



UNTERNEHMENSANALYSE 20/11/2015

## Investitionsschwäche trotz Niedrigzinsen – Kalkulatorische Kapitalkosten als Hemmschuh?

von KAI LEHMANN

- Die Investitionsaktivität der DAX 30-Unternehmen hat seit der Jahrtausendwende stetig nachgelassen. So schrumpften die Investitionsausgaben der Unternehmen seit dem Jahr 2000 von 133 Mrd. € auf 97 Mrd. € im Jahr 2014. Dies überrascht, da sich die Unternehmen aufgrund der Nullzinspolitik der EZB derzeit nahezu zinslos verschulden können, was sich positiv auf die Investitionstätigkeit auswirken sollte.
- Allerdings zeigt sich, dass die in den Geschäftsberichten ausgewiesenen Kapitalkosten kaum gesunken sind. So ist der durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) der DAX-Unternehmen seit seinem Hoch im Jahr 2008 von 7,5 % nach Steuern „nur“ auf 6,3 % zurückgegangen.
- Grund für den moderaten Rückgang des durchschnittlichen WACC sind die von Unternehmensseite unterstellten hohen Risikoprämien für Eigenkapital. Dies hemmt deren Investitionsbereitschaft.

### Motivation

Seit längerem wird in Deutschland und im übrigen Europa eine anhaltende Investitionsschwäche sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor ausgemacht. Diese manifestiert sich hierzulande an einer seit den frühen 1990er Jahren rückläufigen und seit Mitte der vergangenen Dekade persistent niedrigen Investitionsquote von ca. 20 % des BIP (Abbildung 1, links). Während die Investitionsschwäche im öffentlichen Bereich auf die hohe Schuldenquote sowie den Abbau vorheriger Überinvestitionen im Bausektor zurückgeführt wird,<sup>1</sup> sind es auf privatwirt-

schaftlicher Ebene häufig Zweifel über die globalen Wachstumsperspektiven, die Unternehmen davor zurückschrecken lassen, umfangreiche Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen durchzuführen. Zu frisch scheinen die Erinnerungen an die Finanzkrise während derer die Kapazitätsauslastung der deutschen Unternehmen im Zuge des globalen Nachfrageschocks kurzerhand von nahe 90 % auf ca. 70 % sank (Abbildung 1, rechts). Seit der ebenso schnellen Erholung liegt die Auslastungsquote auf dem Niveau ihres langjährigen Mittels von etwa 85 %.

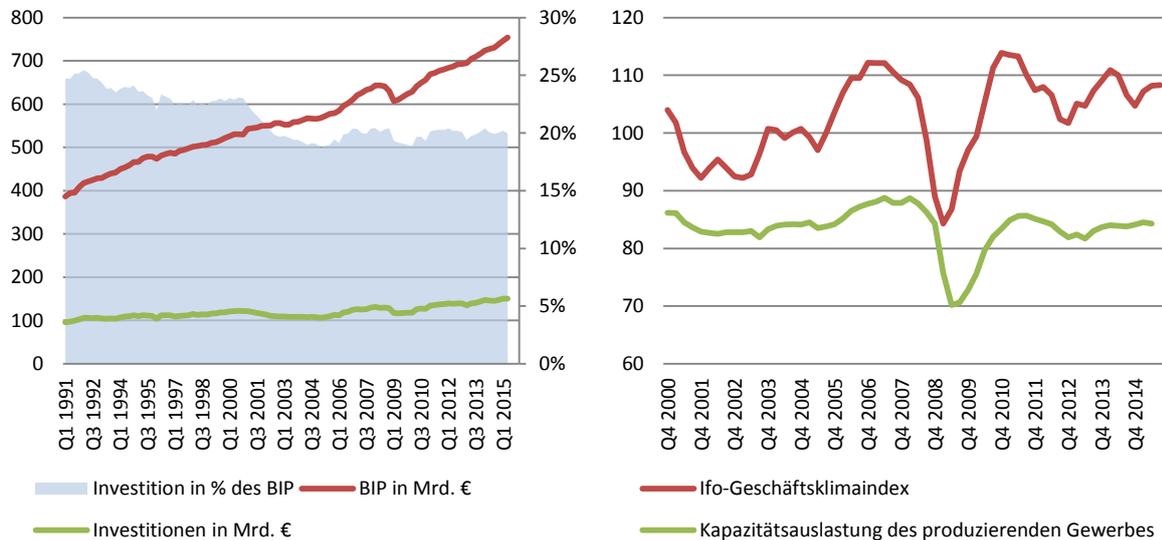
Dabei sollten die vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds derzeit sehr günstigen Finanzierungsmöglichkeiten eigentlich große Anreize für viele Unternehmen bieten, bis dahin aufgeschobene Investitionsprojekte zu realisieren.

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu bspw. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Monatsbericht 11-2014, abrufbar unter <https://www.bmwi.de/Dateien/BMWi/PDF/Monatsbericht/Auszuge/11-2014-investitionsschwaechen,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf>.



**Abbildung 1: Bruttoinlandsprodukt und Investitionen (in Mrd. € bzw. in %) sowie Kapazitätsauslastung des produzierenden Gewerbes (in %) in Deutschland und Ifo-Geschäftsklimaindex.**



Quelle: Deutsche Bundesbank, Thomson Reuters, Ifo Institut für Wirtschaftsforschung. Stand: 20.11.2015

Nicht zuletzt weisen viele Investitionen gerade erst durch die niedrigen Zinsen einen positiven Kapitalwert aus, da die erwarteten Überschüsse aus diesen Projekten mit einem geringeren Zins diskontiert werden. Doch um als rentabel zu gelten, muss eine Investition neben dem verursachten tatsächlichen Finanzierungsaufwand ebenso die kalkulatorischen Eigenkapitalkosten egalalisieren, die dadurch zustande kommen, dass das gebundene Investitionskapital nicht mehr anderweitig genutzt werden kann. Diese Kostenblöcke werden in der Unternehmenspraxis meist in Form der sog. *Weighted Average Costs of Capital* (WACC) abgebildet. In ihnen kommen neben den aufzuwendenden Zinszahlungen auch die Verzinsungsansprüche der Eigenkapitalgeber zum Ausdruck, die als Unternehmenseigner einen adäquaten Ausgleich für das im Rahmen des Aktienengagements eingegangene Risiko verlangen. Dabei gilt: Je riskanter die Investition ex-ante scheint, desto höher ist der verlangte Renditeausgleich.

Im Rahmen dieser Studie wird der Frage nachgegangen, wie sich die Kapitalkosten der deutschen DAX 30-Unternehmen im Laufe der letzten Jahre vor dem Hintergrund des persistenten Zinsverfalls entwickelt haben. Hierzu werden die von den Unternehmen in den Geschäftsberichten ausgewiesenen Kapitalkosten betrachtet. Diese werden in einem nächsten Schritt den eigens ermittelten Kapitalkosten gegenübergestellt, um die Konsequenzen aufzuzeigen, die sich aus etwaigen Unterschieden im Hinblick auf die Investitionstätigkeit ergeben können.

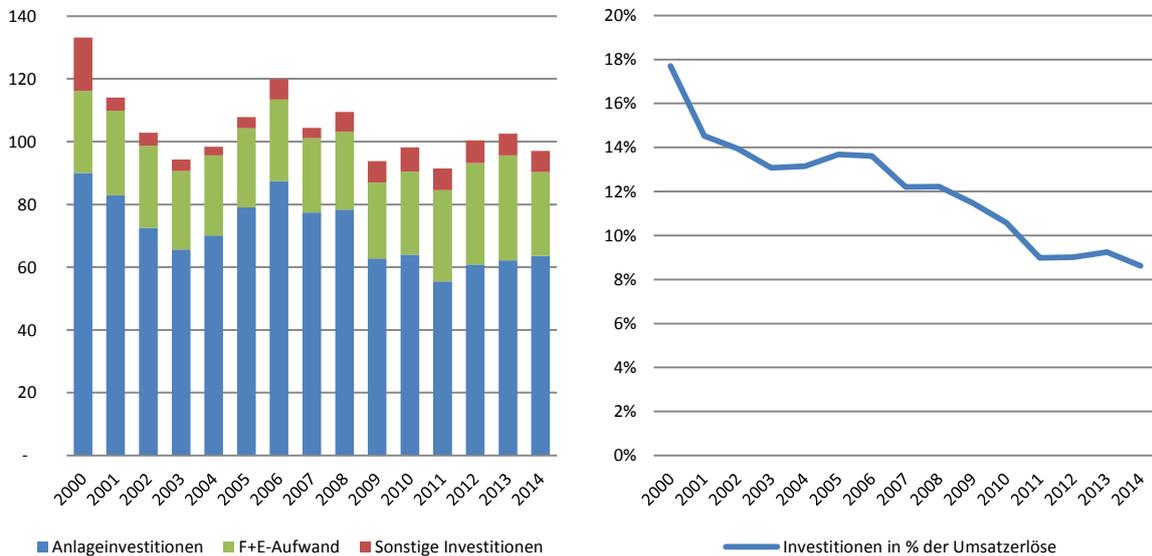
### Investitionsschwäche in Deutschland

„Investitionen sind das Fundament für Wachstum und Beschäftigung einer Volkswirtschaft“<sup>2</sup>, so heißt es im Bericht der Expertenkommission, die von Bundeswirtschaftsminister Sigmar Gabriel im Sommer letzten Jahres damit beauftragt

<sup>2</sup> Stärkung von Investitionen in Deutschland (2015), Auszug aus dem Bericht der Expertenkommission im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Energie, Sigmar Gabriel, S. 6, abrufbar unter: [http://docs.dpaq.de/8783-auszug\\_aus\\_dem\\_bericht\\_der\\_expertenkommission.pdf](http://docs.dpaq.de/8783-auszug_aus_dem_bericht_der_expertenkommission.pdf).



Abbildung 2: Investitionsausgaben der DAX 30-Unternehmen in Mrd. € (links) und in % der Umsatzerlöse (rechts).



Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters. Stand: 20.11.2015

wurde, Lösungsansätze für die Verringerung der ausgemachten „Investitionslücke“ zu finden. Denn die öffentliche und private Investitionstätigkeit entwickelte sich in den vergangenen Jahren derart schwach, dass die Modernität des Kapitalstocks in Deutschland im Vergleich zu anderen großen Volkswirtschaften als gering angesehen wird und die Notwendigkeit zur Verbesserung aufgrund der herausragenden Bedeutung von Investitionen für langanhaltende Prosperität einhellig anerkannt wird.

Die Investitionsschwäche zeigt sich im privaten Sektor an den seit dem Jahr 2000 nachlassenden Ausgaben für Anlagegüter sowie den allenfalls konstanten Ausgaben für Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten. So gaben die Unternehmen des DAX im Jahr 2000 aggregiert mehr als 130 Mrd. € für derartige Investitionen aus (Abbildung 2, links). Nach einem Zwischenhoch im Jahr 2006 sorgte die anschließende Finanzkrise für eine bis heute nachlassende Investitionsbereitschaft. Zuletzt lagen die aggregierten Investitionen inkl. Forschungs- und Entwick-

lungsaufwendungen der DAX-Unternehmen mit ca. 97 Mrd. € etwa 30 % unter dem Niveau des Jahres 2000.

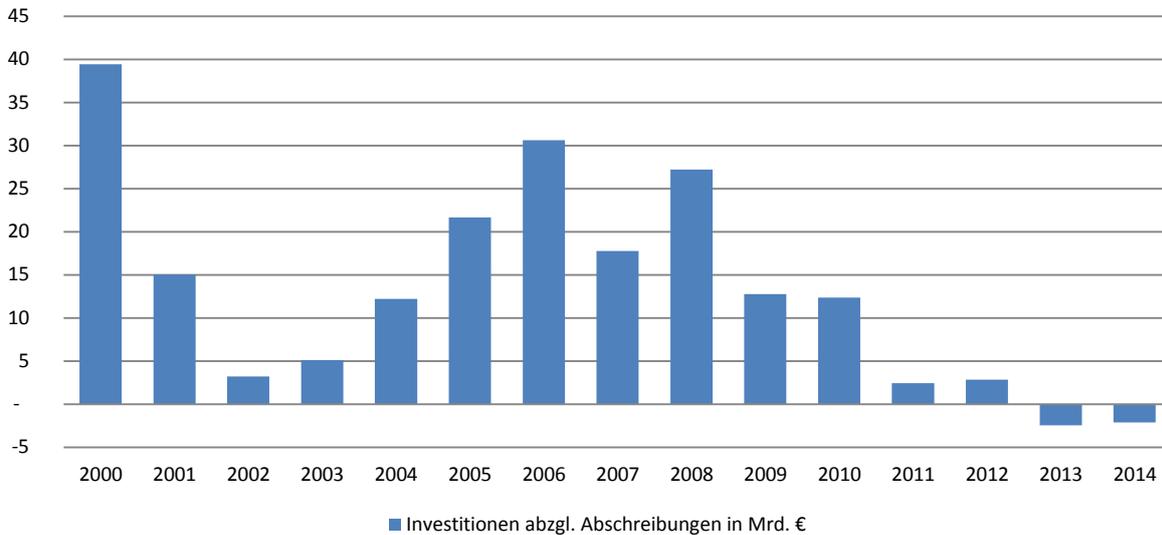
Setzt man die dargestellten Ausgaben ins Verhältnis zu den kumulierten Umsatzerlösen, so verdeutlicht Abbildung 2 (rechts), dass die Investitionsaktivität der DAX-Unternehmen relativ betrachtet noch viel deutlicher gefallen ist. So entsprachen die Investitionen im Jahr 2014 mit ca. 8,6 % der Umsatzerlöse gerade noch der Hälfte des entsprechenden Wertes im Jahr 2000, der bei 17,7 % lag. Der Rückgang der Investitionsquote verlief dabei nahezu kontinuierlich.

Das seit vielen Jahren beobachtbare Abschmelzen des Kapitalstocks im öffentlichen Sektor zeigt sich jüngst auch im privatwirtschaftlichen Bereich.<sup>3</sup> Auch hier war der durch die Abschreibungen ermittelte Werteverzehr größer als die Investitionen (Abbildung 3).

<sup>3</sup> Vgl. zur Diskussion über negative Nettoinvestitionen im öffentlichen Sektor Fußnote 2: Stärkung von Investitionen in Deutschland (2015), S. 8



Abbildung 3: Investitionssumme abzgl. aggregierter Abschreibungen (in Mrd. €).\*



Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters. Stand: 20.11.2015

\*Ohne Banken und Versicherungen

Unzweifelhaft zeigen die Daten für die letzten Jahre somit eine im Vergleich zur jüngeren Vergangenheit schwache Investitionsaktivität der DAX-Unternehmen auf. Dies ist bemerkenswert, da die expansive Geldpolitik der EZB die Kreditvergabe der Banken beschleunigt und damit die Investitionstätigkeit der Unternehmen angeregt haben sollte. In der Tat sind die Finanzierungskosten für viele Unternehmen heute günstiger denn je. So können sich hochkapitalisierte Unternehmen mit einem A-Rating derzeit für weniger als 1,5 % verschulden. Dies müsste die Ausgaben für Investitionen ceteris paribus also geradezu in die Höhe schnellen lassen. Doch: Genau das Gegenteil ist der Fall.

Wie eingangs angeführt, spielen Unsicherheiten über die globalen Wachstumsaussichten bei der derzeitigen Ausgabenzurückhaltung eine entscheidende Rolle. Insbesondere das Wachstum in den Schwellenländern hatte sich in der jüngeren Vergangenheit merklich abgekühlt, was die Bereitschaft zu umfangreichen Investitionen auch in Deutschland negativ beeinflusst haben dürfte. Allerdings sollte die Vorteilhaftigkeits-

beurteilung einzelner Investitionsprojekte theoretisch nicht von einem schwächeren Wachstum in Mitleidenschaft gezogen werden, denn: Ein geringeres Wachstum senkt die Opportunitätskosten von Investitionen. Diese müssen nun eine geringere Rendite erwirtschaften, um als rentabel zu gelten. Zentral ist also die Frage, ob die Investitionen in der Lage sind die zu veranschlagenden Kapitalkosten zu decken. Ein sinkender Diskontierungszinssatz lässt ceteris paribus die Barwerte künftiger Cashflows aus der Investition steigen, so dass geringere Kapitalkosten die Investitionsaktivität steigern sollten.

### Kapitalkosten und ökonomischer Gewinn

Mit der zunehmenden Verbreitung des Shareholder Value Ansatzes zum Ende des vergangenen Jahrhunderts wurde in der Unternehmenswelt eine primär auf die Aktionärsinteressen ausgelegte Unternehmensstrategie populär, bei der vornehmlich die Steigerung des Eigenkapitalmarktwerts angestrebt wird. Seitdem haben die meisten der großen kapitalmarktorientierten Konzerne wertorientierte Steuerungssysteme implementiert. Diese sollen den wahren



Wertzuwachs der unternehmerischen Aktivität für den Aktionär, den sog. „Economic Value Added“ oder „ökonomischen Gewinn“ messen (unter Einbezug des Konzernnamens etwa auch als „*Continental Value Contribution (CVC)*“ oder „*ThyssenKrupp Value Added (TKVA)*“ bekannt). Kerngedanke dieser Systeme ist die explizite Berücksichtigung der Verzinsungsansprüche der Kapitalgeber auf das eingesetzte Kapital (sog. *Capital Employed*).

Eingesetzt werden diese Steuerungssysteme unter anderem zur ex-ante Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Einzelinvestitionen.<sup>4</sup> Liegt die anvisierte Rendite eines Projekts oberhalb der Kapitalkosten, so wird durch die Investition Wert für den Kapitalgeber generiert, während Investitionen, die eine Verzinsung unterhalb der geforderten Mindestverzinsung des Kapitalgebers erbringen, wertvernichtend sind. So heißt es beim Konzern Deutsche Post: „*Es wird ein für alle Unternehmensbereiche einheitlicher Kapitalkostensatz von 8,5 % verwendet, der zugleich auch eine Mindestzielgröße für Projekte und Investitionen im Konzern darstellt.*“<sup>5</sup> Ein Verfehlen der Renditeziele muss demnach nicht mit einem tatsächlichen buchhalterischen Verlust einhergehen, sondern bedeutet vielmehr, dass die Opportunitätskosten eines durchschnittlichen Investors nicht gedeckt werden konnten, so dass für diese ein kalkulatorischer Verlust entstanden ist, da dieser seine Mittel anderweitig rentabler hätte anlegen können.

Doch wie gelangen die Unternehmen zu den Opportunitätskosten? Während die Rendite für den Fremdkapitalgeber zum Zeitpunkt des Engagements mehr oder minder gewiss ist, sofern das Unternehmen seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommt, sind die Erwartungen des Aktionärs ex-ante nicht bekannt. Daher wird in Wissenschaft und Praxis zumeist auf das *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* zurückgegriffen. Hiernach bestimmen sich die Ansprüche der Aktionäre an der Verzinsung einer risikolosen Anlage zzgl. einer Marktrisikoprämie (MRP), die um das unternehmensspezifische Risiko adjustiert wird. Dieses bemisst sich an der Schwankungsanfälligkeit der Aktienrendite im Vergleich zur Marktrendite:

$$r_{EK} = r_f + (E(r_M) - r_f) * \beta \quad (1)$$

Mit  $r_{EK}$  = Eigenkapitalkostensatz;  
 $r_f$  = Risikoloser Zinssatz;  
 $E(r_M)$  = Erwartete Marktrendite;  
 $\beta$  = Risikomaß

Der risikolose Zinssatz (oder auch Basiszinssatz) spiegelt die Verzinsung einer Anlage wieder, die keinerlei Verlustrisiko birgt, sei es durch Ausfall, Währungs- oder Zinsveränderungen. In der Praxis zieht man zur Bestimmung des risikolosen Zinssatzes langlaufende Staatsanleihen von Schuldner mit höchster Bonität heran, wie etwa den Zinssatz 30-jähriger Bundesanleihen. Abbildung 4 (links) zeigt den Renditeverfall dieser Anlageklasse über die letzten 15 Jahre. Von ehemals 6 % Anfang der 2000er Jahre ist der risikolose Zinssatz auf zuletzt ca. 1,5 % gefallen.

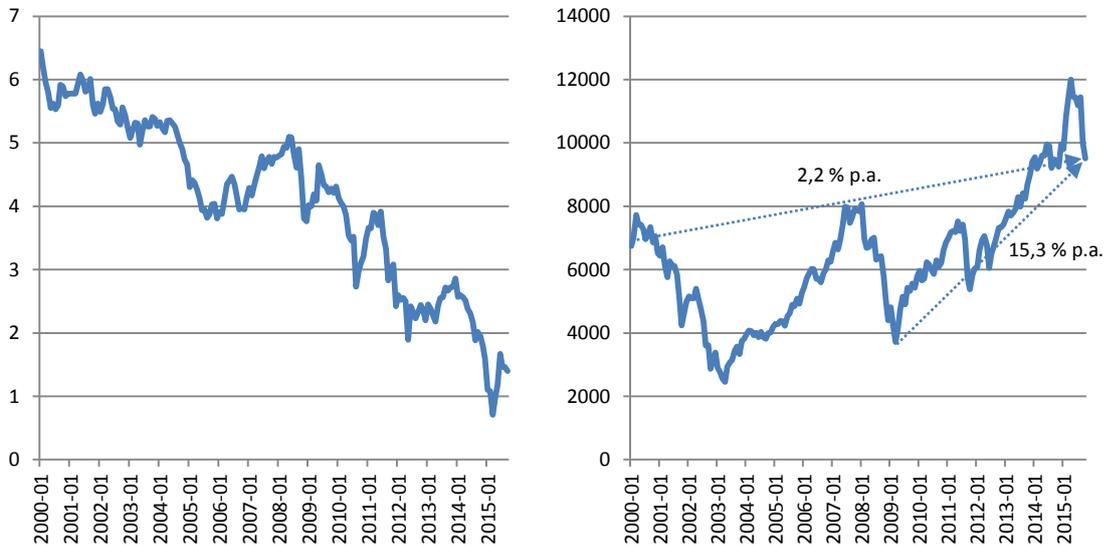
Hinsichtlich der Ermittlung der Marktrisikoprämie ergeben sich in der Praxis enorme Spielräume. Als Referenzmaßstab wird hierbei regelmäßig auf die langfristig beobachtbaren

<sup>4</sup> Ebenso finden wertorientierte Steuerungssysteme bei der ex-post Performancebeurteilung eines Unternehmens oder auch eines Teilbereichs bzw. dessen Managements Anwendung. Zudem werden sie im Rahmen der Managementbeurteilung oftmals zu Vergütungszwecken herangezogen. So wird nicht anhand buchhalterischer Gewinngrößen beurteilt, ob das Management erfolgreich gewirtschaftet hat, sondern vielmehr auf Basis der Rendite auf das betriebsnotwendige Vermögen in der betrachteten Periode.

<sup>5</sup> Geschäftsbericht Deutsche Post 2014, S. 36.



Abbildung 4: Rendite deutscher Staatsanleihen mit 30-jähriger Restlaufzeit in % (links) und DAX-Performance Index (rechts).



Quelle: Deutsche Bundesbank, Thomson Reuters. Stand: 20.11.2015

Renditen des Aktienmarkts abgestellt, wobei sich je nach konkretem Index und je nach Zeitpunkt bzw. Zeitraum höchst unterschiedliche Renditen ergeben. Betrachtet man bspw. den DAX-Performance Index (Abbildung 4, rechts), so ergibt sich für den dargestellten Gesamtzeitraum eine Rendite von ca. 41 % bzw. 2,2 % p.a. Wer jedoch im März 2009 in den DAX investierte, konnte sich über einen Wertzuwachs von mehr als 150 % bzw. mehr als 15 % p.a. freuen. Da für den Aktienmarkt aber bei längeren Investitionshorizonten eine Rendite zwischen 7 % und 9 % realistisch scheint, verwenden die Unternehmen als Marktrendite häufig entsprechende Werte. Populärer ist jedoch der Rückgriff auf Expertenempfehlungen, etwa die des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW), der für lange Anlagezeiträume eine Marktrisikoprämie von 5,5 % bis 7 % als gerechtfertigt ansieht.

Da Unternehmen zu bedeutenden Teilen fremdfinanziert sind, sind anfallende Fremdkapitalkosten in der Opportunitätskostenberechnung ebenso zu berücksichtigen. Da die Fremdkapitalgeber einen gesicherten Anspruch auf die fristgerechte Rückzahlung und Verzinsung der eingebrachten Mittel haben und ihre Ansprüche im Falle einer Insolvenz bevorzugt berücksichtigt werden, ist die von ihnen geforderte Mindestrendite niedriger als die der Aktionäre.<sup>6</sup> Zudem sind Fremdkapitalzinsen steuerlich abzugsfähig, was im Term (1-s) in Gleichung 2 zum Ausdruck kommt.

Gewichtet werden die entsprechenden Kapitalanteile auf Basis ihrer Marktwerte, so dass sich folgende Formel für die Kapitalkosten (hier nach Steuern) ergibt:

<sup>6</sup> Vereinzelt findet man in der Berichterstattung den Hinweis, dass der Diskontierungssatz für rückstellungsfinanzierte Pensionsansprüche als separater Zinssatz mit in die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten einbezogen wird.



$$\text{WACC n. St.} = r_{EK} * \frac{EK}{GK} + r_{FK} * \frac{FK}{GK} * (1 - s) \quad (2)$$

Mit WACC = Weighted Average Cost of Capital;

$r_{EK}$  = Eigenkapitalkostensatz;

$\frac{EK}{GK}$  = Eigenkapitalquote;  $r_{FK}$  = Fremdkapitalkostensatz;

$\frac{FK}{GK}$  = Fremdkapitalquote;  $s$  = Steuersatz

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die in den Geschäftsberichten ausgewiesenen gewichteten Kapitalkosten der Unternehmen aus dem DAX 30 auf aggregierter Basis.

Insgesamt zeigt sich bei den Kapitalkosten über den Betrachtungszeitraum nur eine geringe Variation. Der Rückgang des Basiszinssatzes  $r_f$  und des Fremdkapitalkostensatzes  $r_{FK}$  geht mit einem leichten Anstieg der Marktrisikoprämie MRP einher. Die durchschnittlichen WACC vor Steuern liegen über den Gesamtzeitraum zwischen 8,70 % und 9,77 % und die WACC nach Steuern bei 6,30 % bis 7,52 %. Demnach ist in den letzten Jahren zwar ein leichter Rückgang der Kapitalkosten zu konstatieren, doch ist die-

ser Rückgang mit gut 100 Basispunkten vor dem Hintergrund des deutlichen Zinsverfalls an den Märkten überschaubar. Der lediglich moderate Rückgang der gewichteten Kapitalkosten ist auf die gestiegene Marktrisikoprämie zurückzuführen. Doch erscheint dies modelltheoretisch nicht nachvollziehbar. Ein niedriges Zinsumfeld sorgt ceteris paribus für steigende Bewertungen des Aktienmarktes und im Umkehrschluss für niedrigere implizite Renditen (Kehrwert des Bewertungsmultiplikators). Weist der DAX bspw. ein durchschnittliches KGV von 10 aus, so beträgt die statische Amortisationsdauer einer Investition 10 Jahre bzw. die jährliche Rendite im Umkehrschluss 10 %. Steigt der Aktienmarkt nun aber aufgrund sinkender Zinsen auf einen Multiplikator von 20, so beträgt die implizite Rendite der Investition nur 5 %.

Die im Folgenden dargestellten Ergebnisse eigens berechneter Kapitalkosten zeigen auf, dass die in den Geschäftsberichten geschilderten

**Tabelle 1: Durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten der DAX-Unternehmen 2005 bis 2014 (in %).<sup>7</sup>**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
$r_f$	4,46	4,26	4,38	4,36	4,23	3,65	3,20	2,83	2,69	2,31
MRP	5,02	5,00	4,93	4,97	4,89	4,89	4,91	5,16	5,66	5,74
$\beta^8$	0,80	0,89	0,91	0,93	0,97	0,97	0,98	0,99	0,99	0,98
EK-Quote	58,7	62,7	60,9	58,9	59,6	60,4	59,3	58,8	58,6	59,0
FK-Quote	41,3	37,3	39,1	41,1	40,4	39,6	40,7	41,2	41,4	41,0
$r_{FK}$	5,26	4,85	4,77	5,13	5,45	5,13	4,80	4,37	3,69	3,64
$s$	34,3	33,9	30,5	28,6	27,8	27,9	27,8	27,9	28,2	28,2
WACC v.St.	<b>9,27</b>	<b>9,30</b>	<b>9,62</b>	<b>9,61</b>	<b>9,77</b>	<b>9,28</b>	<b>9,06</b>	<b>9,01</b>	<b>8,77</b>	<b>8,70</b>
WACC n.St.	<b>6,92</b>	<b>7,06</b>	<b>7,26</b>	<b>7,52</b>	<b>7,33</b>	<b>7,09</b>	<b>6,75</b>	<b>6,65</b>	<b>6,59</b>	<b>6,30</b>

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen FvS Research Institute. Stand: 20.11.2015

<sup>7</sup> Hierbei wurden 20 der 30 DAX-Unternehmen berücksichtigt. Die übrigen Unternehmen haben ihre Kapitalkosten bzw. die zugrundeliegenden Bewertungsparameter nicht explizit angegeben.

<sup>8</sup> Bei einer Erfassung des kompletten Referenzportfolios läge der Betafaktor bei 1,00.



Tabelle 2: Berechnete gewichtete Kapitalkosten der DAX-Unternehmen 2005 bis 2014 (in %).

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
$r_f$	3,58	4,08	4,60	3,53	4,11	3,44	2,36	2,16	2,75	1,36
MRP	4,25	3,15	3,34	7,96	2,46	5,07	8,69	6,68	4,87	6,58
$\beta$	0,85	0,99	0,89	0,80	0,91	1,01	0,92	0,96	0,93	1,01
EK-Quote	59,9	62,0	63,8	52,8	55,1	58,7	53,3	60,4	62,9	61,9
FK-Quote	40,1	38,0	36,2	47,2	44,9	41,3	46,7	39,6	37,1	38,1
$r_{FK}$	6,47	6,15	5,98	5,72	5,25	5,39	5,11	5,78	4,96	4,35
s	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
WACC v.St.	<b>8,53</b>	<b>8,59</b>	<b>7,68</b>	<b>11,04</b>	<b>7,75</b>	<b>8,66</b>	<b>9,33</b>	<b>8,51</b>	<b>7,40</b>	<b>7,08</b>
WACC n.St.	<b>6,87</b>	<b>6,91</b>	<b>7,00</b>	<b>8,34</b>	<b>6,28</b>	<b>7,26</b>	<b>7,32</b>	<b>6,81</b>	<b>6,49</b>	<b>6,16</b>

Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen FvS Research Institute. Stand: 20.11.2015

Annahmen und somit auch die Kapitalkosten teils deutlich von den am Markt beobachtbaren Gegebenheiten abweichen (Tabelle 2).

Als Basiszinssatz wurde die Rendite 30-jähriger Bundesanleihen verwendet (zuvor Abbildung 4, links). Im Falle der Marktrisikoprämie wurden die aus dem Bewertungsniveau abgeleiteten impliziten Renditen als Kehrwert des KGV berechnet. Der Fremdkapitalkostensatz ergibt sich als Relation aus dem jährlichen Zinsaufwand und den verzinslichen Schulden. Die jeweiligen Kapitalanteile sind im Falle des Eigenkapitals auf Marktwerte und im Falle des Fremdkapitals auf Buchwerte bezogen. Als Steuersatz wurden pauschal 30 % unterstellt.

Als Resultat ergeben sich Kapitalkostensätze, die weit schwankungsanfälliger sind als die in den Geschäftsberichten ausgewiesenen. Zudem liegen die Werte im Durchschnitt auf niedrigerem Niveau. So liegen die durchschnittlichen WACC nach Steuern im Jahr 2008 bei 8,34 % und fallen bis 2014 auf 6,16 %. Die Differenz von höchstem und niedrigstem Wert beträgt also gut 200 Basispunkte. Vor Steuern ist der Unterschied unter Berücksichtigung des Extremwertes von 2008 gar noch viel größer. In der Spitze liegen die ermittelten Kapitalkosten somit leicht über den in den Geschäftsberichten ausgewie-

senen Werten, während sie zum Ende des letzten Jahres (insbesondere vor Steuern) darunter liegen.

Die zu beobachtende geringe Veränderung der Kapitalkostensätze ist auch darauf zurückzuführen, dass Unternehmen lediglich auf eine nachhaltige Änderung der Inputparameter reagieren. Schwankungen, die als temporär erachtet werden, werden daher ignoriert. So heißt es bei der Deutschen Post: „Allerdings ist es hierbei nicht das Ziel, alle kurzfristigen Veränderungen nachzuvollziehen. Stattdessen werden nur längerfristige Trends verfolgt.“<sup>9</sup> Dies ist in gewissem Maße durchaus nachvollziehbar und sinnvoll, da sich Investitionen in der Regel erst über viele Perioden amortisieren und die Kapitalallokation im Unternehmen ansonsten von der Volatilität der Inputparameter beeinflusst würde, was zweifelsohne nicht wünschenswert wäre. Doch muss hinterfragt werden, ob die Annahme steigender Marktrisikoprämien in der jüngeren Vergangenheit gerechtfertigt war bzw. ob derartige Erwartungen zukünftig nicht nach unten

<sup>9</sup> Geschäftsbericht Deutsche Post 2014, S. 36



revidiert werden müssten. Derzeit ist nicht absehbar, dass sich das Zinsumfeld nachhaltig ändert, was vergleichsweise hohe Bewertungsniveaus von Aktien rechtfertigt. Wie zuvor geschildert, bedeutet dies im Umkehrschluss, dass sich implizite Renditen bzw. Prämien aus Aktienengagements weiter auf niedrigem Niveau bewegen dürften.

Auch wenn die Datenbasis zu gering ist, um valide Zusammenhänge zwischen der Höhe der Kapitalkosten und der Investitionstätigkeit herstellen zu können, so lassen die Daten auf Unternehmensebene dennoch Trendaussagen zu. Im Durchschnitt zeigte sich bei mehr als 80 % der Beobachtungen ein negativer Korrelationskoeffizient. Somit scheint sich der ökonomisch zu vermutende Zusammenhang zwischen sinkenden Kapitalkosten und steigender Investitionsaktivität tatsächlich zu zeigen. Dies widerspricht dem Bild, welches sich auf Durchschnittsebene ergibt (sinkende Investitionen bei sinkenden Kapitalkosten). Da mit einem niedrigeren Kapitalkostenniveau im Durchschnitt eine höhere Investitionsaktivität einhergeht, könnte die Rigidität der veranschlagten Kapitalkosten neben bestehenden Sorgen um eine Abschwächung des globalen Wachstums ein Erklärungsfaktor für die schwache Investitionstätigkeit der Unternehmen sein.

## **Fazit**

Die schwache Investitionstätigkeit auf Ebene der DAX-30 Unternehmen mag vor dem Hintergrund der derzeitigen günstigen Finanzierungsbedingungen zunächst überraschen. Die Bereitschaft zu Investitionen wird entscheidend von den veranschlagten Opportunitätskosten determiniert. Da diese weit weniger gesunken sind als die weit stärker im Fokus vieler Beobachter stehenden Finanzierungskosten, verwundert die Investitionsschwäche allerdings schon weniger. Denn konstante WACC sorgen im Zuge eines (ggf. sogar säkularen) Trends schwächeren globalen Wachstums für eine nachlassende Investitionsaktivität der Unternehmen. Fraglich ist jedoch, ob die ausgewiesenen gestiegenen Marktrisikoprämien gerechtfertigt sind oder ob nicht vielmehr ein sinkendes Niveau jener Prämien in Anbetracht des Zinsverfalls an den Märkten folgerichtig wäre. Dies könnte sich positiv auf die Investitionsbereitschaft auswirken.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 20. November 2015