

Wertsteigerung im Nullzinsumfeld: Finanz-, Wirtschafts- und Eurokrise – warum die Zinsen langfristig so bleiben und wie Unternehmenswertentwicklung Ihre Segel in den Wind setzt

Univ.-Lekt. Mag. Dr. Harald Pöttinger

20. Februar 2018





Univ.-Lekt. Mag. Dr. Harald Pöttinger ist Experte für Unternehmenswert-Steigerung und selbst erfolgreicher Entrepreneur. Seit 30 Jahren richtet sich sein Angebot an Unternehmer, Manager und Investoren, die sich wie er nicht mit dem Mittelmaß zufriedengeben, sondern in einer Zeit globaler Umwälzungen Chancen von nie dagewesener Größe nutzen wollen. Harald Pöttinger steht für faires Verhalten gegenüber Geschäftspartnern, pragmatisches Agieren und den Einsatz seiner ganzen Persönlichkeit zur Zielerreichung.

Sinkende Zinsen führen regelmäßig zu Wertsteigerungen bei Vermögenswerten wie beispielsweise Aktien, Anleihen und Immobilien. Ist der Boden nach einer Serie von Zinssenkungen erreicht und stehen Zinserhöhungen bevor, so bedeutet dies historisch betrachtet auch, dass der Gipfel bei der Steigerung von Asset-Preisen in der Regel erreicht ist und diese in der Folge – zeitlich gestaffelt nach Anlageklassen – wieder sinken.

Während dies bei Anleihen und Immobilien regelmäßig der Fall ist, gilt es für die Bewertung von Unternehmenskapital nicht zwingend. Zwar korreliert die zinsinduzierte Kursentwicklung von Aktien an den Kapitalmärkten aufgrund von Vermögensumschichtungen institutioneller Anleger in der Regel negativ mit der Zinsentwicklung. Die Wertentwicklung von Unternehmen selbst orientiert sich aber eben auch an fundamentalen Daten der Unternehmensentwicklung und zahlreichen anderen, auch gesamtwirtschaftlichen Parametern. Und steigende Zinsen bedeuten meist auch, dass sich die konjunkturellen Voraussetzungen bessern und die Ertragslage von Unternehmen mitzieht. Daher bieten Unternehmensanteile als Anlageform spezielle Möglichkeiten zur langfristig überproportionalen Wertsteigerung, die selbst in einem Umfeld steigender Zinsen durch aktives Management günstig beeinflusst werden können.

Ist jedoch nachhaltig mit einem Niedrig-, Null- oder Negativzinsumfeld (im Folgenden der Einfachheit halber *Nullzinsumfeld*, was auch das „Umfeld“ der arabischen „0“ miterfassen soll) zu rechnen – wenn auch vielleicht mit leicht steigenden Zinsen – so entsteht ein Chancenpotenzial, das durch aktives Management genutzt werden kann. Gerade die aktuelle Zinslandschaft ist prädestiniert dafür, diese Gelegenheit wahrzunehmen. Einige Möglichkeiten dazu sollen im Folgenden erörtert werden. Derzeit leben wir in Europa teilweise in einem Nullzinsumfeld, ja sogar in einem Umfeld negativer Zinsen. Dies wird nicht ewig so bleiben, aber mit stark steigenden Zinsen rechnet realistischerweise kaum jemand.

Inhaltsverzeichnis

1. Historische Renditen und Risiken verschiedener Anlageklassen
2. Der historische Zusammenhang zwischen Zinsen und Inflation
3. Der Zusammenhang zwischen Zinsen und Unternehmenswerten
4. Der Zusammenhang zwischen Zinsen und Konjunktur – neu gedacht!
5. Inflation ist nicht gleich Inflation
6. Zinsen um den Nullpunkt sind bei intakter Konjunktur ein Idealszenario für Unternehmen
7. Auf den Unternehmenswert kommt es gerade im Nullzinsumfeld an
8. Aktives Management ist gefragt, wenn die Zinsen niedrig sind
9. Das Alpine Value Management® Modell zur Unternehmenswert-Steigerung
10. Niedrigere Zinsen begünstigen Unternehmenstransaktionen
11. Leverage-Effekt und Multiple Arbitrage fördern aktive

1. Historische Renditen und Risiken verschiedener Anlageklassen

Unabhängig vom *Zinsniveau* ist es jedenfalls relevant, sich mit historischen Renditen verschiedener Anlageklassen vertraut zu machen. Dabei ist es interessant, diese Betrachtung losgelöst vom jeweiligen *Zinsniveau* und auf einer *inflationbereinigten* Basis anzustellen, weil Investoren in der Mittelallokation vor allem bei langfristigen Engagements diesem Aspekt besonderes Augenmerk widmen. Historisch betrachtet entwickeln sich Zinsen analog zur Inflationsentwicklung. Eine inflationbereinigte Betrachtung beseitigt mittelbar den Effekt unterschiedlicher Zinsniveaus und zeigt die Entwicklung dieser „realen“ historischen Renditen sowie deren Schwankungsbreite, die sogenannte *Volatilität*. Die Volatilität gilt nach herrschender Lehre als Maßzahl für das Risiko im sogenannten *Capital Asset Pricing Model*, dem weithin vorherrschenden Kapitalmarktmodell.

Nachfolgende Grafik zeigt die historische Entwicklung realer Renditen im Langzeitvergleich. Die durchschnittlichen Jahresrenditen berücksichtigen keine Steuern und auch keine Transaktionskosten. Stellvertretend für Immobilien wurden Immobilienaktien herangezogen. Hier ist anzumerken, dass die Transaktionskosten bei direkten Immobilien-

investments wesentlich höher liegen als bei anderen Anlageklassen, was den Renditenvergleich verzerrt. Es zeigt sich aber, dass Aktien langfristig nicht risikoreicher sind als Immobilieninvestments:

Reale historische Renditen der Anlageklassen seit 1975

	Aktien	Anleihen	Immobilien	Rohstoffe	Gold
	<i>MSCI World Index</i>	<i>Mittelfristige Staatsanleihen</i>	<i>Globale Immobilienaktien</i>	<i>Rohstoff-Futures</i>	<i>Goldpreis</i>
Rendite p. a. 1975 bis 2014	7,4%	4,3%	8,3%	1,3%	1,2%
Volatilität 1988 bis 2014	20,6%	4,7%	21,5%	27,4%	15,3%

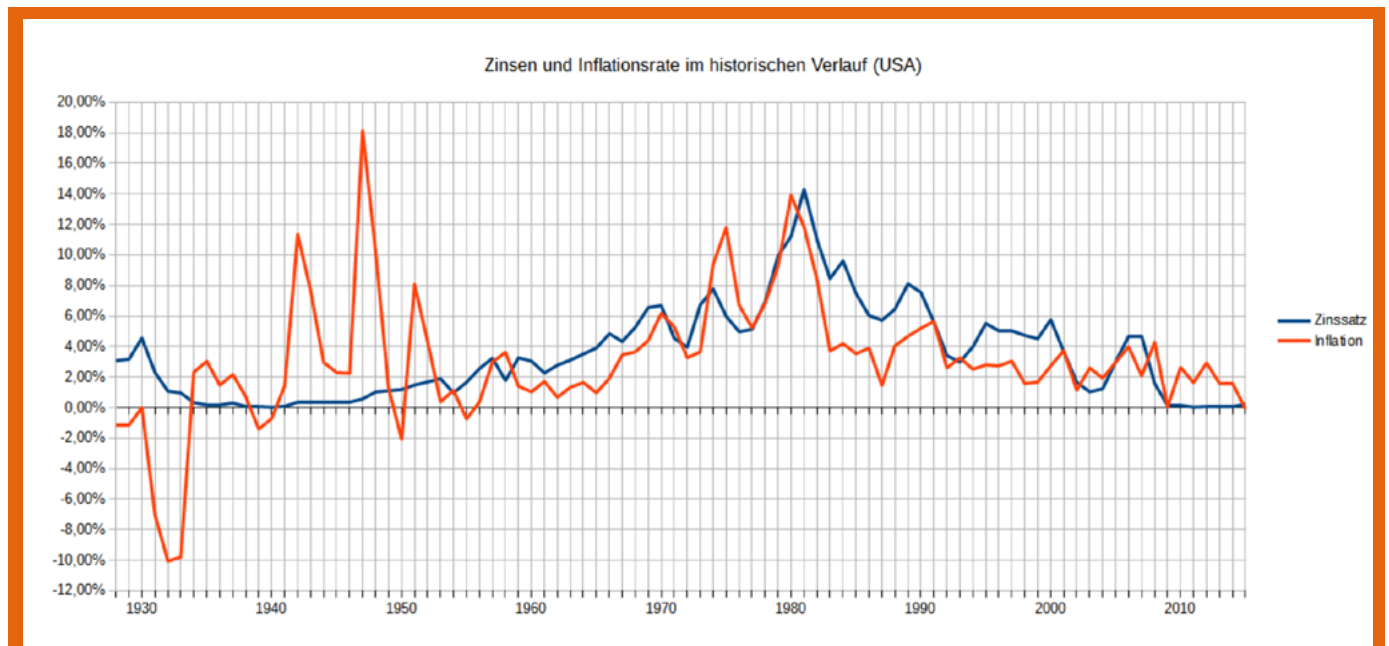
Historische Entwicklung realer Renditen verschiedener Anlageklassen im Langzeitvergleich. (Quelle: Kommer, Gerd: Souverän Investieren mit Indexfonds & ETFs, 4., aktualisierte Auflage, Campus Verlag, Frankfurt/New York 2015, S. 346 f.)

Es zeigt sich auch, dass Unternehmensbeteiligungen (in der Grafik stellvertretend über Aktienrepräsentiert) vom Rendite-Risiko-Verhältnis im realen, inflationsbereinigten Langfristvergleich wesentlich attraktiver sind als Investments wie Gold oder Rohstoffe. Und unter Ausblendung der Transaktionskosten – die bei Immobilien wesentlich höher liegen als bei Aktien – sind Unternehmensbeteiligungen bereits in historischer Betrachtung ungefähr gleich attraktiv gewesen wie Immobilien. Wenn man nun von einem langfristig konstant niedrigen Zinsniveau ausgeht – wie ich es weiter unten als plausibel argumentieren werde – dann verändert sich diese Einschätzung noch zusätzlich deutlich zugunsten von Unternehmensanteilen. Denn diese ermöglichen – stärker als Immobilien – Wertsteigerungen durch strukturelle oder strategische Veränderungen. Und als Produktivkapital von Volkswirtschaften genießen Unternehmen grundsätzlich auch noch politische Unterstützung, während Immobilien immer stärker politischen Risiken durch Veränderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen ausgesetzt sind (z.B. Miethöchstpreise). Unternehmensanteile können darüber hinaus auch abwandern, was bei Immobilien nicht möglich ist. Weil sie eben „immobil“ sind, erleiden die Eigentümer größere politische Zugriffsmöglichkeiten als bei Unternehmen. Letztere können nämlich durch die Drohung mit einer Übersiedelung ins Ausland den Verlust von Steuereinnahmen und Arbeitsplätzen in den Raum stellen.

2. Der historische Zusammenhang zwischen Zinsen und Inflation

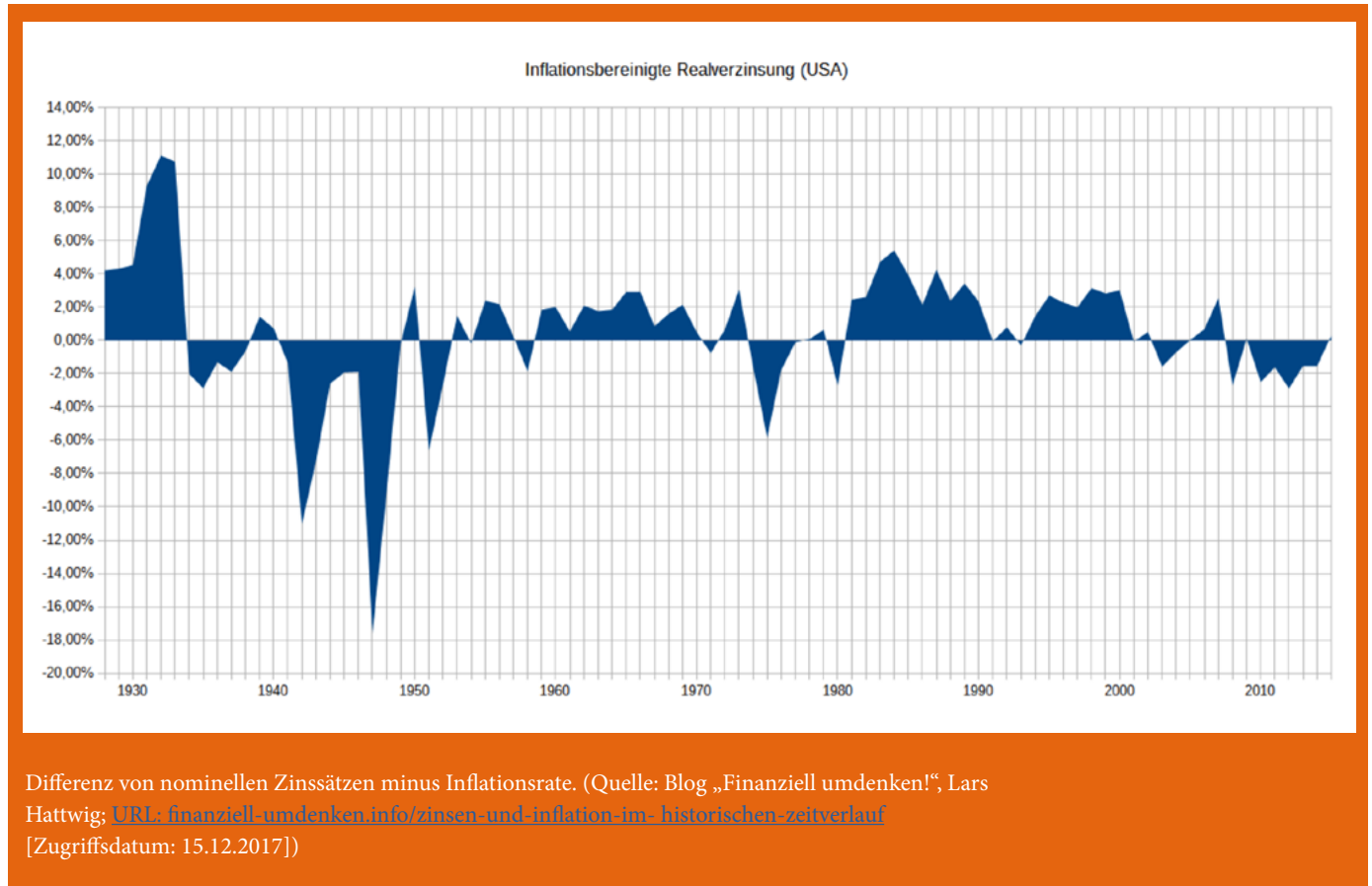
In der Vergangenheit gab es regelmäßig einen Zusammenhang zwischen Zinsniveaus und Inflationsraten. In der Folge zeige ich, wie sich über einen Zeitraum von 87 Jahren (1928 bis 2015) Zinsen und Inflation entwickelt haben. Der Betrachtung liegt der US-Dollar zugrunde, weil nur dieser als Währung sinnvoll über einen derart langen Zeitraum zu Grunde gelegt werden kann. Europa hat währenddessen Phasen der Deflation, Hyperinflation und mehrerer Währungsreformen erlebt, daher ist ein Vergleich auf der Basis europäischer Währungen nicht sinnvoll. Die Untersuchung bezieht sich auf den US-Einlagenzinssatz und die Consumer Price Inflation (zu diesem Begriff mehr unten) in den USA. Verallgemeinerungspotenzial besteht jedoch über die USA hinaus. Die Quelle der Daten liegt im Bureau of Labor Statistics und der Federal Reserve Database. Zusammengestellt wurde diese interessante Darstellung von Lars Hattwig in seinem empfehlenswerten Blog „Finanziell umdenken“.

Zunächst betrachten wir den historischen Zusammenhang zwischen Einlagezinsen und Inflationsentwicklung. Es handelt sich hierbei um die nominelle Entwicklung der Zahlenreihen:



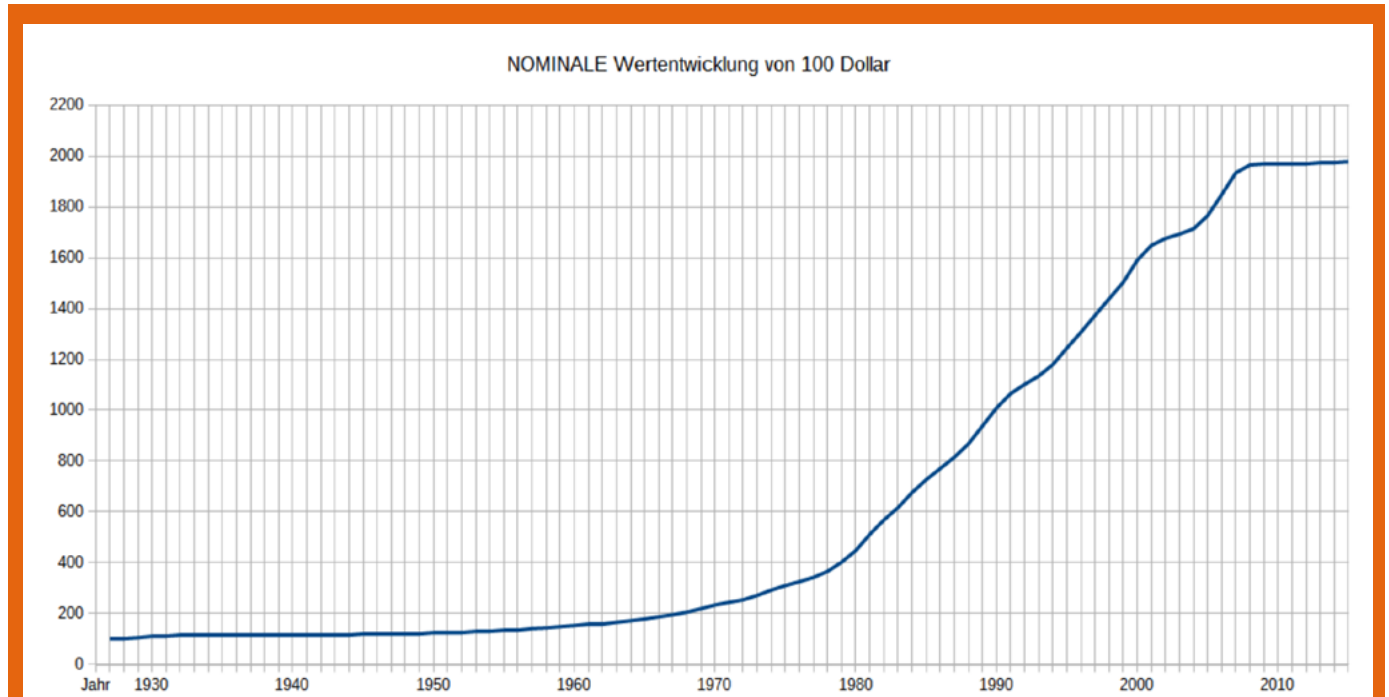
Zusammenhang zwischen Einlagezinsen und Inflationsentwicklung im nominellen Verlauf. (Quelle: Blog „Finanziell umdenken!“, Lars Hattwig; [URL: finanziell-umdenken.info/zinsen-und-inflation-im-historischen-zeitverlauf](http://URL:finanziell-umdenken.info/zinsen-und-inflation-im-historischen-zeitverlauf) [Zugriffsdatum: 15.12.2017])

Zieht man nun die Inflationsrate von den nominellen Zinssätzen ab, so ergibt sich die Realverzinsung. Schlussendlich ist sowohl für Anleger als auch in einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung vor allem diese interessant:

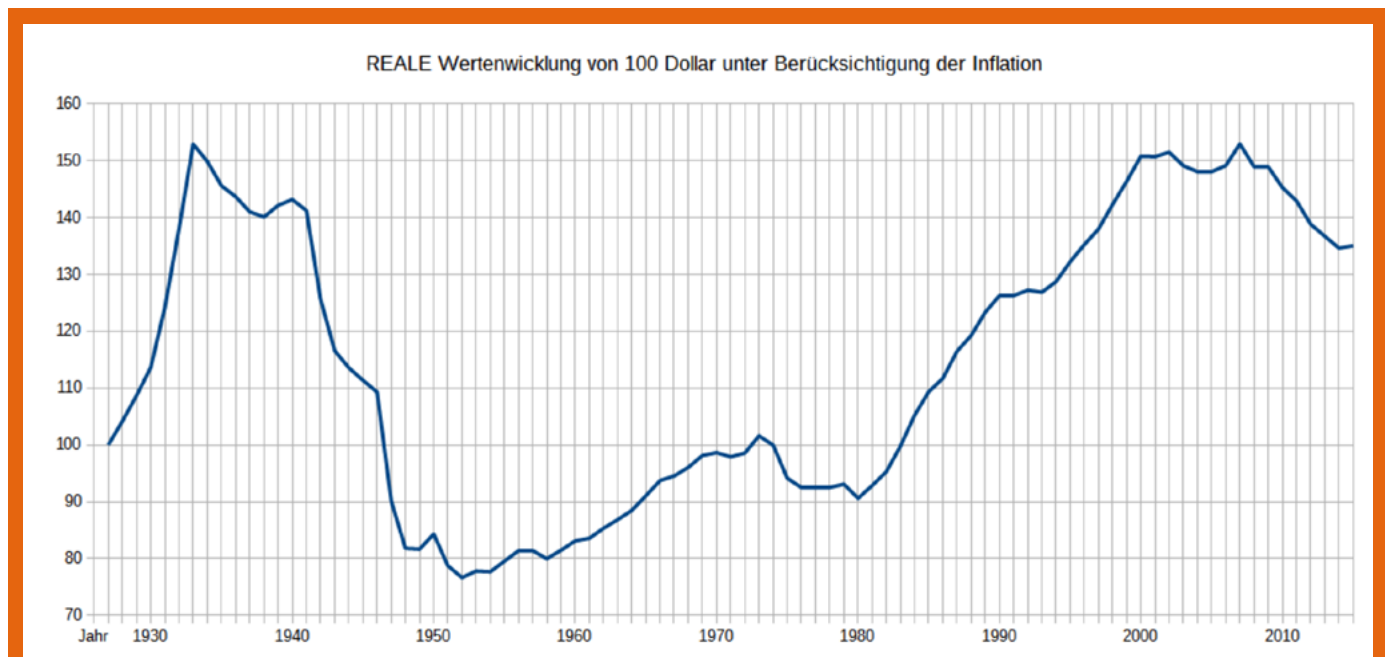


Sie können sehen, dass anders als bei der Nominalverzinsung auch in der Vergangenheit regelmäßig Phasen einer negativen Realverzinsung aufgetreten sind. Dies ist auch heute der Fall und somit nichts Neues. Neu ist hingegen, dass aktuell auch negative Nominalzinsen vorliegen, zumindest dann, wenn man auf die Veranlagung großer Geldbeträge bei Banken oder auf jene Zinsen abstellt, welche die Europäische Zentralbank (EZB) für Einlagen von Banken zurzeit zahlt. Ganz neu ist auch das nicht. Negative Nominalzinsen waren in der Vergangenheit schon in der Schweiz zu beobachten. Im Jahr 1972 hat die Schweiz negative Nominalzinsen von 2% pro Quartal für Veranlagungen aus dem Ausland verordnet, um den Zufluss von Hot Money in die Schweiz zu verhindern. Damit sollte vor allem einer exportschädigenden Aufwertung des Schweizer Franken entgegengesteuert werden.

Wie dramatisch sich der Unterschied zwischen der nominellen und realen Wertentwicklung von Einlagen in den USA über die Dauer von 87 Jahren auswirkt, zeigen folgende beiden Grafiken:



Nominelle Wertentwicklung von Einlagen in den USA über 87 Jahre. (Quelle: Blog „Finanziell umdenken!“, Lars Hattwig; URL: finanziell-umdenken.info/zinsen-und-inflation-im-historischen-zeitverlauf [Zugriffsdatum: 15.12.2017])



Reale Wertentwicklung von Einlagen in den USA über 87 Jahre. (Quelle: Blog „Finanziell umdenken!“, Lars Hattwig; URL: finanziell-umdenken.info/zinsen-und-inflation-im-historischen-zeitverlauf [Zugriffsdatum: 15.12.2017])

Über den gesamten Zeitraum hinweg betrug die jährliche Realverzinsung in den USA nur 0,35%. Zurzeit entwickelt sich in Europa die Realverzinsung negativ und wird nach meiner Einschätzung auch tendenziell länger so bleiben. Die Situation verschärft sich, wenn man die Besteuerung von Zinserträgen in die Betrachtung miteinbezieht.

3. Der Zusammenhang zwischen Zinsen und Unternehmenswerten

Unternehmenswerte bilden sich an den Kapitalmärkten. Im Bereich der Unternehmensbewertung spricht man in diesem Zusammenhang von einer sogenannten Mark-to-market-Bewertung. Dabei sind jeweils empirisch ermittelte aktuelle Marktpreise, nicht modellhaft errechnete innere Werte (intrinsic values) Basis der Bewertung. Wird ein Unternehmenswert auf der Grundlage eines inneren Werts ermittelt, so werden meist alle zukünftigen Cash-flows eines Unternehmens auf den Gegenwartszeitpunkt abgezinst. Dabei handelt es sich um eine sogenannte Mark-to-model-Bewertung. Die Abzinsung erfolgt dabei mit einem Kalkulationszinssatz, der grundsätzlich umso niedriger ausfällt, je tiefer das allgemeine Zinsniveau liegt. Je niedriger aber der Kalkulationszinssatz für die Abzinsung zukünftiger Cash-flows ausfällt, umso höher wird der Barwert dieser Cash-flows sein und mit ihm der ermittelte Unternehmenswert. Im Ergebnis bedeutet das: sowohl bei einer Mark-to-market-Bewertung als auch bei einer Mark-to-model-Bewertung fällt der Unternehmenswert höher aus, je niedriger das Zinsniveau liegt. Eine kurze Übersicht über in der Praxis relevante Methoden der Unternehmensbewertung finden Sie in meinem Blog-Artikel **„1x1 der Unternehmensbewertung für Unternehmer: Berechnungsmethoden – Übersicht, Onlinerechner und Beispiele für Bauchgefühl“**.

Aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer fallen Anlageentscheidungen als Ergebnis einer Auswahl unterschiedlicher Alternativen. Lassen sich mit Geldmarktanlagen (Spar-, Sicht- und Termineinlagen) keine vernünftigen Renditen mehr erzielen, so suchen Anleger Veranlassungen, die höhere Renditen versprechen. Anfangs können dies noch Anleihen sein, weil sie bei sinkenden Zinsen im Kurs zulegen. Oder auch Immobilien, die vor allem dadurch im Wert steigen, dass sich ihre Finanzierung (über günstigere Kredite bzw. die Gelegenheit zur kostengünstigeren Refinanzierung) verbilligt, während die Miete in der Regel mit der Inflation steigt. Am Beginn einer Zinssenkungsphase hat sich die Konjunktur typischerweise eingetrübt, die Geldpolitik steuert gegen. Unternehmensgewinne fallen aufgrund der Konjunkturertrübung. Die Investitionen in den Unternehmen werden zurückgefahren, neue Kapazitäten nicht mehr aufgebaut, Kostensenkungsprogramme stehen an der Tagesordnung. Zu diesem Zeitpunkt fallen die Unternehmensbewertungen noch. Mit zunehmender Kosteneffizienz, sinkenden Lagerbeständen und sinkenden Produktionskapazitäten (weil auch Unternehmen aus dem Markt ausscheiden) beginnen sich die Unternehmensergebnisse jedoch wieder zu stabilisieren. Schließlich steigen sie wieder an und die Aktienkurse erheben sich fundamental bedingt. Anleger sehen in fundamentalen Verbesserungen

wieder Chancen auf Kursgewinne und Dividenden. Dividenden können im Falle niedriger Zinsen letztere auch bereits übersteigen. Das Pendel schlägt zugunsten der Aktien und damit der Investitionen in das Eigenkapital der Unternehmen aus. Auch Finanzinvestoren greifen zunehmend direkt auf Unternehmen zu und treiben so die Preise. Die niedrigen Zinsen reduzieren auch die Finanzierungskosten verschuldeter Unternehmen, was wiederum deren Ertragslagen beflügelt.

4. Der Zusammenhang zwischen Zinsen und Konjunktur – neu gedacht!

In der Vergangenheit war eine anziehende Konjunktur mit einem Anstieg der Inflation und damit einer Erhöhung des Zinsniveaus verknüpft. Die Politik der Notenbanken war darauf ausgerichtet, dem konjunkturbedingten Anstieg der Inflation durch eine Straffung der Geldpolitik zu begegnen. Umgekehrt wurden in konjunkturellen Abschwungphasen mittels einer expansiven Geldpolitik die Zinsen von den Notenbanken gesenkt, um Geld billiger zu machen und dadurch einen geldpolitischen Stimulus für die Wirtschaft zu schaffen. In einer Welt, die zunehmend nicht von nationalen Volkswirtschaften geprägt ist, sondern von einem Wettbewerb der Wirtschaftsblöcke, scheint dieser Zusammenhang jedoch zunehmend verloren zu gehen. Politik – auch und vor allem Geldpolitik – tritt zunehmend als Marktmanipulator auf, die sich staatlich budgetären und wirtschaftspolitisch strategischen Zielsetzungen verschrieben hat. Dies erfordert auch von Unternehmen und von Investoren eine generelle Umorientierung. Manipulierte Märkte kann man mögen oder nicht. Realität sind sie – und sie bieten jenen Chancen, die nicht ideologisch fixiert an Dogmen festhalten, sondern sich evolutionär an die geänderten Verhältnisse anpassen.

Die entsprechend der klassischen Lehre angestrebte Glättung der Konjunkturzyklen über eine aktive Geldpolitik ist vor allem Ausfluss eines in weiten Kreisen praktizierten Keynesianismus. Die Gegenposition des Monetarismus hat die globale Geldpolitik in den letzten Jahrzehnten nicht nachhaltig beeinflusst. Seit der Finanzkrise 2007/8/9 und insbesondere seit dem Ausbruch der Eurokrise im Jahr 2010 sieht sich Europa zunehmend mit einer konjunkturunabhängigen Nullzinspolitik und sogar einer Politik des Quantitative Easing, also der notenbankinduzierten Geldschöpfung, konfrontiert. Diese Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Verschuldung der Euro-Mitgliedsländer erträglich zu machen. Auch wenn die Argumentation dahingeht, dass eine zarte Konjunkturpflanze nicht gefährdet werden sollte, steht in der Politik der EZB realpolitisch dennoch die Stabilisierung vor allem der südeuropäischen Euroländer – und damit der Erhalt des Euro – im Mittelpunkt. Aber nicht nur in Europa haben die geldpolitischen Tauben (das sind Anhänger einer lockeren Geldpolitik) auf absehbare Zeit das Sagen. In allen drei zurzeit wichtigsten Weltwährungen (US-Dollar, japanischer Yen und Euro) wird diese Politik auf absehbare Zeit anhalten. Die jüngste Entscheidung in den USA für den neuen Präsidenten der US-Notenbank FED hat dies wiederum bestätigt. Jerome Powell gilt als geldpolitische Taube.

Aber selbst eine Straffung der Geldpolitik zeitigt aktuell nicht mehr die Effekte, welche früher zum Tragen kamen. Das konnte man zuletzt auch an der Entwicklung des Zinsniveaus in den USA erkennen. Die US-Notenbank FED hat bereits vor rund zwei Jahren damit begonnen, ihre Geldpolitik langsam zu straffen, indem sie die Zinswende behutsam vorgenommen hat. Sie erhöhte den Leitzins mehrmals. Vor Kurzem hat sie auch damit begonnen, ihre Bilanzsumme behutsam abzubauen und das Quantitative Easing langsam zurückzufahren. Dennoch lockern sich sowohl die Finanzierungsbedingungen weiter als auch die Asset-Preise mehr oder minder ungebrochen steigen. Nichts entwickelt sich zurzeit so, wie es im Lehrbuch steht. Seit November 2017 blieb die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen fast unverändert und die Zinsspannen bei Unternehmensanleihen gehen – wahrscheinlich der positiven Konjunktorentwicklung geschuldet – sogar zurück. Der Kurs des US-Dollar ging bis vor Kurzem weiter zurück. Das Geld ist trotz strafferer Notenbankpolitik billiger denn je. Es zeigt sich, dass eine Entkoppelung der Zinsentwicklung sowohl von der offiziellen Geldpolitik als auch von der Konjunkturentwicklung stattgefunden hat. Vor der Finanzkrise betrug die Bilanzsumme der US-Notenbank FED rund 6% des Bruttoinlandsproduktes (BIPs) der USA. Die Anleihenkäufe im Zuge des Quantitative Easing blähten diese dann bis zu 19% des BIP auf. Zurzeit geht man davon aus, dass trotz des angestrebten Zurückfahrens der Bilanzsumme bis zum Jahr 2025 diese dann immer noch 15% des BIP betragen wird. Deshalb steigen die Renditen auf US-Bonds nicht. Immer weniger Marktteilnehmer glauben, dass die klassische Funktionsweise der Geldpolitik noch greift. Und angestrebt wird eine deutliche Steigerung des Zinsniveaus insgeheim wahrscheinlich auch nicht, weil es dem Interesse der hochverschuldeten USA zuwiderlaufen würde. Das sind gute Nachrichten für Unternehmer, auch in Europa. Es ist davon auszugehen, dass Ähnliches auch diesseits des Atlantiks gilt.

5. Inflation ist nicht gleich Inflation

Die Gefahr einer lang anhaltenden Nullzinspolitik besteht in einer Inflation, die lehrbuchmäßig bei Anziehen der Konjunktur entsteht. Verbessert sich die Konjunktur, so werden Kapazitäten knapper, die Nachfrage steigt und damit würde auch das Preisniveau steigen. Zunächst ist einmal zu unterscheiden zwischen der sogenannten Consumer Price Inflation, also einem Anstieg der Preise für Waren und Dienstleistungen, und der sogenannten Asset Price Inflation, der Preissteigerung bei Vermögensanlagen wie beispielsweise Aktien und Immobilien. Während die Consumer Price Inflation zu einer Lohn-Preis- Spirale führen kann und somit aus sozialen Erwägungen und aus Wettbewerbsgründen als unerwünscht gilt, kann die Asset Price Inflation zu Blasenbildungen in verschiedenen Anlageklassen führen. Blasen tendieren dazu, irgendwann zu platzen. Vor allem dann, wenn die Zinsen substantiell steigen und die Finanzierung der Assets notleidend wird. Welche dieser Gefahren scheint aus derzeitiger Sicht nun naheliegender?

Seit vielen Jahren hört man immer wieder von der Gefahr steigender Preise für Güter und Dienstleistungen – eingetreten ist sie nicht. Dies hat nachvollziehbare Gründe. In einer globalisierten Wirtschaft, die auch noch von mächtigen zukünftigen Produktivitätsgewinnen (beispielsweise aufgrund von Digitalisierung und wesentlich mehr Marktteilnehmern aufgrund der Globalisierung) angetrieben ist, verhindern Kostensenkungen über Produktivitätssteigerungen und globaler Wettbewerb Preissteigerungen. Es ist eher der Kampf gegen hartnäckig zu tiefe Inflationsraten, welcher die EZB und auch andere Notenbanken beschäftigt. Dies gilt im Übrigen auch für die USA und ganz besonders für Japan. Da Staaten (und auch Private) in den entwickelten Volkswirtschaften und vor allem in Demokratien als Aggregat hochverschuldet sind, gilt eine Inflationsrate oberhalb der Steigerung der Produktivität für viele als wünschenswert, auch wenn dies selten offen kommuniziert wird. Die Monetarisierung der Schulden führt bei einem nachhaltig niedrigen Zinsniveau zu einem prozentuellen Absinken der Verschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Schulden werden somit leichter tragbar. Dies sind noch keine nachhaltigen Strukturreformen, wie sie sicherlich unerlässlich sind, sie stehen diesen aber auch nicht im Weg.

Steigende Preise für Vermögensgüter hingegen bedeuten zunächst einmal bei gleichbleibendem Schuldenstand eine Verbesserung der Netto-Vermögensposition des Schuldners. Wer Immobilien zu einem minimalen Zinssatz (re)finanzieren und eine laufende Wertsteigerung (beispielsweise über eine Steigerung der Mieten zumindest in Höhe der jährlichen Inflation) lukrieren kann, verbessert die eigene Vermögenslage. Gerade Mieteinnahmen aber unterliegen der permanenten Gefahr der politischen Einflussnahme (beispielsweise Mietzinsobergrenze oder Immobilienbesteuerung). Daher sind Immobilien auch der Gefahr von politisch eingeläuteten Wertverlusten ausgesetzt. Anders sieht dies bei Aktien oder sonstigen Unternehmensbeteiligungen aus. Hier gibt es unter Konsumenten keine wirklichen Verlierer und somit auch keinen wahrgenommenen politischen Handlungsbedarf. Im Gegenteil, etwa die Altersvorsorge von breiten Teilen der Bevölkerung erfolgt aktienbasiert, z.B. über Fondssparen oder Lebensversicherungen. Hier kann es – anders als bei Immobilien – keinen rationalen politischen Willen zum Wertverlust geben. Auch volkswirtschaftlich ist eine hohe Marktkapitalisierung von Unternehmen günstig im internationalen Wettbewerb. Ein Wertverlust infolge des Platzens einer Aktienblase kann die Folge von Übertreibungen sein. Eine Wertaufholung derartiger natürlicher Volatilitäten hat jedoch bislang immer innerhalb eines überschaubaren Zeitraums stattgefunden. Schwankungen treffen primär Spekulanten, nicht unternehmerisch denkende Menschen.

6. Zinsen um den Nullpunkt sind bei intakter Konjunktur ein Idealszenario für Unternehmen

Aufgrund der bereits hohen und weiter steigenden Verschuldung von Staaten mit global bedeutsamen Währungen ist die Marschrichtung der Zinsen eigentlich vorgegeben. Sie werden auf lange Sicht niedrig bleiben, weil die Notenbanken zwar vielleicht marginale

Erhöhungen vornehmen, die grundsätzliche Orientierung am Nullniveau aber gar nicht ändern können – jedenfalls nicht ohne den Bankrott ganzer Staaten zu riskieren. Und diese Zinspolitik wird sich voraussichtlich weitgehend von der konjunkturellen Entwicklung entkoppeln. Eine unerwünschte Consumer Price Inflation ist nirgendwo zu erkennen, zumindest dann nicht, wenn man auf die sogenannte Kerninflation abstellt. Bei der Berechnung der Kerninflationsrate werden Preisänderungen bei Energie und Lebensmitteln aus der Betrachtung ausgeschlossen, weil diese Güter regelmäßig stärkeren Schwankungen unterliegen, die von einer einzelnen Volkswirtschaft kaum beeinflusst werden können. Nachdem die Politik nunmehr aber die Weichen dafür gestellt hat, langfristig ein niedriges Zinsniveau aufrechtzuerhalten, dann bedeutet das für Unternehmen, dass sie sich in ihrer strategischen Ausrichtung darauf einstellen sollten, um im Wettbewerb keine Nachteile in Kauf nehmen zu müssen.

Denn dann treten zinsinduziert zwei Effekte auf, die sich gegenläufig verhalten. Einerseits werden Kosten sowohl aufgrund geringeren Zinsaufwands als auch aufgrund von technologie- und globalisierungsbedingten Produktivitätsgewinnen niedrig bleiben. Auch eine Lohn-Preis-Spirale ist mangels gegebener Consumer Price Inflation nicht in Sicht. Andererseits sind auch Preissteigerungen bei den erzeugten Gütern und Dienstleistungen wettbewerbsbedingt nicht zu erwarten. Eine Steigerung des Gewinns der Unternehmen erfordert also Wachstum. Und dieses Wachstum zeichnet sich insofern ab, als von einer Sättigung der Märkte in einem globalen Kontext nicht auszugehen ist. Der Nachholbedarf außerhalb der ersten Welt ist immens. Eine international arbeitsteilige Wirtschaft wird auf längere Sicht einen Nachfrageschub nach sich ziehen, der vor allem starke Volkswirtschaften begünstigen dürfte. Zurzeit sind wir immer noch damit beschäftigt, die Scherben der Finanzkrise 2007/8/9, der sich anschließenden Großen Rezession und der Eurokrise aufzuräumen. Aber vom Trend her verbessert sich die Situation und die Konjunktur zieht an. Belastend für Unternehmen wirken zwar nach wie vor die hohe Regulierungsdichte und die Zunahme der Bürokratie, aber auch das ist zumindest mittelbar eine Folge des Schocks, der vor rund zehn Jahren unvermittelt über uns hereingebrochen ist. Doch jedes Pendel bewegt sich irgendwann in die Gegenrichtung.

Spätestens dann, wenn die europäische Politik erkennt, dass Wohlstandsmehrung in der Breite der Bevölkerung eine unabdingbare Voraussetzung für die politische Stabilität unserer Staaten ist, werden Handlungsnotwendigkeiten offenkundig werden. Wer gegen staatskapitalistische Volkswirtschaften in Asien antreten muss, braucht Beweglichkeit und Flexibilität. Staatliche Behinderung von Wohlstandsmehrung wird andernfalls bei Wahlen abgestraft werden, weil die Menschen durchaus erkannt haben, dass Veränderungen auf alle von uns zukommen, denen wir uns nicht entziehen können. Der europaweite Niedergang der Sozialdemokratie zeigt auf, dass sich die Prioritäten weg von der Verwaltung und Umverteilung eines immer härter umkämpften, aber nicht mehr wachsenden Kuchens, hin zur Mehrung bestehenden und Schaffung neuen Wohlstands verschieben müssen. All dies erfordert aber Wachstum. Und Wachstum erfordert in Hochlohnländern eine Befreiung der Wirtschaft von administrativen Behinderungen.

Unternehmen finden zurzeit ausgesprochen gute Rahmenbedingungen für eine wachstums- und unternehmenswertorientierte Geschäftspolitik vor. Denn auch die Unternehmenswerte steigen im Nullzinsumfeld mitunter erheblich – besonders für jene Unternehmen, die ihre Segel in den Wind setzen. Gegenwärtige Unternehmensbewertungen scheinen nur in historischer Betrachtung hoch. Angesichts langfristig zu erwartender niedriger Zinsen lassen sich derart vergangenheitsbezogene Bewertungsmuster aber nicht ohne weiteres auf die Zukunft übertragen. Eine langfristige Zinserwartung um den Nullpunkt herum gab es noch nie. Noch nie seit der Erfindung des Computers waren derartige technologische Umwälzungen im Gange. Und noch nie lagen derart riesige Märkte mit steigender Kaufkraft in unserer Reichweite. Diese Chancen eröffnen sich nun hiesigen Unternehmen, die in den letzten Jahren eine Schlankheitskur absolviert haben und nun fit sein sollten.

7. Auf den Unternehmenswert kommt es gerade im Nullzinsumfeld an

Wenn Zinsen langfristig niedrig sind, suchen Sparer verzweifelt nach Anlagemöglichkeiten. Dies führt zu vielfältigen Spekulationsexzessen in den unterschiedlichsten Asset-Klassen. Kryptowährungen, Gold, Rohstoffe, alternative Investments, Devisenspekulationen, ja selbst Exotenprodukte wie Kunst stehen im Fokus spekulativ veranlagter Investoren. Die Volatilität nimmt zu und damit auch das Verlustrisiko. Was aber ist als Investment nachhaltiger als ein Engagement im Produktivkapital einer Volkswirtschaft? Daher werden es wie in der Vergangenheit Investitionen in Unternehmen sein, die langfristig orientierte Anleger bevorzugen. Man muss sich wahrscheinlich wenig Gedanken darüber machen, was passiert, wenn ganze Volkswirtschaften kippen. Ein ökonomischer Super-GAU würde unserer Gesellschaft die Existenzgrundlage entziehen und wahrscheinlich alle Asset-Klassen in Mitleidenschaft ziehen. Aber gerade die Anlageklasse des Unternehmenskapitals hat ihre Krisenfestigkeit über mehr als ein Jahrhundert und selbst in Kriegszeiten bewiesen. Daher lohnt es sich, genau dieser Asset-Klasse, welche die ökonomische Grundlage unserer Gesellschaft bildet, als Investor besonderes Augenmerk zu widmen. Und das geschieht auch laufend, sowohl durch private als auch durch institutionelle Investoren. Die permanente Steigerung der Marktkapitalisierung der Asset-Klasse Unternehmensanteile – am augenfälligsten bei Aktien in der Langzeitbetrachtung – ist eindeutig. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass zwar diese Anlageklasse, nicht aber jedes einzelne Unternehmen entsprechend performt.

Die Passivseite einer Unternehmensbilanz besteht aus Finanzmitteln, seien es nun Eigen- oder Fremdkapitalien. Diese Finanzmittel refinanzieren die Aktivseite, welche wiederum zur Realisierung der Unternehmenstätigkeit dient. Je besser es Unternehmen gelingt, Finanzmittel aufzubringen, desto größer werden deren unternehmerische Aktivitäten ausfallen können. In welche Unternehmen fließen nun aber die meisten Finanzmittel und vor allem das so wichtige Eigenkapital? Die Antwort ist ebenso einfach wie logisch: in jene

Unternehmen, welche die höchste Investorenrendite abwerfen. Und diese Rendite eines Eigenkapitalinvestors bemisst sich am sogenannten Total Shareholder Return (TSR), der sich aus Wertsteigerungen der Anteile plus Ausschüttungen wie z.B. Dividenden zusammensetzt. Es versteht sich, dass regelmäßig die Wertsteigerung der Anteile den größten Teil der Gesamtrendite ausmacht. Unternehmen müssen daher danach trachten, eine laufende Wertsteigerung ihrer Anteile herbeizuführen. Diese Steigerung des Unternehmenswerts wird also zur zentralen Herausforderung erfolgreicher Unternehmungen. Besonders gilt dies im Nullzinsumfeld, wo viel freies Kapital Anlagemöglichkeiten in der Asset-Klasse Unternehmensanteile sucht. Denn wenn ein Unternehmen das Geld nicht bekommt, dann fließt es umso wahrscheinlicher dessen Wettbewerber zu.

Selbst wenn ein Unternehmen kein Eigenkapital von außen braucht oder will, ist der Unternehmenswert von Bedeutung. Auch Fremdkapitalgeber interessieren sich zunehmend für eine diesbezügliche Kennzahl namens Loan-to- Value. Diese Kennzahl wurde bislang vor allem für die Finanzierung von Immobilien benutzt und setzt die maximale Kredithöhe als Prozentsatz des Verkehrswerts einer Immobilie fest. Derartige Kennzahlen finden immer stärker auch Eingang in die Unternehmensfinanzierung. Während klassische Kommerzbanken sie dabei zurzeit noch selten benutzen, orientieren sich Schattenbanken wie beispielsweise Debt Funds schon heute stärker am Unternehmenswert, um die maximale Kredithöhe daran zu orientieren. Nicht mehr die buchmäßige Eigenkapitalquote ist entscheidend, sondern der Marktwert des Eigenkapitals in Relation zu den Schulden. Will ein Unternehmen sein Leverage-Potenzial ausschöpfen oder sich entsprechende Liquiditätsreserven schaffen, so tut es gut daran, sich bereits heute an diesen Entwicklungen zu orientieren. Es wird nur eine Frage der Zeit sein, bis auch alle Banken diese Kennzahl als zentrales Instrument der Kreditanalyse und Bonitätsbeurteilung einsetzen. Die Entwicklung in ihrem regulatorischen Umfeld deutet darauf hin. Der Unternehmenswert wird zum Dreh- und Angelpunkt von Kreditentscheidungen.

Aber auch, falls keine Mittelzufuhr von außen angedacht ist, wird der Unternehmenswert immer wichtiger. Will ein Unternehmen beispielsweise ein anderes zukaufen oder sich damit verschränken, so stellen die Gesellschaftsanteile des Käufers häufig eine interessante Akquisitionswährung dar. Je wertvoller ein Unternehmen ist, desto weniger muss es für eine Akquisition gegen Anteilsgewährung aufwenden. Und welcher Unternehmer würde nicht darauf achten, sein Vermögen, welches zu einem wesentlichen Anteil aus dem eigenen Unternehmen besteht, zu mehren.

8. Aktives Management ist gefragt, wenn die Zinsen niedrig sind

Gerade wenn die Rahmenbedingungen günstig sind, ist aktives Management gefragt. Denn profitieren werden nur jene Unternehmen, welche die Gunst der Stunde für sich zu nutzen

wissen. Wer sich passiv verhält, läuft Gefahr, gegenüber dem eigenen Wettbewerber in Rückstand zu geraten. Denn es wird viele Wettbewerber geben, die alles daransetzen, diese nachhaltige Veränderung der Rahmenbedingungen für sich zu nutzen. Es sind nicht unbewegliche Schlachtschiffe, die auf ihre aktuell bestehende Marktposition und vielleicht noch vorhandene Wettbewerbsvorteile setzen, welche die Nase vorne haben werden. Sondern agile, dynamische Schnellboote, denen es am ehesten gelingen wird, ihre Strukturen anzupassen und unter Ausnutzung des volkswirtschaftlichen Rückenwinds mit flexiblen und skalierbaren Geschäftsmodellen zu reüssieren. Zinsen, die sich am Nullniveau orientieren, ermöglichen Investitionen, welche auf Umsatz- und Ertragswachstum abzielen. Und Wachstum wird nicht nur organisches Wachstum sein können. Wer schnell und flexibel eine Supply Chain verändern oder eine Umsatzausweitung umsetzen will, kann oftmals nicht warten, bis alles aus dem bestehenden Unternehmen heraus finanzierbar sein wird. Auch der Verkauf von Unternehmensteilen ist umso interessanter, je niedriger die Zinsen liegen – weil Unternehmenswerte höher sind und Käufer derartige Preise leichter finanzieren können.

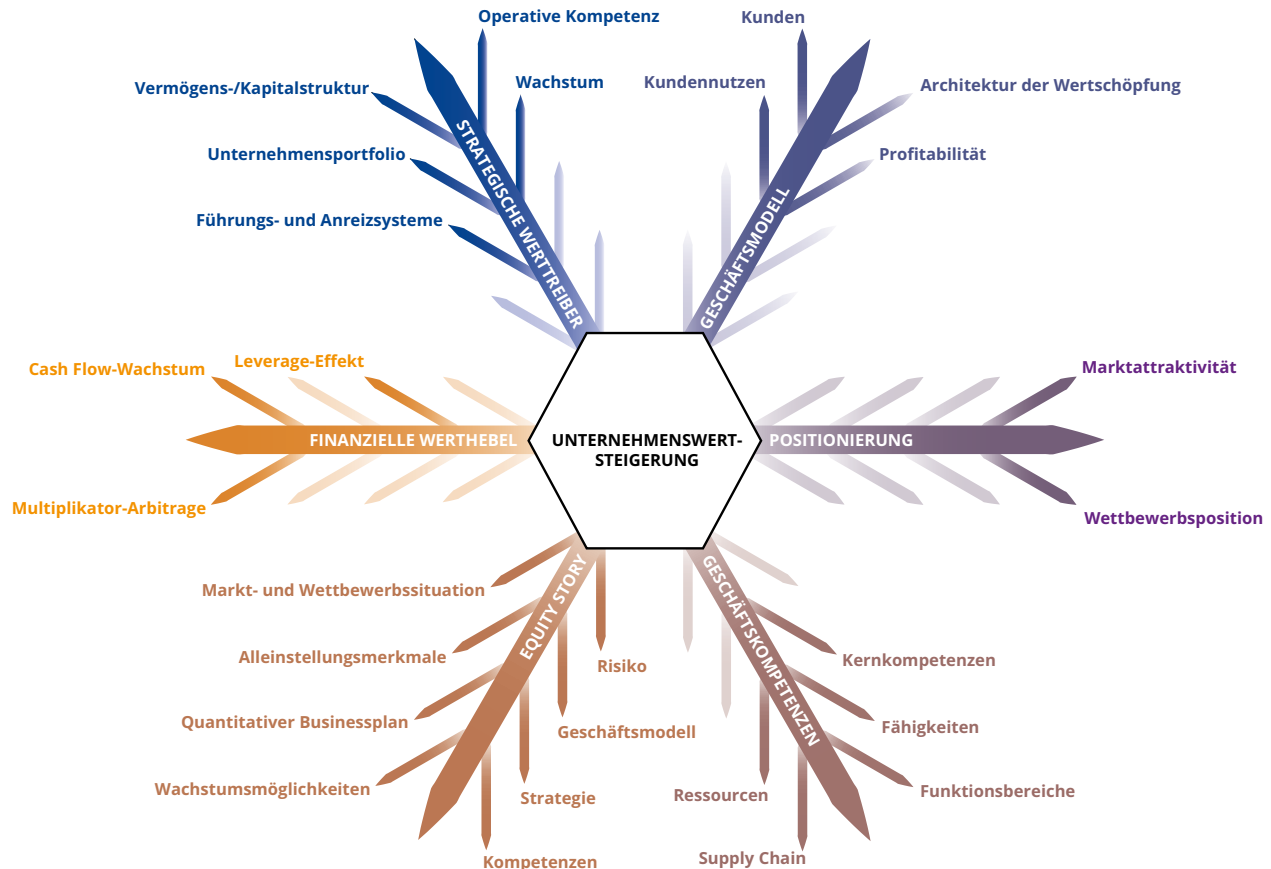
Eine laufende Prüfung der bestehenden Unternehmensaktivitäten auf ihre Zielkongruenz mit der Unternehmensstrategie ist angesagt. Dies bedeutet aktives Portfoliomanagement. Ein sinnvolles Instrument zur Analyse des aktuellen Unternehmensportfolios ist in diesem Zusammenhang die Portfoliomatrix.

Was versteht man nun unter aktivem Portfoliomanagement? **Das Unternehmensportfolio besteht im Mittelstand und bei Großunternehmen in der Regel aus mehreren strategischen Geschäftseinheiten (SGEs), die jeweils eigenständig mit ihren Produkten Märkte bearbeiten.** Dabei kann es sich um Profit Center oder auch eigene organisatorische Einheiten wie beispielsweise Tochtergesellschaften handeln. Immer wieder stellen sich dann Fragen, inwiefern einzelne SGEs noch zum Gesamtgefüge des Unternehmens passen und welchen Wertbeitrag sie leisten. Eine typische Fragestellung könnte z.B. lauten: „Bringt der Verkauf einer SGE mehr ein als diese für das bestehende Unternehmen wert ist?“ Dies kann vor allem dann der Fall sein, wenn sich Käufer Synergieeffekte mit ihren bestehenden Unternehmen erwarten. Der Verkaufserlös kann dann wiederum einer produktiveren Verwendung

zugeführt werden. Ebenso stellt sich auch die Frage, welche weiteren Marktaufgaben noch sinnvoll vom Unternehmen wahrgenommen werden können und ob derartige Aktivitäten selbst organisch entwickelt oder zugekauft werden sollten. Auch die Wertschöpfungstiefe im Unternehmen könnte möglicherweise sinnvoll verändert werden. All das sind Fragen, mit denen sich Unternehmen regelmäßig beschäftigen sollten, denn **Portfoliomanagement ist als strategischer Werttreiber von zentraler Bedeutung für den Unternehmenswert.**

9. Das Alpine Value Management® Modell zur Unternehmenswert-Steigerung

Alpine Value Management® hat ein Modell zur systematischen Steigerung des Unternehmenswerts entwickelt. So groß die Vielfalt an Unternehmen ist, so unterschiedlich sind diese auch. Selbstverständlich kann es daher nicht den einen Königsweg geben, um den Unternehmenswert zu steigern. Naturgemäß unterliegt die Automobilindustrie anderen ökonomischen Gesetzen als die Systemgastronomie, die Biotechnologie orientiert sich an anderen Grundsätzen als die Bankenwelt und die Filmindustrie funktioniert nach anderen Spielregeln als große Anwaltskanzleien. Selbstverständlich sind nach wie vor umsichtiges und gutes Management, harte Arbeit und konsequente Marktorientierung für 80% des Erfolgs verantwortlich. Aber es hilft, wenn es daneben eine Orientierung gibt, die über reine Betriebswirtschaft hinausgeht. Eine Vision (auch Mission Statement genannt) als Grundorientierung schafft Identität nach innen und kommuniziert eine wichtige Botschaft nach außen. Nach innen bedarf es zusätzlich einer Klärung, wie und mit welchem übergeordnetem Ziel das Unternehmen geführt wird. Diese Ausrichtung muss naturgemäß primär am Unternehmer orientiert sein. Ein solches übergeordnetes Ziel lautet sinnvollerweise Unternehmenswert-Steigerung. Wie bereits oben ausgeführt, kommt dem insbesondere im Nullzinsumfeld besondere Bedeutung zu:



Alpine Value Management® Model der Unternehmenswert-Steigerung

Führt man sich vor Augen, wie Unternehmensbewertungen in Theorie und Praxis von Statuten gehen, dann erhält man Anhaltspunkte, was den Unternehmenswert letztlich bestimmt. Es sind zum einen strategische Werttreiber und zum anderen finanzielle Werthebel, welche den Prozess der Unternehmenswert-Steigerung zentral beeinflussen. Aber auch die strategische Positionierung und Geschäftskompetenzen sind für den Wert maßgeblich. Dies alles prägt letztlich Geschäftsmodell und Equity Story als gleichermaßen bewertungsrelevante Faktoren. Selbstverständlich sind die Grenzen zwischen diesen Dimensionen fließend und sie gehen auch ineinander über.

Im Nullzinsumfeld ist es nun besonders leicht, entsprechende Strategien zur Steigerung des Unternehmenswerts umzusetzen. Dies vor allem deshalb, weil sich Strukturveränderungen aufgrund der Vielzahl billig verfügbarer Gelder gut umsetzen lassen. Unternehmensindividuell ist zu entscheiden, welche Äste des Alpine Value Management® Modells zur Unternehmenswert-Steigerung prioritär bespielt werden sollten, denn niemand kann alles gleichzeitig in Angriff nehmen. Im Nullzinsumfeld bieten sich besonders die Nutzung eines unternehmensoptimalen **Leverage-Effekts**, *aktives Portfoliomanagement* und in diesem Zusammenhang auch die Aktivierung des *finanziellen Werthebels Multiple Arbitrage* an. Näheres dazu weiter unten.

Wer sich näher mit der Idee und dem Instrumentarium der wertorientierten Unternehmensführung und vor allem auch mit dessen ideengeschichtlicher Verwurzelung beschäftigen möchte, sei auf mein **kleines Buch zu diesem Thema** hingewiesen. Darin werden verständlich das gesamte Instrumentarium dazu samt einer Fallstudie vorgestellt. Diese beschäftigt sich mit einem Unternehmen, in welches der Private-Equity-Investor Alpine Equity® investiert hat und ist ein realer Case, der zeigt, wie es uns selbst unter den widrigen Bedingungen der seinerzeitigen Finanz- und Wirtschaftskrise gelungen ist, eine beträchtliche Wertsteigerung unter Anwendung unseres Modells zur Unternehmenswert-Steigerung zu realisieren.

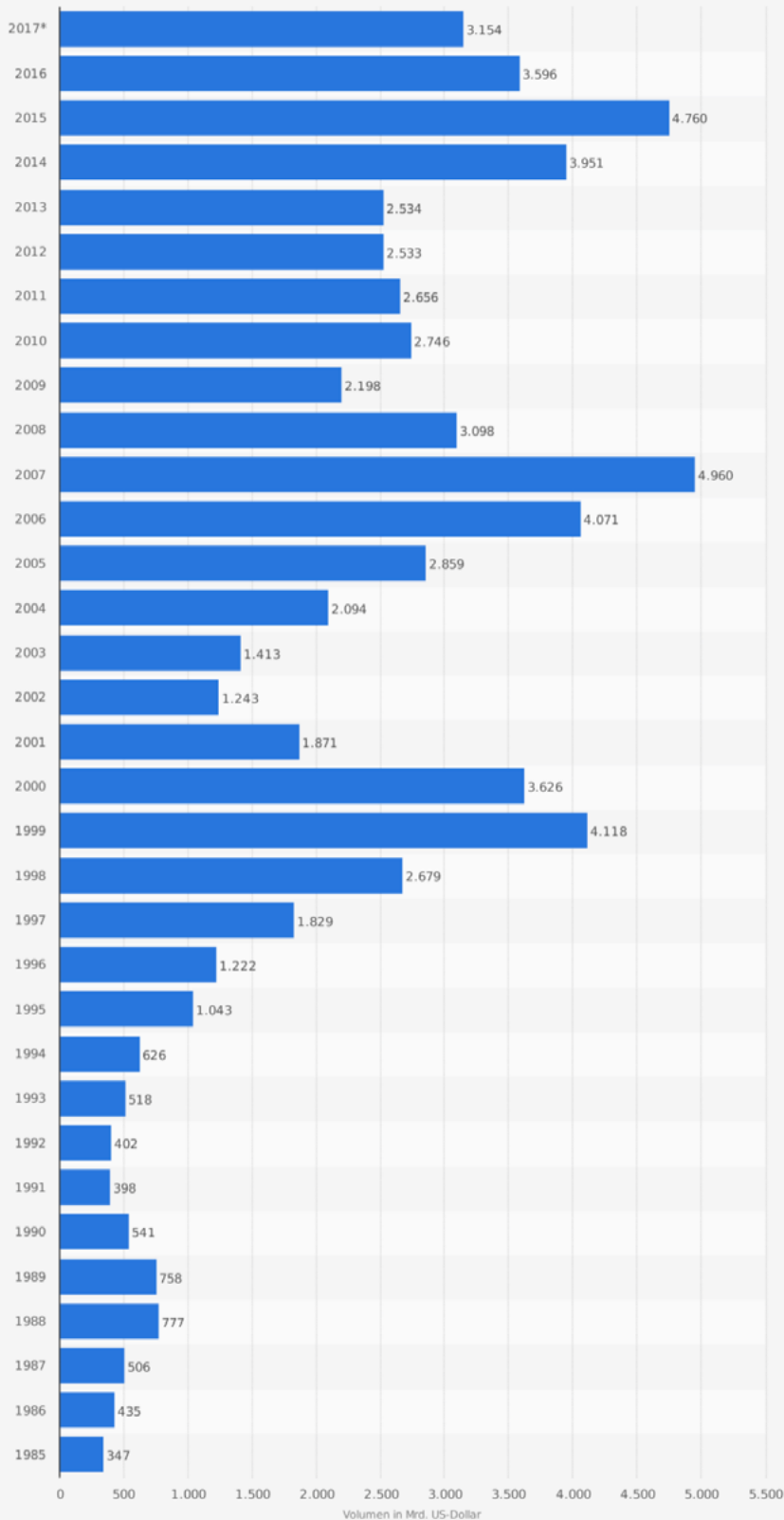
10. Niedrigere Zinsen begünstigen Unternehmenstransaktionen

Gerade in Zeiten wie diesen – historisch niedrige Zinsen bei guter konjunktureller Lage – nehmen Unternehmenstransaktionen sowohl in ihrer Anzahl als auch hinsichtlich ihrer Volumina deutlich zu. Dieser Trend dürfte sich auch in der nahen Zukunft fortsetzen. Untenstehende Grafik zeigt das Volumen von Unternehmenstransaktionen vom Jahr 1985 bis ins Jahr 2017. Zu beachten ist, dass das Jahr 2017 auf einer Prognose beruht, die den aktuell guten Konjunkturausblick wahrscheinlich noch nicht ausreichend beinhaltet hat. Ich gehe daher davon aus, dass die Zahl für das Jahr 2017 deutlich nach oben zu korrigieren sein wird. Es zeigt sich aber nichtsdestotrotz ein klarer Trend. Mergers and Acquisitions (M&A) – Unternehmenstransaktionen – als Instrument des Portfoliomanagements (sowohl für Unternehmen der Realwirtschaft als auch für Finanzinvestoren) gewinnt laufend an Bedeutung. Es ist wesentlich, zu verstehen, dass derartige Statistiken die Realität vor

allem in einem globalen Kontext niemals exakt erfassen können. Nicht alle Transaktionen, besonders nicht solche des Mittelstands, werden vollständig erfasst. Gerade Transaktionen im mittelständischen Bereich haben aber in den letzten drei Jahrzehnten massiv zugenommen. War das Instrument des systematischen Kaufs und Verkaufs von Unternehmen früher eher eine Disziplin, die von großen Gesellschaften dominiert wurde, hat seither eine deutliche Verbreitung im Bereich auch kleiner und mittelständischer Unternehmen stattgefunden. Wichtig ist aber die Tendaussage. Und diese bleibt eindeutig.

Von 1985 bis zum Platzen der Dot-com-Blase 2000/1 hat eine kontinuierliche Steigerung der Transaktionsvolumina stattgefunden. Im Zuge des Crashes brach der Markt für Unternehmenstransaktionen als Folge des Schocks an den Kapitalmärkten und des darauffolgenden Konjunkturabschwungs ein, erholte sich dann jedoch bald wieder und die Transaktionsvolumina stiegen bis zum Rekordjahr 2007 erneut massiv an. 2008 sandte die Finanzkrise massive Schockwellen aus und zog ein Abdriften in die Rezession nach sich. Der M&A-Markt stürzte ab und erholte sich anschließend nur langsam. 2015 wurde der Rekordwert von 2007 zwar fast wieder erreicht. Zu bedenken ist aber, dass nach Abklingen der Eurokrise 2014 laufend mit steigenden Zinsen gerechnet worden war – allerdings ausgehend von einem nie dagewesenen Zinstief. Die Konjunktur ist erst 2017 wieder angesprungen. Nun zeichnet sich ab, dass nicht nur die globale Konjunktur zu deutlichem Optimismus Anlass gibt, sondern auch die europäische. Zudem ist aufgrund hoher Staatsverschuldungen in den Industriestaaten langfristig mit einem Nullzinsumfeld zu rechnen. All dies spricht dafür, dass der M&A-Markt auf neue Rekordvolumina zusteuert.

Volumen der weltweiten M&A Deals von 1985 bis 2017 (in Milliarden US-Dollar)



Quelle: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) Weltweit
© Statista 2017

Niedrige Zinsen bei guter Konjunkturlage sind historisch ungewohnt. Vieles spricht dafür, dass dies eine Folge von geldpolitisch manipulierten Märkten ist. Das mag man begrüßen oder verdammen, es entspricht der politischen Realität. Und die wird sich aufgrund realpolitischer Sachzwänge nicht so schnell ändern. Für Unternehmen bedeutet das einmalige Chancen durch eine pragmatische Anpassung an diese Verhältnisse. Auch wenn unvorhersehbare Krisen temporäre Unterbrechungen des Trends – kurzfristig höhere Zinsen – auslösen können, wird sich am grundsätzlichen Szenario nach meiner Einschätzung wenig ändern.

Es ist aber nicht nur das Zusammenfallen von makroökonomisch einmaligen Rahmenbedingungen, das eine Begünstigung von Aktien und aller anderen Arten von Unternehmensanteilen nahelegt, sondern auch die zunehmende Fokussierung vor allem der großen Unternehmen auf wertorientierte Unternehmensführung, welche Unternehmenswerte infolge aktiven Portfoliomanagements steigen lässt. Es gibt praktisch kaum noch ein börsennotiertes Unternehmen, das den Unternehmenswert nicht in den Mittelpunkt seiner Geschäfts

politik stellt. Wer das nicht tut, wird schnell zum Übernahmekandidaten. Und derartige Managementmethoden diffundieren zunehmend in die Breite. Auch jeder Mittelständler ist gut beraten, sich dieser Ansätze anzunehmen. Denn nicht nur Vernunft und Eigeninteresse eigentümergeführter Unternehmen gebieten das. Es wird zunehmend auch der Selbsterhaltungstrieb von Unternehmen sein, welcher M&A als Instrument eines aktiven Portfoliomanagements beachtlich machen wird.

11. Leverage-Effekt und Multiple Arbitrage fördern aktives Portfoliomanagement

Gerade das zu erwartende nachhaltige Nullzinsumfeld und die zunehmende Anzahl von M&A-Transaktionen bieten perfekte Voraussetzungen, um Unternehmenswerte zu steigern. Die günstige Refinanzierung von Unternehmenstransaktionen erleichtert sowohl Kauf als auch Verkauf von Unternehmen und Unternehmensteilen. Und das unterschiedliche Bewertungsniveau von Branchen und Marktsegmenten begünstigt einen weiteren finanziellen Werthebel, die sogenannte Multiple Arbitrage. Was aber ist unter Leverage-Effekt und Multiple Arbitrage konkret zu verstehen?

Der Leverage-Effekt beschreibt die Hebelwirkung auf die Eigenkapitalrendite des Einsatzes von Fremdkapital (anstelle von Eigenkapital) zur Unternehmensfinanzierung. Die Eigenkapitalrentabilität steigt durch den Einsatz von Fremdkapital solange der Fremdkapitalzinsatz niedriger ist als die Gesamtkapitalrentabilität. Tritt dieser Effekt ein, dann wird ein Unternehmen naturgemäß attraktiver für den Eigentümer bzw. die Gesellschafter.

Multiple Arbitrage bedeutet, dass ein Unternehmen höher bewertet wird, wenn es aus Kapitalmarktsicht aufgrund einer Veränderung vor allem seiner strategischen Positionierung bewertungsmäßig anstatt einer bisherigen Gruppe von Vergleichsunternehmen (alte Peer Group) nunmehr einer anderen, höher bewerteten Vergleichsgruppe (neue Peer Group) zugeordnet wird. Wurde das Unternehmen bisher beispielsweise mit seinem siebenfachen Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization – EBITDA) bewertet, dann wird dies infolge gelungener Multiple Arbitrage z.B. mit dem zehnfachen EBITDA bewertet. Zur Veranschaulichung der Wirkungsweise von Multiple Arbitrage sei auf meinen Blog-Artikel „**Steigerung des Unternehmenswerts durch Multiple Arbitrage**“ verwiesen, der leicht nachvollziehbar darstellt, wie eine Unternehmenswert-Steigerung ohne operative Verbesserungen möglich ist.

Wird nun zusätzlich ein Leverage-Effekt eingesetzt, so kommt ein weiterer finanzieller Werthebel zur Anwendung, der den Unternehmenswert langfristig nach oben treiben kann. Ich verwies in diesem Zusammenhang auf meinen Blog-Artikel „**Der Leverage-Effekt beim Unternehmensverkauf**“, welcher diese Wirkungsweise anschaulich erklärt. Gerade im Nullzinsumfeld bietet sich dieses Instrument zur Unternehmenswert-Steigerung an. Wird beim Portfoliomanagement auch der Kauf von Unternehmen in Erwägung

gezogen, so stellt auch hier die Nutzung des Leverage-Effekts ein vielfach praktiziertes Erfolgsrezept dar. In meinem Blog-Artikel „**Werte schaffen durch kreditfinanzierte strategische Akquisition**“ habe ich diese Wirkung quantifiziert und mit der Alternative des Verzichts auf eine Akquisition verglichen. Gerade bei einer kreditfinanzierten Unternehmensübernahme ergeben sich aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen zusätzliche positive Effekte (Tax Shield).

Das aktuelle Nullzinsumfeld bietet hervorragende Chancen zur Steigerung des Unternehmenswerts. Sämtliche anderen Effekte, die aus der Nutzung der im **Alpine Value Management® Modell der Unternehmenswert-Steigerung** dargestellten Stellschrauben erwachsen, kommen schließlich noch hinzu. Eine Verdreifachung des Unternehmenswerts innerhalb weniger Jahre ist unter professionellen Finanzinvestoren geübte Praxis und liegt vielen Investmententscheidungen zu Grunde. Aber warum sollten nicht auch kleine und mittelständische Unternehmer und managergeführte Unternehmen dieser Größenklasse solche Möglichkeiten nutzen? Die Voraussetzungen dafür waren noch nie so günstig wie jetzt. Sehen Sie sich dazu folgendes kurzes **Video** an – diese Möglichkeiten sollte sich niemand entgehen lassen!

Unternehmenswert-Steigerung ist im derzeitigen Nullzinsumfeld Pflicht!