall gilt es stets im Auge zu behalten, was ein der Barwertbildung zugrunde gelegter WACC letztlich im Grundsatz darstellt: Es ist die mit dem Bewertungsobjekt zu erreichende Mindestrendite (auch Hurdle Rate), deren Erreichen finanzielle Wertgenerierung erst sicherstellt. Dabei muss der innere Zusammenhang zwischen den Annahmen der Cashflow-Projektion und dem der Kapitalkostengrösse zugrunde liegenden ökonomischen Umfeld beachtet werden, wie dies schon in normalen Zeiten für das Inflationselement zutrifft. Fundamentale Fehlbewertungen sind bei inkonsistenter Vorgehensweise nicht auszuschliessen. ■



RUDOLF VOLKART,
EM. PROFESSOR,
UNIVERSITÄT ZÜRICH,
SENIOR PARTNER,
IFBC AG, PRÄSIDENT,
STIFTUNG SWIPRA,
LANGNAU AM ALBIS/ZH