



Herbert Fritschi unplugged

Hohe Eigenkapitalrenditen – Was kommt dabei zu kurz?

Je höher, desto besser?

Die Eigenkapitalrendite besagt, wieviele Prozente der Reingewinn eines Unternehmens von dessen Eigenkapital ausmacht. Eine hohe Eigenkapitalrendite ist grundsätzlich wünschenswert. Sie beweist, dass das betreffende Unternehmen sehr rentabel ist. Die Eigenkapitalrendite darf jedoch nicht isoliert betrachtet werden. Manchmal wird eine hohe Eigenkapitalrendite auf Kosten anderer Dinge erzielt, die ebenfalls wünschenswert sind. Die Beweggründe für die Erzielung einer hohen Eigenkapitalrendite können je nach Beteiligten verschieden sein.

Finanzierung des Wachstums

Eine angemessene Eigenkapitalrendite ist notwendig, um das Wachstum aus eigener Kraft zu finanzieren. Sonst müssen entweder mehr Aktien ausgegeben werden, oder das Fremdkapital

muss aufgestockt werden. Mehr Aktien verringern aber den Anteil des Aktionärs am Unternehmen, und mehr Fremdkapital setzt das Unternehmen stärker den Risiken aus.

Die Interessen der Aktionäre – kurz oder langfristig orientiert

Aktionäre erwarten, dass ihnen die hohe Eigenkapitalrendite einen hohen Aktienkurs und eine hohe Dividende bringt. Da Aktienanlagen immer kurzfristiger werden, akzeptieren viele Anleger auch eine Erhöhung der Eigenkapitalrendite auf Kosten der Zukunft. Dagegen erwarten Langfristanleger eine nachhaltige Entwicklung. Sie sind gegen eine Opferung der Zukunft zugunsten der Gegenwart. Wenn der Aktienkurs bzw. das Kurs/Gewinn-Verhältnis steigt, hat dies Vorteile für ein Unternehmen. Es kann günstig Eigenkapital am Kapitalmarkt aufnehmen, ohne dass eine Verwässerung stattfindet. Damit kann es günstig andere Unternehmen mit einem niedrigeren KGV übernehmen.

Die Interessen des obersten Managements

Die Aktienkursentwicklung und die Eigenkapitalrendite sind oft Kriterien zur Festlegung der Boni. Wer nicht fest im Sattel sitzt, will heute kassieren. Er hat keine Lust, für seine Nachfolger zu arbeiten. Die Nachhaltigkeit braucht ihn deshalb nicht zu kümmern. Eine hohe Eigenkapitalrendite, die ihm zu einem hohen Bonus verhelfen kann, muss er heute erzielen. Auf Faktoren, die nicht bonuswirksam sind, kann er weniger Rücksicht nehmen. In der heutigen vom Konkurrenzkampf geprägten Geschäftswelt, sich auch beim Bonus jeder selbst der Nächste.

Fehlentwicklungen - «Après nous le déluge»

Wenn die Höhe der Eigenkapitalrendite einen starken Einfluss auf die Höhe der Boni hat, können Fehlanreize entstehen. Es kommt dann zu einer übermässigen Fokussierung auf die Eigenkapitalrendite. Fehlentwicklungen sind vorprogrammiert. Die Manager ziehen die kurzfristige Orientierung einer langfristigen Orientierung vor. Sie sparen am falschen Ort und sehen sich veranlasst, übertriebene Risiken einzugehen. Wenn die Rechnung aufgeht, können sie sich sanieren; wenn es schlecht ausgeht, muss das Unternehmen saniert werden. Wenn es Glück hat „too big to fail“ zu sein, dann bezahlen sogar die Steuerzahler das Abenteuer. Für solche Manager besteht somit eine Win-Win-Situation.

Sparen am falschen Ort

Sparmassnahmen sind eine gute Möglichkeit, die Eigenkapitalrendite zu erhöhen. Hier kann man aber auch übertreiben und am falschen Ort sparen. Doch dies braucht Manager, die nur auf eine rasche Gewinnsteigerung aus sind, nicht gross zu kümmern.

- **Kahlschlag beim Personal:** Dadurch kann viel Know How verloren gehen, das für die Weiterentwicklung notwendig ist.
- **Sparen bei Forschung und Entwicklung:** Dies bringt sofort mehr Gewinn, hemmt jedoch das längerfristige Wachstum.
- **Vernachlässigung des Gebäudeunterhalts:** Dadurch werden einfach Ausgaben auf die Zukunft verschoben.
- **Aufschub von Anschaffungen:** Dies ist Sparen zulasten der zukünftigen Gewinne.

Mehr Risiken eingehen

Risiken beeinträchtigen bekanntlich die Stabilität eines Unternehmens. Bis zu einem gewissen Grad müssen Unternehmen natürlich Risiken eingehen. Durch das Eingehen von höheren Risiken wird eine höhere Eigenkapitalrendite angestrebt. Wenn es schief geht, hat man wenigstens den Bonus eingestrichen. Das Management kann sich auf abenteuerliche Geschäfte einlassen. Es kann das Unternehmen einseitig ausrichten. Sehr beliebt bei den Fans einer hohen Eigenkapitalrendite ist, der Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital zu vermindern. Dafür nimmt der Anteil der Schulden entsprechend zu. Dadurch wird die Hebelwirkung (Leverage) beim Gewinn vergrössert. Der Anteil des Gewinns am Eigenkapital nimmt so auf wundersame Weise zu.

Mehr Leverage

Die Leverage kann entweder durch eine Aufstockung des Fremdkapitals oder eine Verringerung des Eigenkapitals erhöht werden. Einzelne Banken haben diesen Prozess soweit getrieben, dass sie sich inbezug auf die Leverage kaum mehr von einem Hedge Fund unterscheiden. Das Fremdkapital lässt sich am einfachsten mit Bankkrediten erhöhen. Grössere Unternehmen haben auch die Möglichkeit, Anleihen auszugeben. Zur Reduktion des Eigenkapitals werden folgende Möglichkeiten angewendet:

- ***Zu hohe Dividenden-Ausschüttung:*** Dies geht zulasten der Rücklagen.
- ***Rückzahlung von Eigenkapital:*** Steuerfreie Dividenden erfreuen Aktionäre.
- ***Rückkauf von eigenen Aktien:*** Stützt zudem den Aktienkurs.
- ***Leasing anstatt Besitz von Immobilien:*** Der Verkauf der Liegenschaften reduziert den Kapitalbedarf. Oft entstehen noch Buchgewinne auf den Verkäufen.

Die Interessen der Langfristanleger

Langfristanleger sollen selbstverständlich eine angemessene Eigenkapitalrendite verlangen. Sie dürfen sich aber von ihr nicht blenden lassen. Sie müssen hinter die Kulissen schauen und faule Tricks des „Financial Engineering“ aufdecken. Die Massnahmen zur Erhöhung der Eigenkapitalrendite dürfen die langfristigen Interessen des Unternehmens nicht beeinträchtigen. Dazu gehört insbesondere die Stabilität des Unternehmens. Da aber neben den Managern auch immer mehr Anleger kurzfristig orientiert sind, werden solche Appelle meistens erst nach einer grösseren Panne zur Kenntnis genommen. Dann lecken die Aktionäre die Wunden, und der verantwortliche CEO macht sich mit einem goldenen Fallschirm davon zum nächsten Abenteuer.

15.11.12 Herbert Fritschi