

Christoph Wildensee

Data Science



Anna-Katharina Kloska

Die Mindestrenditeerwartung beim (Teil-)Erwerb von Infrastruktur-Assets

1 Einleitung

Als Josef Ackermann auf dem Höhepunkt der Finanzkrise für die Deutsche Bank eine Eigenkapitalrendite von 25% proklamierte, war bereits bekannt, dass eine Zeitenwende einsetzt und die Banken in ihren Geschäftsfeldern unter Druck geraten. Der Konsolidierungs- und Kostensenkungsdruck hat nicht nur in dieser Branche inzwischen seine Spuren hinterlassen. Jürgen Fitschen verabschiedete sich 2012 von dieser Vorgabe, die offenkundig dauerhaft nicht erreichbar, mithin nicht durchgängig realistisch ist. Tatsächlich ist das Potential des Investmentbankings im Gegensatz zum Kundenstammgeschäft grundsätzlich zwar hoch, aber auch anfällig für marktinduzierte Ergebniseinbrüche. Damals ausgehend von der Finanzkrise aufgrund stagnierender Marktoptionen und übersättigter Märkte, heute mit kaum anderen Vorzeichen.

Die finanziellen Reserven sind heute in den Unternehmen häufig vorhanden, aber Anlageobjekte in Form realer Assets mit herausragenden Renditeentwicklungen / -potenzialen oder auch nur das Vertrauen in solche Entwicklungen fehlen. Grundsätzlich sind alle Branchen institutioneller Anleger – von den Banken und Versicherern bis zu kommunalen Anlegern – von der Markterosion betroffen. Die Umwälzungen in der Wirtschaft, auch unter der aktuellen Maßgabe des billigen Geldes, einer zunehmend protektionistischen Handelspolitik wesentlicher Akteu-

re, hohen Immobilienpreisen, einem hohen Interesse ausländischer Investoren an Asset-Käufen, teils Ansätzen von Blasenbildung in Handelsmärkten und einer hohen Abhängigkeit der Asset-Klassen untereinander, werden auf absehbare Zeit keine maßgeblichen Steigerungen der Renditen bewirken, es sei denn, die Investments werden risikoreicher kanalisiert oder weniger auf Substanzerhaltung gefahren.

Der vorliegende Artikel greift eine der Fragestellungen aus unserem letzten ZIR-Artikel auf: Was bedeutet es für die Entscheidungsträger in den Unternehmen, wenn Anlageobjekte außerhalb der (internationalen) Wertpapiermärkte, speziell (Teil-)Übernahmen von Unternehmens-Infrastruktur-Assets, gesucht und bewertet werden?

2 Rahmenbedingungen

Zunehmend beteiligen sich Unternehmen nicht nur durch reine Finanzbeteiligung an anderen Gesellschaften, sondern auch durch den (Teil-)Erwerb des Zielunternehmens. Es erfolgt eine Übernahme der Assets, um sie in die eigene Wertschöpfungskette zu integrieren. Dem Prozess und der Risikobewältigung der Post-Merger-Integration (PMI) kommt eine besondere Bedeutung zu. Doch bevor eine solche Transaktion vorgenommen werden kann, muss das Zielunternehmen, wenn es denn zum (Teil-)Verkauf kommen darf, bewertet werden. Dabei stehen die Kaufpreiserwartungen der Interessenten und die der Verkäuferseite im Widerspruch zueinander. Es gilt also, eine belastbare Methodik anzuwenden, um diesem Widerspruch ausgleichend zu begegnen. Die Ermittlung des Unternehmenswertes ist immer subjektiver Natur und soll die Bandbreite des marktfähigen Wertes darstellen. Neben der rein finanziellen Bewertung erfolgt eine Due Diligence, die weit über die finanzielle und steuerliche Sicht hinausgeht und den zunächst taxierten Kaufpreis sogar noch reduzieren kann. Hierüber hatten wir bereits in der ZIR ausgeführt.

„In der Unternehmensbewertung gilt seit vielen Jahren die Discounted Cashflow-Methode (DCF-Methode) als Standardverfahren. Ihr Grundgedanke folgt dem Kapitalwertkalkül der Investitionsrechnung. Dieses besagt, dass der Wert einer Investition den kumulierten Cashflows entspricht, die diese Investition dem Investor liefert. Da diese Cashflows erst in der Zukunft generiert werden, müssen sie durch Diskontierung auf den Zeitpunkt der Entscheidung [...] abgezinst werden.“¹ Sofern bei diesem Methodenansatz die „Internal Rate of Return“ (IRR), also der interne Zinsfuß, wenigstens der Mindestrenditeerwartung (MRE) des Unternehmens

entspricht, ist die Investition ausreichend begründet. „Der freie Cashflow stellt die den Kapitalgebern zur Verfügung stehenden Rückflüsse aus der Unternehmenstätigkeit dar, die zur Erfüllung der Ansprüche von Fremd- und Eigenkapitalgebern dienen.“² Vereinfacht³ lässt sich unter Vernachlässigung eines Restwertes bzw. Terminal Values / Residualwertes die DCF-Methode als Barwertbestimmung der zukünftigen operativen Free Cash Flows darstellen:

$$(2.1) \quad \sum_{t=1}^{t=T} \left(\frac{E(t) - A(t)}{(1+r)^t} \right) - KP \geq 0$$

IRR \geq MRE

KP = Kaufpreis/Anschaffungsauszahlung des Investitionsobjektes zum Zeitpunkt 0, KP=|KP|

T = Detailplanungshorizont in Jahren

t = Index der Perioden 1 bis n

E(t) = Einzahlungen des Zeitpunktes t

A(t) = Auszahlungen des Zeitpunktes t, A=|A|

r = Renditeerwartung des / der Kapitalgeber

IRR = Internal Rate of Return

MRE = Mindestrenditeerwartung

Je länger die Betrachtungsperiode, desto unsicherer werden die Inputgrößenprognosen zu den Berechnungszeitpunkten. Diese Unschärfe stellt eine natürliche Grenze für die Bestimmung von realistischen Cash Flows dar.

Die Mindestrenditeerwartung drückt die Renditeforderung der Kapitalgeber aus, sie muss also mindestens so hoch sein wie die Soll-Rendite der Eigenkapital- zzgl. der zugrunde liegenden Fremdkapitalverzinsung. Die gewichtete Größe findet als Gesamtkapitalkostensatz Weighted Average Cost of Capital (WACC) Beachtung. „Der WACC berücksichtigt also die Renditeforderungen sowohl der Eigen- als auch der Fremdkapitalgeber, da mit jährlichen Cash Flows vor Zinsen gerechnet wird, d. h. mit jenen Cash Flows, auf die sowohl Fremdkapitalgeber als auch Eigentümer einen Anspruch erheben. Der Kapitalkostensatz befriedigt also die Ansprüche jeder Gruppe in Relation zu ihrem geplanten/tatsächlichen finanziellen Beitrag.“⁴ Sofern ein Unternehmen gekauft werden soll, empfiehlt es sich, die Unternehmenswertbestimmung als vereinfachtes

1 Heinze/Radinger (2011), S. 48.

2 Lee (2014), S. 56.

3 Detaillierte Cash Flow-Definition: Vgl. Deister/Götz (2011), S. 5f.

4 Heinze/Radinger (2011), S. 48.

Modell wie folgt vorzunehmen: Cash Flows des Prognosezeitraumes über z.B. sechs Jahre zzgl. Terminal Value (TV, auch Rest- oder Fortführungswert) als Anrechnung zukünftiger Entwicklungen (final projected / letzter prognostizierter Free Cash Flow), die sich einer realistischen Prognose entziehen (im Ergebnis Summenwert aus laufender Tätigkeit + Terminal Value⁵; wenn aber Betrachtung über gesamte Nutzungszeit, z.B. ≥ 10 Jahre, dann entfällt TV).

$$(2.2) \text{ UW} = \sum_{t=1}^{t=T} \left(\frac{E(t) - A(t)}{(1+r)^t} \right) + \left(\frac{TV}{(1+r)^T} \right)$$

$$\Rightarrow TV = \frac{(E(T) - A(T)) * (1+g)}{(r-g)}$$

$$(2.3) \text{ UW} = \sum_{t=1}^{t=T} \left(\frac{E(t) - A(t)}{(1+r)^t} \right) + \left(\frac{(E(T) - A(T)) * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^T} \right)$$

UW = Unternehmenswert (ohne steuerliche Einflüsse) zum Zeitpunkt 0, anteilige Betrachtung und Verbindlichkeiten-/Lastenberücksichtigung separat

g = konstante jährliche Wachstumsrate des bewertungsrelevanten Cash Flows (üblich zumeist langfristige Inflationsrate, moderat)

WACC = $r_{FK} * (FK / GK) * (1 - s) + r_{EK} * (EK / GK)$ ⁶

r = Diskontierungszinssatz, Renditeerwartung, $r \geq WACC$, $r > g$, gewichteter Gesamtkapitalkostensatz

r_{FK/EK} = Zinssatz für Fremdkapital/Eigenkapitalforderung

EK/FK/GK = Eigenkapital/Fremdkapital/Gesamtkapital, GK = EK + FK

s = Unternehmens-/ertragsabhängiger Steuersatz in der WACC-Betrachtung

Problematisch ist in diesem Zusammenhang aber die Festlegung der Mindestrenditeerwartung. „Die risikoangepasste Renditeforderung der Eigentümer ergibt sich nach dem [Capital Asset Pricing Model] CAPM aus einem Basiszins und einem Risikozuschlag. Der Basiszins entspricht dem Zinssatz einer risikolosen Anlage, wofür in Deutschland eine langfristige Bundesanleihe herangezogen werden kann. Es ist jedoch darauf zu achten, dass deren Laufzeit mit der langfristigen Prognoseperiode des Cash Flows übereinstimmt. Der Zinssatz einer langfristigen Bundesanleihe eignet sich sehr gut als Schätzgröße für einen risikolosen Zins, da dieser die erwartete Inflation impliziert. Der Risikozuschlag entspricht einer unternehmensspezifischen Anpassung an die von den Ak-

tionären erwartete Risikoprämie für das Eigenkapital. [...] Die Marktisikoprämie stellt somit die Überrendite für Anlagen in riskante statt in risikolose Wertpapiere dar.“⁷ Häufig wird als MRE der Gesamtkapitalkostensatz verwendet. „Der gewichtete Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital (WACC)) berücksichtigt in Form des arithmetischen Mittels die Verzinsungsansprüche der Eigen- und Fremdkapitalgeber.“⁸ Wie sich zeigt, mag in den Jahren bis 2011 die Rendite einer langfristigen Bundesanleihe noch bei ca. 5,25 bis 3,5% per anno gelegen haben, in den letzten Jahren lag sie aber bei 2,0 bis unter 1,0%, in 2016 sogar teils unter 0%. Die sinkenden Renditen von Anlageprodukten am Kapitalmarkt werden insbesondere durch die Banken- und Versicherungsbranche einhellig diskutiert. Der Garantiezins von Lebens- und Rentenversicherungen hat beispielsweise in den letzten Jahren erheblich gelitten, vornehmlich mit Referenz auf die schlechten Geldanlagemöglichkeiten der Unternehmen, was Rendite und Risikostreuung betrifft.⁹ „Die Finanz- und Eurokrise zeigt sich insbesondere an der Realverzinsung deutscher Bundesanleihen, die gegenwärtig weit unterhalb langjähriger Mittelwerte liegt. Umgekehrt kam es zeitweilig zu Überrenditen im Vergleich zu einer risikolosen Rendite in bisher unbekannter Höhe. Die höhere Marktisikoprämie begründet sich konkret in der gestiegenen Volatilität der Aktienkurse und der damit einhergehenden Varianz der Kursgewinne bzw.-verluste und der deutlich erhöhten Unsicherheit auf den Finanzmärkten. Im Ergebnis gelten durch die Finanz- und Eurokrise wesentliche Parameter bei der Bestimmung von Kapitalkosten als verzerrt. [...] Mit zeitlich großem Abstand auftretende Extremsituationen der Kapitalmärkte wie die Schuldenkrise werden in den üblichen Bandbreiten der Marktisikoprämien jedoch nicht hinreichend reflektiert.“¹⁰

Das Ziel hier diskutierter Investments liegt vornehmlich in der Steigerung der operativen Wettbewerbsfähigkeit. Neben der reinen Finanzsicht der zukünftigen Konzernergebnisbeiträge sollen zumeist Profite entlang der Wertschöpfungskette erzielt werden. Die prozessuale Sicht ist wesentlich, die horizontale und/oder vertikale Integration wird als sinnvoll seitens der Unternehmensleitung angesehen. Dabei spiegelt die Mindestrenditeerwartung nicht nur die Erwartung

5 Vgl. Deister/Götz (2011), S. 9, Cheridito/Schneller (2004), S. 737.

6 Vgl. Deister/Götz (2011), S. 7.

7 Küpper (2011), S. 104; Vgl. auch Jakubowicz (2000), S. 51ff.

8 Lee (2014), S. 56.

9 Vgl. Kleine et al (2012), S. 4.

10 Hoffahn/Posch (2015), S. 13.

an das eigene Geschäft entlang der Prozesskette wider, sondern auch die Risikopräferenz des Unternehmens insgesamt.

Die Festlegung einer Mindestrenditeerwartung gilt häufig für grundsätzlich jede Form von Investment, das auf einer Asset-Übertragung und ggf. Prozessintegration basiert. Eine Unterteilung in verschiedene Objekt-/Projektarten bzw. -klassen erfolgt nicht. Es sollte allerdings einen Unterschied ausmachen, ob am Markt etablierte oder sich in der Seed- oder Growth-Phase befindliche Start-Up-Unternehmen übernommen werden. Auch ist zu differenzieren, ob ein Unternehmen übernommen wird, das kapitalintensiv Anlagevermögen bindet und dabei stabile, planbare Erträge liefert, weil es sich z.B. im Bereich regenerativer Energien (z.B. Wind, Biomasse) betätigt¹¹, oder aber z.B. Softwareentwicklung betreibt und dabei eher von ständiger Innovationsnotwendigkeit getrieben wird.

3 Renditeerwartung als Ansatzpunkt zur Kritik

In der aktuellen Lage besteht die Kritik, dass die Höhe und Eindimensionalität der Mindestrenditeerwartung nicht mehr zeitgemäß ist, um überhaupt Investments in ausreichendem Maße platzieren zu können. In der Renditebetrachtung ist folglich Flexibilität gefordert, da ansonsten im Rahmen eines möglichen M&A-Projektes andere Bieter nach der Due Diligence zum Zuge kommen. So geraten auch renditeärmere Investments in den Fokus, da die Anzahl jener Konkurrenzakteure am Markt steigt, die auch bei Geringrenditebringern aktiv werden und Investments auch dann eingehen, wenn diese eine „quasi-natürliche“¹² Renditegrenze aufweisen. Bei diesen Akteuren sind Planbarkeit und Langfristigkeit ausschlaggebende Größen, speziell, weil bzw. wenn die Kapitalbereitstellung unproblematisch ist. Das aktuell vorhandene „billige Geld“ wird zur Basisrenditeerzeugung eingesetzt. Sofern ein schlüssiges Konzept vorliegt, ist die Projektierung unproblematisch. In bestimmten Fällen erbringen Dienstleister eine Kümmerer-Funktion für den Finanzierer. Er erhält ein „Rundum-Sorglos-Paket“. Die Professionalitätsbemühungen sollen dabei schwächere Ergebniszahlen legitimieren und auch langfristigen Erfolg und Sicherheit suggerieren.

Wird also über eine starre Mindestrenditeerwartung das eigene Engagement reguliert, nehmen sich viele Unternehmen die Chance, an positiven Entwicklungen zu partizipieren. Eine Erwartungshaltung unabhängig von der Investitionsobjektklasse zu definieren, ist unter den heute gegebenen Marktparametern viel zu

eng und starr. Vorteilhaft kann es sein, eine Aufspaltung in eine Grunderwartung zu formulieren, die - abhängig von Projekt- bzw. Investmentobjektarten / -klassen - um abstufende Zuschläge zur Renditeerwartung ergänzt werden, sodass über die Verschiedenartigkeit differente Renditeerwartungen formuliert werden. Eine starre Erwartungshaltung fördert den Druck, prognostizierte Inputgrößen der Investitionsrechnung so zu manipulieren, dass die unrealistische Renditeerwartung in der Entscheidungsgrundlage der Unternehmensleitung abgebildet wird, um sich am Bieterverfahren überhaupt beteiligen zu können. Das Verfehlen der Ergebnisziele dieser Investitionen ist ggf. vorprogrammiert.

Sofern die Renditeerwartung flexibilisiert wird, kann als Ergebnis eine zunehmende Handlungsfreiheit in der Sicht auf Investitionsobjekte erzielt werden. Voraussetzung ist, dass sich die Klassen an Investments der Vergangenheit (sowie aktuellen Marktentwicklungen) orientieren und zur Unterteilung geschickt gewählt werden, sodass kein zu komplexes System entsteht, das nicht handhabbar ist. Ein Ansatz besteht in der Differenzierung der Klassen anhand der horizontalen und vertikalen Prozesssicht der eigenen Wertschöpfung. Letztlich ergeben sich verschiedene Kapitalkostensätze bereits aus der Verschiedenartigkeit der Geschäftssegmente.

4 Fazit

Die Übernahme der Assets im Rahmen eines Unternehmenskaufs in die eigenen Wertschöpfungsprozesse ist ein wichtiger Beitrag zur Stärkung des eigenen Unternehmens gegenüber Wettbewerbern und kann die Basis steigender und nachhaltiger Ergebnisbeiträge sein, sofern die Herausforderungen der Integration erfolgreich gemeistert werden. Die Definition einer starren Mindestrenditeerwartung für Investitionsprojekte ist unter den aktuellen Marktprämissen nachteilig zu sehen. Es fehlen trotz der internationalen Politik des billigen Geldes häufig lukrative Anlageoptionen im Bereich der Firmenübernahmen. Die Mindestrenditeerwartung orientiert sich üblicherweise am WACC.¹³ Häufig werden aber bereits im Vorfeld weitere Argumente gesucht, um von der fixierten Mindestrenditeerwartung nach unten

¹¹ Vgl. Kleine et al (2012), S. 4.

¹² z.B. im Bereich der Wohnungswirtschaft, vgl. Jelica (2014), S. 32.

¹³ WACC als Mindestrenditeerwartung definiert üblicherweise die Obergrenze der Range im Bieterverfahren. Sofern die Range erweitert werden soll, muss die Rendite unterhalb des WACC liegen. Steigt die Rendite unter sonst identischen Bedingungen, wird diese Obergrenze als Handlungsspielraum abgesenkt.

abzuweichen, da die Gefahr besteht, von aktuell positiven Marktentwicklungen abgeschnitten zu werden. Sinnvoll kann es sein, die Mindestrenditeerwartung dahingehend zu verändern, dass für bestimmte Investitionsobjektarten bzw. -klassen ein höherer Spielraum im Bieterverfahren entsteht¹⁴, wenn Beteiligungen an Infrastruktur-Assets im Fokus liegen¹⁵, wobei das Ziel des insgesamt rentablen Wirtschaftens mit einem ausgewogenen Renditemix aber selbstverständlich nicht in den Hintergrund treten darf.

Literatur

Cheridito/Schneller (2004): Der Residualwert in der Unternehmensbewertung, in: Der Schweizer Treuhänder 9/2004.

Deister/Götz (2011), Einfluss der Steuerreform 2008 auf die Unternehmensbewertung unter besonderer Berücksichtigung von persönlichen Steuern, Diskussionsbeiträge, Nr. 11/11, https://www.dhbw-vs.de/fileadmin/content/01_UEBER_UN/04_Studienangebot/02_Fakultaet_Wirtschaft/Bachelor/Bank/Schriftenreihe-Dateien/11-11-Steuerreform.pdf.

Heinze/Radinger (2011): Der Beta-Faktor in der Unternehmensbewertung, Controller Magazin, Dezember 2011, https://www.controllerakademie.de/wp-content/uploads/2016/08/Betafaktor_Radinger_Heinze_2011.pdf.

Hoffjahn/Posch (2015): Korrekturbedarf bei der Ermittlung von risikolosem Basiszinssatz und Marktrisikoprämie, KVK, Technische Universität Dortmund, September 2015, [https://www.bdew.de/internet.nsf/id/20151012-o-positionspapier-eigenkapitalverzinsung-fuer-strom-und-gasnetze-in-der-3-regulierungspe/\\$file/Gutachten_Hoffjan_Posch_Sept.%202015.pdf](https://www.bdew.de/internet.nsf/id/20151012-o-positionspapier-eigenkapitalverzinsung-fuer-strom-und-gasnetze-in-der-3-regulierungspe/$file/Gutachten_Hoffjan_Posch_Sept.%202015.pdf).

Jakubowicz (2000): Wertorientierte Unternehmensführung – Ökonomische Grundlagen – Planungsansätze – Bewertungsmethodik, Wiesbaden, 2000.

Jelica (2014): Wohnen im Alter – Herausforderungen und Potenziale des seniorengerechten Wohnens aus Sicht der Projektentwickler und Investoren, Masterthesis, Institut für Immobilienwirtschaft, FH Wien, https://diplomarbeit.wkimmo.info/FH-Wien/Diplomarbeitenhaenge/2Fo5BE4oB8/Jelica_Marijana.pdf.

Jones (2015): Warum investiert die Allianz in Windparks, Herr Jones?, <https://www.allianzdeutschland.de>

Kleine et al. (2012): Erneuerbare Energien – Aufbruch in eine neue Zeitrechnung, portfolio plattform: Renewables, März 2012.

Küpper (2011): Synergien im internationalen Akquisitionsmanagement – Eine kritische Betrachtung externer Wachstumsstrategien, Diss., Universität Kassel, 2011.

Lee (2014): Wertstromdesign als Instrument der wertorientierten Unternehmensführung, Diss., Leipzig Graduate School of Management, 2014, <http://d-nb.info/1056911964/34>.

¹⁴ Vgl. Kleine et al (2012), S. 6ff.

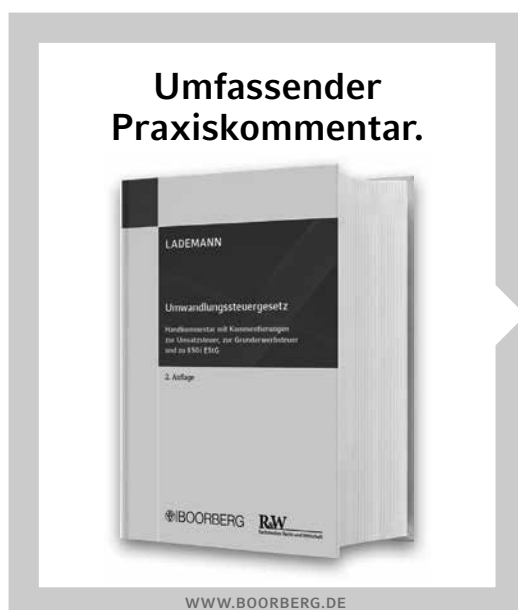
¹⁵ Vgl. Jones (2015).



Dipl.-Betriebswirt **Christoph Wildensee**, DBA, CISM, CRISC, ist IV-Revisor bei der Stadtwerke Hannover AG.



Anna-Katharina Kloska, Dipl.-Kauffrau, CIA, CRMA, ist Leiterin der Revisionsabteilung der Stadtwerke Hannover AG



LADEMANN

Umwandlungssteuergesetz

Handkommentar mit Kommentierungen zur Umsatzsteuer, zur Grunderwerbsteuer und zu § 50i EStG

von Wjatscheslaw Anissimov, Dr. Stefan Behrens, Dr. Hartmut Hahn, Ines Heß, Professor Dr. Dirk Jäschke, Dr. Vanessa Köth, Professor Dr. Jörg Ottersbach, Dr. Wendelin Staats, Dr. Jürgen Staiger, Professor Dr. Michael Stöber und Georg von Streit

2016, 2. Auflage, 1294 Seiten, € 168,-

in Zusammenarbeit mit Deutscher Fachverlag GmbH – Fachmedien Recht und Wirtschaft

ISBN 978-3-415-05623-7



Leseprobe unter www.boorberg.de/alias/1559007

 **BOORBERG**

RICHARD BOORBERG VERLAG FAX 07 11/7385-100 · 089/4361564
TEL 07 11/7385-343 · 089/436000-20 BESTELLUNG@BOORBERG.DE

SZ0817