

Kapitel 3: Kapitalbindungs- und Kapitalstrukturplanung

3.4. Dispositive Finanzplanung.....	2
3.5. Kapitalstrukturentscheidung – Leverage-Effekt	7
3.6. Renditeforderung und Verschuldungsgrad	11

3.4. Dispositive Finanzplanung

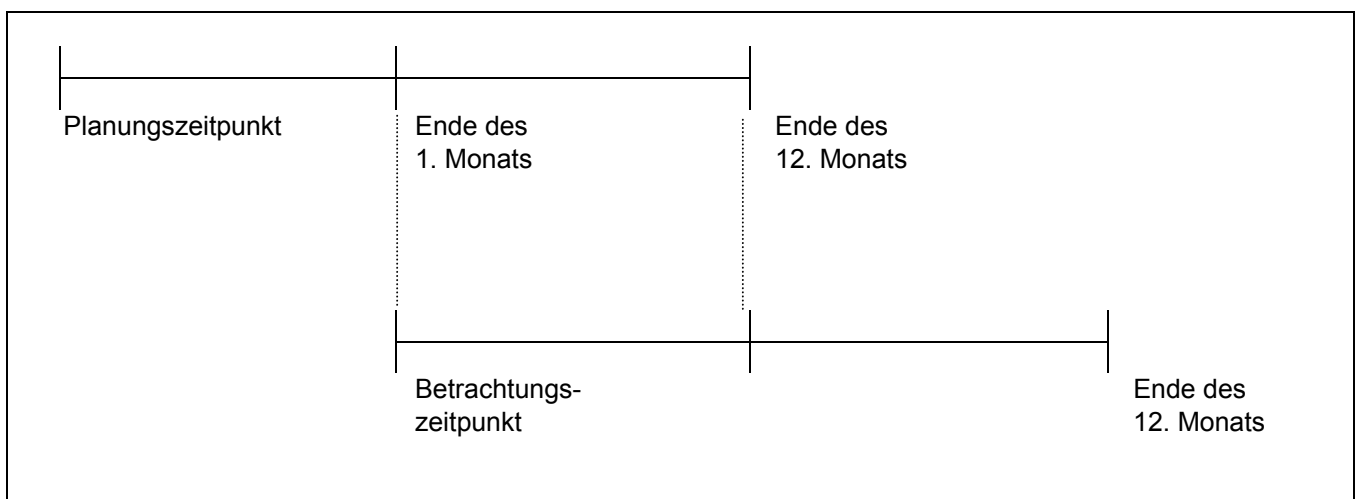
Die Methoden der Finanzplanung gewährleisten die Planung des finanzwirtschaftlichen Gleichgewichtes über mehrere Perioden einer Unternehmung, aber sie sichern nicht die Liquidität zu **jedem** Zeitpunkt, da sie **zeitraumbezogene Rechnungen** sind. Während der Kapitalbindungsplan durch eine langfristige Vorausschau sowie durch die Planung fundamentaler Maßnahmen die Basis für die zukünftige Liquiditätssituation schafft, wird dieser relativ grobe Datenkranz durch den kürzerfristig ausgerichteten operativen Finanzplan verdichtet.

Die Finanzplanung i.e.S. ist eine **zeitpunktbezogene Rechnung** und stellt Prognosen über die Entwicklung der Einnahmen und Ausgaben **innerhalb** einer Periode. Sie ergänzt somit die o.g. Methoden der Finanzplanung, indem sie das partiell, auf einzelne Tage bezogene finanzwirtschaftliche Gleichgewicht ermittelt. Sie dient somit zur Liquiditätssicherung der Unternehmung. Der **Liquiditätsstatus**, zu dem wir anschließend kommen, hat schließlich die Aufgabe, die Liquidität des Unternehmens taggenau zu dokumentieren. Er stellt somit die aktuelle Liquidität fest. Korrekturmaßnahmen bewegen sich im vom Finanzplan vorgezeichneten Rahmen.

Das generelle Problem ist dabei, dass die Genauigkeit der Finanzplanung mit zunehmendem Planungshorizont abnimmt, weil die Zeitpunkte und die Eintrittswahrscheinlichkeit der Einnahmen und Ausgaben bei längerer Planungsdauer unsicher sind. Aus diesem Grund sind die Finanzpläne i.e.S. in der Regel nicht länger als einige Monate.

Sie werden auch als **revolvierende (gleitende) Planungen** bezeichnet, da die Planungsdauer permanent z.B. zwölf Monate im voraus ab dem jeweiligen Betrachtungszeitpunkt (nicht ab dem Planungszeitpunkt) erfolgt.

Nach Ablauf des ersten Planungsmonats, der dann „erledigt“ ist, muss der letzte Monat neu geplant werden. Das bedeutet, dass die Finanzplanung immer dieselbe zeitliche Reichweite aufweist.



Der **Liquiditätsstatus** hat die Aufgabe, die gegenwärtige bzw. aktuelle Liquidität festzustellen; er dient mithin der Feinsteuerung. Er soll im Falle einer erwarteten Defizits aufzeigen, wie relevante Auszahlungen (in Ausnahmefällen auch geplante Einzahlungen) konkret gesteuert werden können. Es ist bspw. aufzuzeigen, welche bzw. in welcher Höhe Auszahlungen – wenn überhaupt statthaft – ausgeschoben werden können (Bsp.: Lieferantenrechnungen aufschieben, obwohl dadurch

Skontierlöse verfallen). Soweit der Status einen erwarteten Überschuss anzeigt, sind Maßnahmen zu deren möglichst zinsgünstiger Verwendung zu treffen.

Für die Bestimmung des momentanen Liquiditätssaldos sind folgende Positionen maßgebend:

- Der tatsächliche AB an liquiden Mitteln am Planungstag,
- der Kreditlinien abzgl. Der bereits in Anspruch genommenen Kredite,
- zuzügl. ggf. der am Planungstag bereits eingegangenen bzw. erwarteten Einzahlungen,
- abzgl. ggf. der am Planungstag bereits geleisteten bzw. noch erwarteten Auszahlungen.

Die folgende Abbildung zeigt ein Zahlenbeispiel für einen Liquiditätsstatus:

Täglicher Liquiditätsstatus				
Liquiditätsstatus zum 1. 2. t ₁ in TDM				
	Guthaben 1	Kredit- summe	Kredit- linie 3	Zahlungs- kraft 1 + 3 - 2
Kassenbestand Kasse I	5			5
Kassenbestand Kasse II	8			8
Postscheckkonto	2			2
Konto Bank 1	120	0	250	370
Konto Bank 2	-	20	50	30
Festgeldkonto	9			9
Konto Sparkasse	0	80	100	20
Noch nicht eingereichte Schecks	1			1
Wechsel				
Σ Zahlungskraft				+ 445
Auszahlungen am 1. 2.				
Reisespesen Vertreter	8			
Reisespesen Technik	10			
Gewerbesteuer	5			
Frachten	10			
Σ Auszahlungen		- 33		
Liquiditätsüberschuß (+) Fehlbetrag (-)				+ 412

Bei der Aufstellung eines Liquiditätsstatus sind insbesondere **Buchungsschnitte** der Banken zu beachten. Elektronische Cash-Managementsysteme bieten aktuelle Informationsmöglichkeiten über die Konten bei Kreditinstituten, so dass der Unternehmer bei Bedarf sofort reagieren kann.

Unmittelbare Liquiditätsplanung (Dekaden-Übersichten)

Für die Planung der unmittelbaren Liquidität werden in der Praxis häufig Dekaden-Übersichten verwendet, und zwar nach folgendem Schema:

I.	Unmittelbare Liquidität zum Planungszeitpunkt t_1		(= 1.Plantag)
	1.	Sofort verfügbare Zahlungsmittel (t_1)	... DM
.I.	2.	Sofort fällige Schulden (t_2)	... DM
=		Überschuss/Fehlbetrag (t_1)	... DM
II.	Liquidität zwischen t_2 und t_{10}		(= 2.-10. Plantag)
	3.	Voraussichtliche Einnahmen ab t_2 bis einschließlich t_{10}	... DM
.I.	4.	Fällige Ausgaben ab t_2 bis t_{10}	... DM
=		Überschuss/Fehlbetrag (t_2-t_{10})	... DM
III.	Liquidität zwischen t_{11} und t_{30}		(= 11.-30. Plantag)
	3.	Voraussichtliche Einnahmen ab t_{11} bis einschließlich t_{30}	... DM
.I.	4.	Fällige Ausgaben ab t_{11} bis t_{30}	... DM
=		Überschuss/Fehlbetrag ($t_{11}-t_{30}$)	... DM

Ergibt sich zum Zeitpunkt t_1 ein Fehlbetrag, so darf er nicht gegen Überschüsse aus (t_2-t_{10}) oder ($t_{11}-t_{30}$) verrechnet werden. Es muss zum Zeitpunkt t_1 unmittelbar ein Ausgleich vorgenommen werden. Das Problem der zunehmendem Unsicherheit tritt bei zunehmendem Planungshorizont auf. Die oben abgebildete Systematik soll dieser Planungsunsicherheit Rechnung tragen. In Ergänzung kann dieser Finanzplan noch nach eigenbestimmten und fremdbestimmten Einnahmen/Ausgaben strukturiert werden.

Grobstruktur (z.B. für den Zeitraum t_1-t_{10})

I.	Eigenbestimmte Zahlungen (t_1-t_{10})		
I.	1	Einnahmen	... DM
I.	2	Ausgaben	... DM
I.	3	Überschuss/Fehlbetrag (A)	... DM
II.	Fremdbestimmte Zahlungen (t_1-t_{10})		
II.	1	Einnahmen x Wahrscheinlichkeit (%)	= ... DM
II.	2	Ausgaben x Wahrscheinlichkeit (%)	= ... DM
II.	3	Überschuss/Fehlbetrag (B)	... DM
III.	Gesamt-Überschuss/Fehlbetrag (A+B) für den Zeitraum (t_1-t_{10})		... DM

Für eigenbestimmte Zahlungen herrscht in der Regel keine Unsicherheit in der Finanzplanung. Es müssen lediglich für fremdbestimmte Zahlungen Erwartungswerte für deren Eintreffen unter Annahme bestimmter Wahrscheinlichkeiten (p_i) gebildet werden. Die Wahrscheinlichkeiten können dabei auf Vergangenheitsdaten beruhen. Außerdem werden optimistische, pessimistische und „Normal“-Situation unterstellt.

Der Zahlungsmittelbestand für die Periode ($t_1-t_{10} = x$) wird wie folgt ermittelt:

$$Z_x = \left[\sum_{i=1}^y Z E_i + E (F E_j) \right] - \left[\sum_{i=1}^y Z A_i + E (F A_j) \right]$$

wobei:

$$E (F E_j) = \sum_{j=1}^Z F E_j \times p_j \quad \text{und} \quad E (F A_j) = \sum_{j=1}^Z F A_j \times p_j$$

($\sum p_j = 1$; $j=1,2, \dots, z$; $i = 1,2, \dots, y$)

$Z E_i$ bzw. $Z A_j$ bedeutet eigenbestimmte Zahlungsein- und -ausgänge

Es werden die Erwartungswerte (E) für das Eintreffen geschätzter fremddeterminierter Zahlungsein- und -ausgänge unter Annahme bestimmter Wahrscheinlichkeiten (p_j) dargestellt.

Wie die monatliche Liquiditätsplanung in eine tägliche Planung mit Soll-Ist-Abweichungsanalyse überführt werden kann, zeigt die folgende Abbildung:

Liquiditätsplanung in TDM											
Monatsplanung				Tages-Soll-Ist-Vergleich/10 Tages-Planung							
	laufende Zahlungen	einmalige außerordentliche Zahlungen	Σ	1. Tag				2. Tag			
				Soll	+ Abw. Vortrag	Ist	Abw. 1. Tag	Soll	+ Abw. 1. Tag	Ist	Abw. 2. Tag
Einzahlungsprognose											
• Umsatzerlöse	600		600	29	-	25	- 4	29	+ 4	30	- 3
• Einzahlungen aus Finanzanlagevermögen		10	10								
• Sonstige	3		3								
Summe prognostizierter Einzahlungen	603	10	613								
Auszahlungsprognose											
• Auszahlung für den Leistungsbereich	110	5	115	5,7		6,7	+ 1	5,7	- 1	4,7	-
• Kapitaldienst	4	1	5								
• Lieferantenrechnungen	6		6								
• Investitionen		550	550								
Summe prognostizierter Auszahlungen	120	556	676								
Überschuß/Defizit			- 63								

Abschließend folgt eine Gegenüberstellung der Instrumente der Finanzplanung:¹

¹ Quelle: WALZ, H. / GRAMLICH, D., Investitions- und Finanzplanung, Heidelberg 1997, 5. Aufl., S. 274.

(s. ausgegebenen Umdruck)

3.5. Kapitalstrukturentscheidung – Leverage-Effekt

Im Folgenden soll der Leverage-Effekt genauer betrachtet werden:

Der **Shareholder-Value-Ansatz** hat nicht nur die besondere Position der Anteilseigner innerhalb der Gesamtheit der Stakeholder verdeutlicht, sondern auch den Blick auf die maßgebliche Erfolgsgröße gelenkt. Die für die **Rentabilität des eingesetzten Eigenkapitals** maßgebliche Steigerung des Eigentümervermögens resultiert aus Dividenden und Kursgewinnen, die den Anteilseignern zugute kommen. Diese Erfolgsbeiträge nun stellen letztlich ein Substrat sämtlicher unternehmerischer Entscheidungen und Aktionen in Verbindung mit aktuellen Konjunktur- und sonstigen Umfeldentwicklungen dar. Innerhalb dieser Vielzahl von Faktoren üben dann auch die konkreten Finanzierungsentscheidungen Einfluss auf die Eigenkapitalrendite aus. Von besonderem Interesse ist in diesem Zusammenhang, wie sich **Kapitalstrukturentscheidungen** auf diese Zielgröße niederschlagen.

Unter der **Kapitalstruktur** soll allgemein die von der Unternehmung gewählte Zusammensetzung von Fremd- und Eigenkapital verstanden werden. In der Literatur findet daneben – und mitunter sogar synonym – der Begriff des **Verschuldungsgrades** (VG) Verwendung. Er soll hier als Kennzahl der Relation von Fremd- zu Eigenkapital die Kapitalstruktur charakterisieren

Geht man nun von der Annahme aus, dass die Eigenkapitalgeber lediglich den nach Zinsen (Z) verbleibenden Teil G eines (Brutto-)Gewinns BG erhalten ($G = BG - Z$), so wird bei rechnerischer Verknüpfung mit Gesamt-, Fremd- und Eigenkapitalrentabilität im Ergebnis folgender Zusammenhang erkennbar:

Leverage-Gleichung

$$r_{EK} = r_{GK} + (FK / EK) * (r_{GK} - i_{FK})$$

Hieraus wird deutlich, dass die Eigenkapitalrentabilität von folgenden Größen abhängt:

- der Gesamtkapitalrentabilität r_{GK} ,
- dem Fremdkapitalzins i_{FK} (bzw. seiner Differenz zu r_{GK}) sowie
- dem Verschuldungsgrad FK/EK .

Nimmt man nun den Fremdkapitalzins nicht nur als erfolgsunabhängig, sondern auch als unabhängig vom Verschuldungsgrad an, so kann bei Vorgabe erwarteter Gesamtkapitalrentabilitäten oder erwogener Verschuldungsgrade ein eindeutiger **funktionaler Zusammenhang** zwischen der Eigenkapitalrentabilität sowie der jeweils nicht gesetzten Größe abgeleitet werden. Üblicherweise wird hierbei neben i_{FK} ein erwarteter Wert für r_{GK} festgesetzt und dann die Abhängigkeit der Eigenkapitalrentabilität vom Verschuldungsgrad betrachtet. Der hierbei beobachtbare Zusammenhang wird als „**Hebelwirkung**“ bzw. **Leverage-Effekt des Fremdkapitals** bezeichnet. Die Hebeleffekte vor allem alternativer Verschuldungsgrade, aber auch verschiedener Gesamtkapitalrenditen verdeutlicht folgendes Beispiel.²

Die beiden namengebenden Geschäftsführer und Gesellschafter der Zocker&Gamble GmbH erwägen schon in ihrem ersten Geschäftsjahr die Vornahme einer Großinvestition in Spielautomaten in Höhe von 1 Mio. €. Aufgrund (bislang) guter Beziehungen zum Bankhaus Wagemut erwarten sie, ihren mit 9 % p. a. zu bedienenden Kontokorrentkredit bis zu dieser Höhe ausdehnen zu können. Ein Gedankenaustausch mit etablierten Automatenaufstellern lässt einen Bruttogewinn (vor Zinsen) von 120 T€ aus der Investition erwarten. Ihre sonstigen kleineren Aktivitäten vernachlässigend, versuchen

² Vgl. BANKAKADEMIE

Zocker und Gamble, in einem ersten Schritt den im Hinblick auf die Eigenkapitalrendite günstigsten Verschuldungsgrad zu ermitteln. Die der Leverage-Formel innewohnenden Zusammenhänge verdeutlichen sie sich zunächst mittels einer tabellarischen Rechnung (Angaben in T€):

Variante		A	B	C	D	E
(1)	Investition (Gesamtkapital)	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
(2)	davon: (a) Eigenkapital	1 000	800	500	200	50
	(b) Fremdkapital	0	200	500	800	950
(3)	Bruttogewinn vor Zinsen	120	120	120	120	120
(4)	Zinsen (9 % p. a. auf Pos. 2 b)	0	18	45	72	85,5
(5)	Nettogewinn (nach Zinsen)	120	102	75	48	34,5
(6)	rEK (Zeile 5 : Zeile 2 a)	12 %	12,75 %	15 %	24 %	69 %
(7)	Verschuldungsgrad	0	0,25	1	4	19

Bei der gegebenen Gesamtkapitalrentabilität von 12 % (Zeile 3 : Zeile 1) ist r_{EK} offenbar positiv mit dem Verschuldungsgrad korreliert; der Vergleich der Werte weist überdies auf einen überproportional wirkenden Zusammenhang hin, der die Hebelwirkung repräsentiert.

In den folgenden Beratungsgesprächen zeigt sich ein Unwillen der Hausbank, gemäß den Wünschen der begeisterten Jungunternehmer die gesamte Finanzierung zu übernehmen. Man einigt sich auf einen Kredit über 500 TDM (VG = 1). Diese Festlegung nehmen Zocker und Gamble zum Anlass, in einem zweiten Schritt die Wirkungen alternativer Gewinnszenarien bzw. Gesamtkapitalrenditen abzuschätzen. Aufgrund der von der Hausbank vorgelegten Konjunkturprognosen erscheint es ihnen möglich, den ursprünglich angenommenen Gewinn sowohl zu über- als auch zu unterschreiten. Unter Einsetzen alternativer Bruttogewinne erhalten Zocker und Gamble folgende Ergebnisse, die den Zusammenhang zwischen Eigen- und Gesamtkapitalrentabilität abbilden:

Szenario	Bruttogewinn	Eigenkapitalrentabilität
1	150 TDM	$r_{EK} = 15 \% + (15 \% - 9 \%) \cdot 1 = 21 \%$
2	120 TDM	$r_{EK} = 12 \% + (12 \% - 9 \%) \cdot 1 = 15 \%$
3	90 TDM	$r_{EK} = 9 \% + (9 \% - 9 \%) \cdot 1 = 9 \%$
4	70 TDM	$r_{EK} = 7 \% + (7 \% - 9 \%) \cdot 1 = 5 \%$
5	50 TDM	$r_{EK} = 5 \% + (5 \% - 9 \%) \cdot 1 = 1 \%$

Es zeigt sich, dass die Hebelwirkung des Verschuldungsgrades auch in die Gegenrichtung wirkt, also ein **Leverage-Risiko** realisiert werden kann: Der im ersten Schritt zumindest für befriedigend erachtete Verschuldungsgrad führt zu zunehmend unbefriedigenden Eigenkapitalrenditen, wenn er in einem zweiten Schritt mit sinkenden Bruttogewinnen bzw. Gesamtkapitalrenditen verknüpft wird. Um einen umfassenden Überblick über diese Effekte zu gewinnen, ist die kombinierte Wirkung alternativer Gesamtkapitalrenditen und Verschuldungsgrade darzustellen.

Anhand eines weiteren Beispiels soll die Eigenkapitalrentabilität in Abhängigkeit von Verschuldungsgrad und Gesamtkapitalrentabilität und bei vorgegebenem Fremdkapitalzins simultan dargestellt werden:

Beispiel zum leverage effect					
$k = (\text{Zinsen} + \text{Prov.} + \text{weitere FK-Kosten}) / \text{durchschn. FK}$					
	r_{GK}	15%	10%	5%	
$FK / (EK+FK)$	FK/EK				
0%	0	15,0%	10,0%	5,0%	
25%	0,33	17,3%	10,7%	4,0%	
50%	1	22,0%	12,0%	2,0%	
75%	3	36,0%	16,0%	-4,0%	

$r_{EK} = r_{GK} + FK/EK * (r_{GK} - k)$

Wenn $r_{GK} > k$ ---> $r_{EK} > r_{GK}$ (pos. Hebeleffekt)
 Wenn $r_{GK} < k$ ---> $r_{EK} < r_{GK}$ (neg. Hebeleffekt)

Üblicherweise wird der in dieser Tabelle sichtbare mehrdimensionale Zusammenhang als Hebelwirkung des Fremdkapitals bei konstant gesetzter Gesamtkapitalrentabilität analysiert. Die Einbeziehung letztgenannter Einflussvariable erfolgt dann mittels einer Fallunterscheidung:

- (1) Liegt die Gesamtkapitalrentabilität oberhalb des Fremdkapitalzinses ($r_{GK} - r_{FK} > 0$), so steigt mit dem Verschuldungsgrad auch die Eigenkapitalrentabilität (progressiv). Das ist darin begründet, dass Kapital extern zu einem günstigeren Satz aufgenommen werden kann als dem, den es anschließend in der Unternehmung „verdient“.
- (2) Haben Gesamtkapitalrentabilität und Fremdkapitalzins die gleiche Höhe ($r_{GK} - r_{FK} = 0$), so ist der Verschuldungsgrad unerheblich für die Eigenkapitalrentabilität, die dann stets den beiden anderen Größen entspricht ($r_{EK} = r_{GK} = r_{FK}$).
- (3) Übersteigt dagegen der Fremdkapitalzins die Gesamtkapitalrentabilität ($r_{GK} - r_{FK} < 0$), so ist r_{EK} mit dem Verschuldungsgrad negativ verknüpft: Mit wachsendem Verschuldungsgrad sinkt die Eigenkapitalrentabilität bis in den negativen Bereich. Ein Leverage-Risiko wird schlagend, weil externes Fremdkapital teurer aufgenommen wird, als es in der Unternehmung investiert „verdient“. Im ungünstigsten Fall kann es hierdurch zur Relation $r_{EK} < -100\%$ kommen, was eine Aufzehrung des Eigenkapitals und damit einen *Überschuldungskonkurs* mit sich bringen würde.

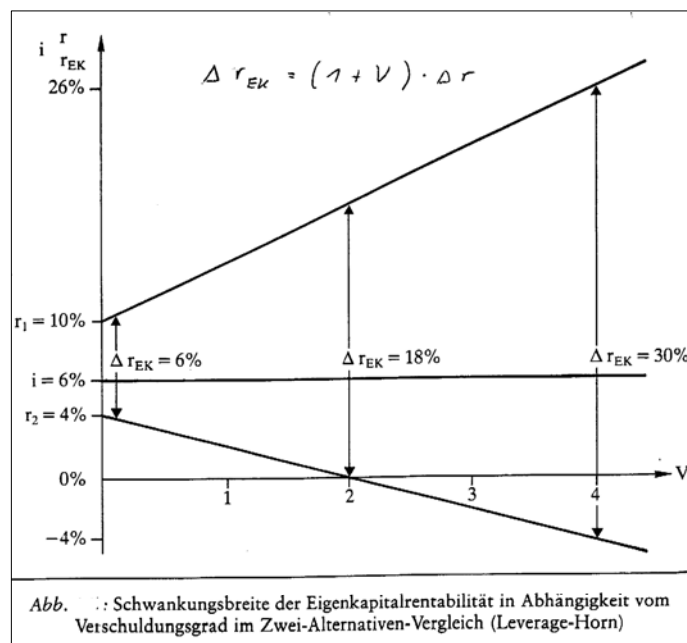
Nachfolgend wollen wir uns noch einmal zur Vertiefung ein Beispiel anschauen, das den Leverage-Effekt bei unsicheren Investitionsrenditen darstellt.

Der Gesamtkapitalbedarf GK betrage weiterhin 1000 Einheiten. Die damit getätigten Investitionen lassen unsichere Periodengewinne von alternativ $x_1 = 100$, $x_2 = 80$, $x_3 = 60$, $x_4 = 40$ Geldeinheiten erwarten. Der vorab vereinbarte Zins i für aufzunehmendes Fremdkapital FK betrage weiterhin, unabhängig vom Verschuldungsgrad, 6%. Ausgehend von der vollständigen Finanzierung mit Eigenkapital EK werden die Auswirkungen fortschreitender Substitution des EK durch FK (= wachsender Verschuldungsgrad V) auf die Eigenkapitalrentabilität r_{EK} für die jeweiligen Zukunftslagen untersucht.

FK	EK	V	i · FK (i = 6%)	r_{EK} bei alternativem Bruttogewinn			
				$x_1 = 100$ ($r_1 = 10\%$)	$x_2 = 80$ ($r_2 = 8\%$)	$x_3 = 60$ ($r_3 = 6\%$)	$x_4 = 40$ ($r_4 = 4\%$)
0	1000	0	0	10%	8 %	6%	4 %
200	800	0,25	12	11%	8,5%	6%	3,5%
333	667	0,5	20	12%	9 %	6%	3 %
500	500	1	30	14%	10 %	6%	2 %
667	333	2	40	18%	12 %	6%	0 %
750	250	3	45	22%	14 %	6%	-2 %
800	200	4	48	26%	16 %	6%	-4 %
900	100	9	54	46%	26 %	6%	-14 %
1000	0	10	60	∞%	∞ %	6%	-∞ %

Abb. 3.10: Modifiziertes Zahlenbeispiel für den Leverage-Effekt bei unsicherer Investitionsrendite

Das sog. **Leverage-Horn** demonstriert sehr anschaulich das zunehmende Risiko (Schwankungsbreite der EK-Rendite), welches sich ein Unternehmen mit steigendem Verschuldungsgrad aussetzt.



⇒ Operating Leverage

Der gezeigte Zusammenhang, der vor allem die Existenz eines ausgeprägten (Financial-)Leverage-Risikos aufzeigt, kann in dieser Form auch über den finanzwirtschaftlichen Bereich hinaus ausgedehnt werden: Maßgeblich für die Existenz einer – je nach Verschuldungsgrad unterschiedlich ausgeprägten – Hebelwirkung ist die Tatsache, dass das Fremdkapital erfolgsunabhängig in fester Höhe zu bedienen ist. Dieser Gedankengang kann von daher auch auf den güterwirtschaftlichen Bereich angewandt werden, in dem feste Belastungen ebenfalls zu einem Hebeleffekt führen können, wobei dann vom **Operating Leverage** in Abgrenzung zum oben betrachteten Financial Leverage gesprochen wird.

3.6. Renditeforderung und Verschuldungsgrad

Die angestellten Überlegungen zum (Financial-)Leverage-Effekt sind allerdings in einem wichtigen Punkt zu relativieren: Es war angenommen worden, dass der von den Fremdkapitalgebern verlangte Zins vom gewählten Verschuldungsgrad unabhängig ist. Diese Prämisse ist indes nicht nur mit Blick auf die Praxis kritisch zu überprüfen.

Es ist plausibel und so auch in der Praxis zu beobachten, dass Kreditgeber den Verschuldungsgrad sehr wohl bei der Kalkulation ihrer Zinsforderungen einbeziehen. Ein Ansteigen dieser Kennzahl bedeutet aus ihrer Sicht eine mit der Eigenkapitalquote sinkende Haftungsmasse und somit ein vergrößertes Kredit(ausfall)risiko. Als Entgelt für dieses zusätzliche Risiko wird ein Kreditgeber bei Erreichen einer gewissen „Empfindlichkeitsschwelle“ eine zusätzliche Risikoprämie verlangen und seine Zinsforderung darum erhöhen. Damit aber ergibt sich für das Produkt $(r_{GK} - r_{FK}) \cdot FK/EK$, das den zweiten Summanden der Leverage-Formel darstellt, ein kompensierender Effekt: Steigt (sinkt) der Verschuldungsgrad, so tut dies auch der Fremdkapitalzins. Dadurch sinkt (steigt) die – als positiv angenommene – Differenz $(r_{GK} - r_{FK})$, auf das Produkt und folglich auf die Eigenkapitalrendite wirkt damit ein *ungewisser Gesamteffekt*.

Aus diesem Sachverhalt ergibt sich letztlich die Frage, ob es eine „Situation minimaler Kompensation“, also einen **optimalen Verschuldungsgrad** mit **minimalen Kapitalkosten** geben kann.

Die Diskussion um den optimalen Verschuldungsgrad greift traditionell auf die Kapitalkosten-Konzeption zurück und setzt den optimalen Verschuldungsgrad dort fest, wo ein maximaler Unternehmenswert bzw. minimale Kosten des Gesamtkapitals (k_{GK}) erzielt werden.

Traditioneller Ansatz

Die sogenannte traditionelle Position kommt unter dieser Zielsetzung und in Anknüpfung an die bei der Behandlung des Leverage-Risikos gewonnenen Erkenntnisse zu folgenden Annahmen:

- Die Kosten des Eigenkapitals (Renditeforderungen der Anteilseigner) liegen oberhalb der Kosten des Fremdkapitals ($k_{EK} > k_{FK}$). Diese Rangordnung entspricht der Tatsache, dass jeder Haft- im Vergleich zum Fremdkapitalgeber ein höheres Risiko in Kauf nimmt.
- In gewissen Grenzen ist es der Unternehmung möglich, ihren Verschuldungsgrad zu variieren, ohne dass die Fremdkapitalgeber – wie etwa die Hausbank – hierauf mit einer Anpassung ihrer Zins- bzw. Renditeforderung reagieren. Ursächlich für Existenz und Ausmaß eines solchen Intervalls können mangelnde Wahrnehmung einer veränderten Schuldenposition, aber auch „Vorzugsbehandlungen“ aufgrund langjähriger Geschäftsbeziehungen sein. Dann aber kann vergleichsweise billigeres Fremdkapital eingesetzt werden, um einen reduzierenden Effekt auf die Gesamtkapitalkosten (k_{GK}) zu erzielen.
- Nach Erreichen eines bestimmten „kritischen Verschuldungsgrades“ beginnen die Kapitalgeber jedoch zu reagieren. Aufgrund ihres größeren Haftungsrisikos erhöhen zunächst die Anteilseigner, später auch die Fremdkapitalgeber ihre Renditeforderungen. Diese Verteuerung von Eigen- und Fremdkapital reduziert die

zuvor erreichte Kostensenkung des Gesamtkapitals und führt schließlich zu deren Anstieg. An genau diesem Umkehrpunkt weisen die Gesamtkapitalkosten ein Minimum auf, der optimale Verschuldungsgrad (FK/EK) ist dort realisiert.

Der traditionelle Ansatz liefert eine gedanklich gut nachvollziehbare Beschreibung, die auch mit der Praxis in Einklang zu stehen scheint. Nach diesem Plausibilitätsansatz existiert also ein Punkt – oder mindestens ein Bereich – **minimaler Kosten des Gesamtkapitals** und damit ein **optimaler Verschuldungsgrad**. Allerdings fehlt diesem Ansatz nicht nur ein empirischer Nachweis, sondern vor allem die Chance, theoretisch fundierte Gestaltungsanweisungen in bezug auf konkrete Finanzierungsentscheidungen abzuleiten.

Gegen Ende der fünfziger Jahre entwickelten **Franco Modigliani und Merton Miller**, zwei amerikanische Ökonomen und Nobelpreisträger, ihre berühmte Gegenposition von der **Irrelevanz der Kapitalstruktur für die Kapitalkosten**. In ihrem Modellansatz legten sie einen vollkommenen (Kapital-)Markt sowie zahlreiche weitere, z.T. sehr restriktive Annahmen zugrunde. Damit war es ihnen möglich, zunächst ausgehend von der traditionellen Anschauung, deren Gültigkeit über einen Arbitrageprozess in Frage zu stellen. Angesichts des umfangreichen Prämissenkatalogs war ihr Ansatz indes zur Erklärung der Realität weniger geeignet. Auch eine Erprobung an der Praxis stellte sich als wenig sinnvoll heraus; angesichts der existierenden Vielzahl (kurs)beeinflussender Faktoren erscheint es nicht möglich, die diesbezügliche (Ir-)Relevanz der Kapitalstruktur separat zu ermitteln. Umgekehrt belegt die Praxis der Bilanzanalyse sowie eine hieran orientierte Kreditvergabepraxis, dass der Verschuldungsgrad von (potenziellen) Kapitalgebern regelmäßig geprüft und bei der Kalkulation ihrer Renditeforderungen de facto berücksichtigt wird.

Eine völlige Irrelevanz der Kapitalstruktur scheint von daher ebenso wenig wahrscheinlich wie die Existenz exakt ermittelter optimaler Verschuldungsgrade. Die Optimalität von Verschuldungsgrad bzw. Kapitalstruktur ist von hierher zunächst als relativ und vor dem Hintergrund des konkreten Einzelfalls einer realen Unternehmensfinanzierung zu betrachten. Aufgabe und Kunst der kapitalsuchenden Unternehmen wie kapital anbietenden Investoren ist es damit gerade, Verhandlungs- und Kompromisslösungen zu finden, die den Chance/Risiko-Einstellungen beider Parteien gerecht werden. Ebenso wie der Kapitalnehmer versuchen wird, die Mittelaufnahme in die Gesamtheit seiner unternehmerischen Aktivitäten „optimal“ einzupassen, muss der Kapitalgeber in einer ebenfalls umfassenden Perspektive danach streben, eine Mittelvergabe mit der Gesamtheit seiner Investitionen, d. h. seinem Anlageportefeuille, „optimal“ abzustimmen. Für die Realisierung einer solchen, sozusagen „individuellen Optimalität“ stehen dann die Instrumente der Finanzierung in ihrem dargestellten Variantenreichtum zur Verfügung.

Vertiefende Literatur:

- ⇒ WÖLTJE, J., Investitions- und Finanzmanagement, Köln-Wien 2002.
- ⇒ KOWALSKI, S. Effiziente Unternehmensplanung mit Excel, Freiburg u.a. 2000.
- ⇒ GRAMLICH, D. / WALZ, H., Investitions- und Finanzplanung, 5. Aufl., Heidelberg 1997.