

INVESTITIONSRECHNUNG

ZUKUNFT GESTALTEN UND BERECHNEN

„Judex non calculat?“ Dieses Bonmot stimmte schon bei König Salomon nicht, für den Syndikus wäre es sowieso fatal: Will er für sein Unternehmen Firmenkäufe gestalten, Patente erwerben, eine nationale oder internationale Expansion begleiten, muss er sich mit betriebswirtschaftlichen Berechnungen auseinandersetzen.

Als die Trumpf GmbH + Co. KG sich 1992 an einem Unternehmen für Lasertechnik beteiligte, herrschte im Maschinenbau die schwerste Krise seit 1945. Auch Trumpf verzeichnete hohe Umsatzrückgänge – eigentlich kein guter Zeitpunkt für eine Akquisition. Und doch hat Trumpf die hohe Investition nie bereut. Die Haas Laser GmbH bot ein Produktportfolio, das das von Trumpf in der Lasertechnik ideal ergänzte und den Einstieg in die Festkörperlasertechnologie ermöglichte. Heute ist Trumpf im Bereich industrieller Laser und Lasersysteme führend.

„Nicht jede Investition ist so erfolgreich“, weiß Peter Bokelmann, der Leiter des Trumpf Zentralbereichs Recht und Gesellschaftspolitik. Sein Bereich kommt ins Spiel, wenn es um die rechtssichere Gestaltung großer Investitionsmaßnahmen geht, insbesondere bei M&A-Projekten. Je komplexer eine Investition ist, desto früher werden die Juristen einbezogen und erarbeiten dann in interdisziplinären Teams in enger Zusammenarbeit mit Kaufleuten und Ingenieuren Risikoanalysen, werten Informationen über Markt, Wettbewerb und Patente aus, führen die Prüfung (Due Diligence) sowie Bewertung des zu übernehmenden Unternehmens durch und wirken schließlich an der Erstellung eines Businessplans mit, der die Grundlage der Investitionsrechnung darstellt.

ENTSCHEIDUNGSGRUNDLAGEN VORBEREITEN

Kernaufgabe einer Investitionsrechnung ist, Annahmen zu treffen, unter welchen Bedingungen eine Investition für ein Unternehmen vorteilhaft ist. Da Investitionen Eigen- und Fremdkapital binden, das sich über die Laufzeit verzinsen muss, ist die Finanzierung von zentraler Bedeutung. Investitions- und Finanzierungsentscheidungen sind immer wechselseitig voneinander abhängig. Investitionen verursachen über die gesamte Existenz des Investitionsgegenstandes Zahlungsflüsse, die in der Planung gedanklich vorweggenommen werden.

Für die Berechnung stehen statische und dynamische Methoden zur Verfügung. Statische Verfahren lassen die zeitliche

Struktur der Ein- und Auszahlungen unberücksichtigt, beziehen nur periodenbasierte Erfolgsgrößen ein und enden nach dem Kapitalrückfluss. Ein beliebtes statisches Verfahren ist die Amortisationsrechnung, die den Kapitalrückfluss (Pay-off) berechnet, also den Zeitpunkt, zu dem die Anschaffungskosten aus den Gewinnen refinanziert sind.

Demgegenüber bieten dynamische Verfahren einen Überblick über die Kapitalwertentwicklung bis zum Ende des Investitionszeitraumes. „Statische Verfahren wie eine Amortisationsrechnung werden wegen ihrer Einfachheit in der Praxis gerne angewandt. Vor allem bei komplexen Investitionsberechnungen führen sie aber häufig zu Fehlentscheidungen“, gibt Professor Dr. André Betzer von der Bergischen Universität Wuppertal zu bedenken.

BUSINESSPLAN BRINGT LICHT INS DUNKEL

Dynamische Verfahren wie die Kapitalwert-Methode (auch Discounted Cashflow-Methode genannt, siehe Infokasten) sind finanzmathematische Verfahren, die auf Ein- und Auszahlungen basieren und deren Fälligkeitszeitpunkt berücksichtigen. Gemeinsam ist allen Verfahren, dass sie einen Kalkulationszinssatz unterstellen. Nur wenn das eingesetzte Kapital eine Mindestrendite bringt, also den kalkulatorischen Zinssatz übertrifft, ist die Investition vorteilhaft.

Bei Trumpf kommt vorzugsweise die Discounted Cashflow-Methode (DCF) zum Einsatz. Justiziar Peter Bokelmann skizziert das Vorgehen am Beispiel einer Firmenübernahme: „Im Businessplan werden verschiedene Szenarien zu Umsatz-, Kostenentwicklung sowie zusätzlichen Investitionen für einen Zeitraum von typischerweise fünf Jahren angenommen. Daraus ermitteln wir den erwarteten Cashflow und zinsen diesen mit einem Zinssatz, der das Risiko und die Amortisationserwartung angemessen berücksichtigt, auf die Anfangsinvestitionskosten ab.“ Gebräuchlich ist ein Zinssatz von 12 Prozent.

Ein Schwachpunkt aller Investitionsrechnungsmethoden ist naturgemäß, dass sie auf Annahmen basieren. Vor allem Kon-

junktorentwicklungen lassen sich darin nur unzureichend abbilden. Die Erkenntnisse aus der DCF-Rechnung bei Trumpf unterstützen die Investitionsentscheidung und dienen darüber hinaus später der regelmäßigen Überprüfung. So werden die Prämissen im Businessplan zum Steuerungsinstrument für das Management. „In regelmäßigen Abständen gleichen wir zwischen Plan und Ist-Zustand ab und überprüfen unsere Annahmen“, erläutert Justiziar Bokelmann. So wird die Investitionsrechnung zu einem Controlling-Instrument, das dabei hilft, Ursachen zu identifizieren: Waren die Prämissen falsch, hat sich der Markt geändert, liegen neue oder andere externe Faktoren vor oder gibt es Managementfehler? Bei der Übernahme der Haas Laser GmbH haben die Prämissen gestimmt. Früher als gedacht hat sich die Investition amortisiert.

Großen Einfluss auf die Investitionsrechnung hat die Entscheidung, ob sich das Unternehmen mit Eigenkapital (Ausgabe von Aktien, einbehaltene Gewinne) oder Fremdkapital (Kredite, Anleihen) finanziert. Beide Finanzierungsarten haben in einem Unternehmen Vor- und Nachteile, die sich vor allem in den Kosten der Kapitalbeschaffung und in der

EIGEN- ODER FREMDKAPITAL?

Risikohöhe niederschlagen. In der Praxis weniger relevant ist dabei, ob es sich um eine Außenfinanzierung (Kredite, Aktien, Anleihen, Beteiligungen) oder Innenfinanzierung (thesaurierte Gewinne) handelt. Ziel ist es immer, die Gesamtkosten des Kapitaleinsatzes zu minimieren.

Bei einer Fremdfinanzierung sind die Kosten sehr transparent anhand der Zinskosten für Kredit beziehungsweise Anleihe zu ermitteln. Die Kosten des Eigenkapitals – konkret die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber (Gesellschafter, Aktionäre), die sich durch die Kosten entgangener Investitionsmöglichkeiten darstellen lassen – sind nicht so einfach zu berechnen. „Die optimale Mischung aus Eigen- und Fremdkapital ist im Wesentlichen abhängig von der Stabilität der zukünftigen Cashflows und variiert somit von Unternehmen zu Unternehmen. Ziel muss es aber immer sein, die Gesamtkosten aus Eigen- und Fremdkapital möglichst gering zu halten“, empfiehlt Prof. Dr. André Betzer.

Die Trumpf Gruppe erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2011/12 einen Umsatz von 2,3 Milliarden Euro (vorläufige Angaben), hat seit 2009/10 wieder kräftig investiert und neue Arbeitsplätze geschaffen. Mittlerweile arbeiten über 9.600 Mitarbeitern für das Unternehmen – so viele wie nie zuvor. Als wirtschaftlich unabhängiges Familienunternehmen verfolgt Trumpf eine konservative Finanzierungspolitik. Investitionen werden in erster Linie über Eigenmittel aus thesaurierten Gewinnen und Abschreibungen finanziert. Die Eigenkapitalquote bei Trumpf liegt mit rund 50 Prozent so hoch wie bei nur wenigen Unternehmen dieser Art. Justiziar Bokelmann



Professor Dr. André Betzer,
Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Corporate Governance, Bergische Universität Wuppertal



Peter Bokelmann,
Leiter Zentralbereich Recht und Gesellschaftspolitik, Trumpf GmbH + Co. KG

hat die Philosophie der Gesellschafter verinnerlicht: „Wir sind ein konservatives Unternehmen in Finanzierung und Unternehmenskultur, aber hoch innovativ in Produkten, Technologien und Prozessen.“ Fremdkapital in Form normaler Kontokorrentlinien bei der Hausbank kommt nur für die Zwischenfinanzierung der normalen Geschäftstätigkeit zum Einsatz. Selbst im Krisenjahr 2008, in dem Trumpf 40 Prozent seines Umsatzes einbüßte, schossen die Familiengeschafter lieber Privatvermögen nach, als eine Fremdfinanzierung über Kredite zu akzeptieren oder Eigenkapital über Beteiligungen aufzunehmen.

Christian Gasche

KAPITALWERTMETHODE

Die Kapitalwertmethode unterstellt, dass freie Kapitalmittel eines Unternehmens beispielsweise in sichere Finanzprodukte angelegt werden könnten oder durch eine andere investive Maßnahmen eine Rendite bringen. Diese Mindestrendite muss das Kapital bei einer Investition erwirtschaften, um vorteilhaft zu sein. Bei unsicheren Erwartungen, wie das in der Praxis die Regel ist, muss daher der Kalkulationszinssatz je nach Risiko deutlich höher liegen als der Kapitalmarktzins für die Kreditaufnahme. Der Kapitalwert zeigt, welchen Wertzuwachs das eingesetzte Kapital heute bei Durchführung der Investition erhalten würde. Der Gewinn wird ab dem Investitionsbeginn auf den gesamten Zeitraum der Investition bezogen und abgezinst. Zudem berücksichtigt die Kapitalwertmethode den Zeitwert einer Zahlung durch Auf- und Abzinsung zum Zeitpunkt ihrer Fälligkeit. Ist der Kapitalwert null, ist die Renditeerwartung gerade erfüllt. Ist er negativ, ist die Investition unvorteilhaft, Unternehmensvermögen wird vernichtet.