Kapitalkostensatz ist potenzieller Zankapfel

Finma-Rundschreiben in zehn Grundsätzen zur angemessenen Vergütung – Berücksichtigung der eingegangenen Risiken

NEPOMUK FESER
UND PATRICK SCHEURLE

Vergütungsmodelle sind gemäss der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (Finma) künftig am ökonomischen Gewinn auszurichten. Gewinne dieser Art werden als Value Added bezeichnet und sind keine neue Erscheinung. Zahlreiche Unternehmen gingen in den letzten Jahren zu einer wertorientierten Unternehmensführung auf der Basis von ökonomischen Gewinnen über. Sie berichten – zumindest intern – über den Value Added und koppeln in zunehmendem Masse die variable Vergütung daran.

Der zentrale Unterschied zwischen dem Buchgewinn (aus der Erfolgsrechnung) und dem ökonomischen Gewinn ist die Berücksichtigung der Eigenkapitalkosten. So sind die Zinszahlungen an die Fremdkapitalgeber im Buchgewinn bereits abgezogen, während die Kosten für Eigenmittel ausser Acht gelassen werden. Eine ökonomische Erfolgsrechnung, die die buchhalterische Betrachtung ergänzt, bezieht hingegen die Kosten für Eigenmittel mit ins Kalkül ein (vgl. Grafik 1). In anderen Worten, der ökonomische Gewinn berücksichtigt neben den aus der Erfolgsrechnung bekannten Kosten für Personal, IT usw. auch diejenigen für die Überlassung von Eigenkapital, das auch rückbehaltene Gewinne sowie Kapital für die Deckung von unerwarteten Risiken umfasst.

Kosten des Eigenkapitals

Bei einem Markt-Buchwert-Verhältnis von eins werden bei einem ökonomischen Gewinn von null die Investoren entsprechend ihren Erwartungen entschädigt. Das Unternehmen hat in dem Falle sämtliche Risikokosten gedeckt, was auch die Zahlung von sogenannten normalen Boni rechtfertigt. Ist der ökonomische Gewinn positiv, wurde sogar mehr Wert geschaffen, als es die Investoren erwarten. Wie der «Überschuss» auf Anleger, Management und Mitarbeiter aufgeteilt wird, ist Frage der Vergütungspolitik und betrifft die Allokation sowie die Auszahlung von variabler Vergütung. In vorliegenden Artikel konzentrieren wir uns auf die Finanzierung der variablen Vergütung.

Während die Fremdkapitalkosten relativ einfach festzustellen bzw. für Banken und Versicherungen als Teil des operativen Geschäftes verstanden werden können und bereits in der gewöhnlichen Erfolgsrechnung erfasst sind, gestaltet sich die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ungleich schwieriger. Letztere hängen grundsätzlich von zwei Grössen ab: vom Umfang des von den Eigentümern zur Verfügung gestellten Kapitals und der Höhe des Zinses für dieses Kapital, der Eigenkapitalkostensatz. Der Umfang des zur Verfügung gestellten Kapitals, entspricht grundsätzlich dem Buchwert des Eigenkapitals. Jedoch ist vor allem bei Banken zu unterscheiden, inwiefern das ausgewiesene Eigenkapital dem tatsächlichen Risikokapital entspricht. Meistens wird bei der Berechnung des ökonomischen Gewinns vom intern ermittelten Risikokapital (Capital at Risk) ausgegangen, dieses u. U. mit Gegenparteirisiken sowie Reputationskapital ergänzt. Eine etwaige Überschussgrösse wird oft als Excess Capital aus der Value-Added-Kalkulation ausgeblendet.

Der direkte Einfluss des Eigenkapitalkostensatzes auf die Vergütung verleiht dem Thema zusätzliche Brisanz. Denn je höher der Eigenkapitalkostensatz angesetzt wird, desto geringer ist der ökonomische Gewinn und dadurch der Spielraum für Boni. Es besteht somit die Gefahr, dass der Kapitalkostensatz – neben der Festlegung der Höhe und der Elemente des Eigenkapitals – zum Zankapfel wird.

Ansatz zur Ermittlung

Der Eigenkapitalkostensatz spiegelt die Risikoprämie, die die Aktionäre für die von ihnen getragenen Risiken erwarten. Die Verzinsung auf dem Eigenkapital sollte alle eingegangenen Risiken, die nicht diversifizierbar sind, berücksichtigen. Je mehr und je grösser sie sind, desto höher sollte der Eigenkapitalkostensatz ausfallen. Der Value Added unterscheidet sich vor allem dann stark vom Buchgewinn, wenn die Eigenkapitalkosten sehr hoch sind, d. h., wenn besonders viele oder grosse Risiken eingegangen werden. Die Wahl eines passenden Ansatzes zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes ist daher von zentraler Bedeutung.

Im Gegensatz zu Bilanz und Erfolgsrechnung, wo Rechnungslegungsstandards greifen, besteht bei der Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes ein beachtlicher Spielraum. Da der Eigenkapitalkostensatz Opportunitätskosten eines Unternehmens darstellt, kann er nicht direkt beobachtet werden, sondern muss von den Eigentümern festgelegt und unter Zuhilfenahme eines Modells geschätzt werden. Häufig wird dazu das Capital Asset Pricing Model (CAPM) verwendet.

Schätzungen der Risikoprämien

USA	CAPM in %	Mehrfaktor in %
Hypothekarbanken	1,8	7,0
Brokerage	6,4	10,2
Investment Banking	8,9	7,1
Asset Management	5,3	6,2
Geschäftsbanken	5,2	8,8
Schweiz		
Retail Banking	0,9	4,2
Private Banking	6,0	9,7
Diversified	8,5	7,3

Näherungswerte für die Kapitalkosten ergeben sich durch die Addition der entsprechenden Prämie aus der Tabelle mit dem risikofreien Zinssatz

Dabei wird der Eigenkapitalkostensatz anhand historischer Aktienrenditen geschätzt. Es besteht also die Freiheit, den Zeitraum der Historie nach Belieben festlegen zu können. Darüber hinaus zeigen gerade jüngere Forschungsarbeiten, dass das CAPM ziemlich ungenau ist. Eine Alternative dazu sind etwas aufwendigere, umfassendere Mehrfaktormodelle. Dadurch könnte nicht nur der Umfang der eingegangen Risiken, sondern auch die Art der Risiken deutlich besser erfasst werden. Aufgrund der vielfältigen Risiken und der Heterogenität der Finanzinstitutionen scheint das ein vorteilhafter Ansatz zu sein, der auch die eine oder andere Überraschung hinsichtlich den Sätzen der Kapitalkosten verspricht.

Werden in einem Modell bestimmte Risiken übersehen, kann das zu einer Unterschätzung des Eigenkapitalkostensatzes führen. Im CAPM, bei welchem das Risiko einzig anhand des Marktrisikos erfasst wird, können insbesondere zyklische (konjunkturelle) Risiken nicht adäquat abgedeckt sein. Mehrfaktormodelle zielen daher darauf ab, zusätzliche Risikoquellen mit einzubeziehen und dadurch die Gefahr einer Unterschätzung des Eigenkapitalkostensatzes zu minimieren. Das Risiko wird dann mehrdimensional erfasst (vgl. Grafiken rechts).

Der Einsatz eines Mehrfaktormodells bietet sich dort an, wo Risiken – namentlich solche zyklischer Natur – eingegangen werden. Sie werden im typischen CAPM nicht genügend erfasst, können aber in einem Modell, das auf mehreren Risikofaktoren aufbaut, berücksichtigt werden. Selbstverständlich kann bei Mehrfaktormodellen das Marktrisiko als eine der Risikoquellen berücksichtigt werden. Der Anpassungsbedarf bei den Kapitalkosten dürfte zwischen Grossbanken, Privatbanken und Versicherungen sehr unterschiedlich ausfallen, wobei grössere Adjustierungen vor allem bei krisenanfälligen Geschäftsmodellen zu vermuten sind. Schätzungen der Risikoprämien für Geschäftsmodelle aus den USA und der Schweiz sind in der Tabelle links aufgeführt.

Da die Berechnungen stark vom Untersuchungszeitraum abhängen, sind die Ergebnisse eher als Beispiele denn als eingehende Analyse zu betrachten. Zwei Punkte werden jedoch gut veranschaulicht: Erstens unterscheiden sich die Risikoprämien verschiedener Geschäftsmodelle teilweise deutlich zwischen den verwendeten Modellen. Je nach angewandtem Modell können die Risikoprämien höher oder tiefer ausfallen. Beispielsweise fällt mit dem CAPM die Risikoprämie im Schweizer Retail Banking tiefer aus als mit einem Mehrfaktormodell. Möglicherweise erfasst das Marktrisiko die mit Retail Banking (Zahlungsverkehr, Hypotheken, Kredite an KMU) verbundenen Unsicherheiten nicht in genügendem Masse.

Geschäftsrisiken enthalten

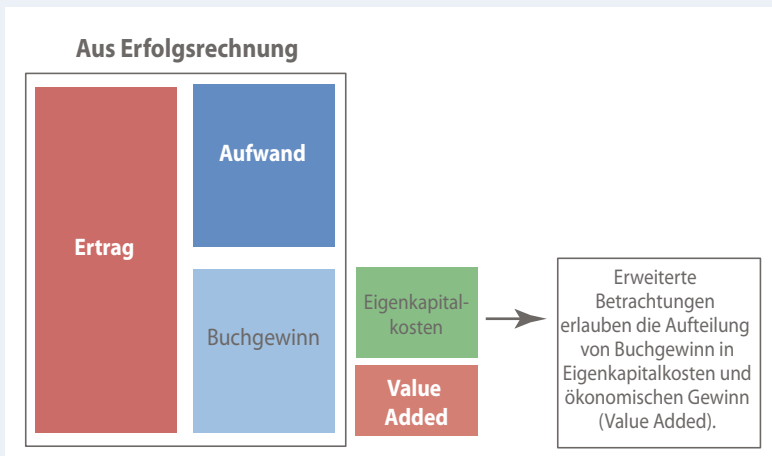
Zweitens, wie das Beispiel Investment Banking zeigt, bedeutet die Applizierung eines Mehrfaktormodells nicht zwangsläufig eine höhere Risikoprämie. In manchen Fällen wird die Risikoprämie mit dem CAPM überschätzt, und ein genaueres Mehrfaktormodell ist in der Lage diese Schätzung zu korrigieren. Der Grund für eine tiefere Prämie im Mehrfaktormodell ist, dass bestimmte Geschäftsmodelle ein Hedging gegenüber den einzelnen Risiken bieten.

Mitunter können im Investment Banking Dienstleistungen wie Restrukturierungsberatung dazu dienen, die Exponiertheit gegenüber den Entwicklungen an den Finanzmärkten zu kompensieren. Investoren schätzen solche Eigenschaften und erwarten daher eine tiefere Risikoprämie. Die Ausrichtung der Vergütungsmodelle am ökonomischen Gewinn ist ein vielversprechender Ansatz, der die eingegangenen Geschäftsrisiken entsprechend würdigt. In der Praxis wird das Konzept teilweise bereits umgesetzt. Verschiedene Unternehmen verfolgen demnach bereits eine langfristige Wertorientierung unter Berücksichtigung der entsprechenden Risikopositionierung. Die verschiedenen Konzepte zur Bestimmung des ökonomischen Gewinns und insbesondere die Freiheiten, die bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten bestehen, können die mit Value-Added-Grössen verbundenen Vorteile jedoch unterlaufen.

Die prinzipienorientierten Grundsätze der Finma sind zwar begrüssenswert. Damit Kapitalkosten nicht zum Zankapfel werden, wären gewisse Präzisierungen jedoch hilfreich. Eine Corporate-Governance-Architektur, die die Investorenerwartung hinsichtlich Eigenkapitalkostensatz mit einbezieht (bspw. durch angemessene Kontrollinstanzen und unabhängige Beurteilungen), hilft zudem, den Vorteilen des ökonomischen Gewinns ein entsprechendes Gewicht zu verschaffen und somit Risikobewusstsein in der Unternehmenskultur zu verankern.

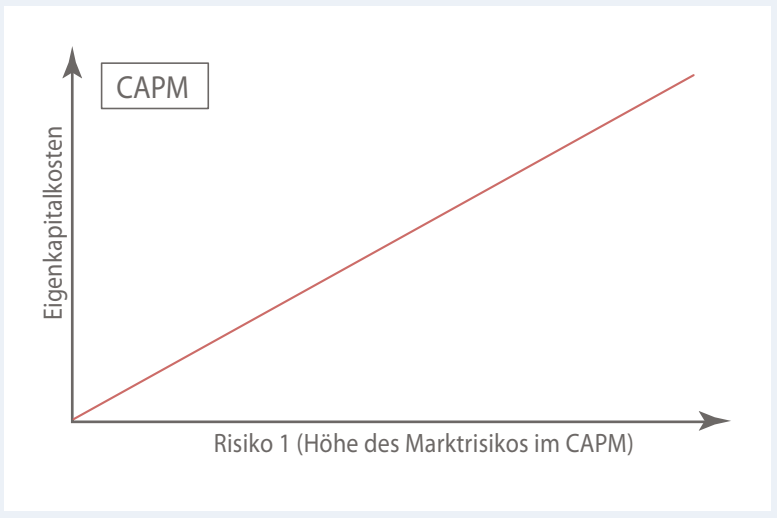
Nepomuk Feser ist Senior Consultant von Hostettler & Partner, Patrick Scheurle wissenschaftlicher Mitarbeiter am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen.

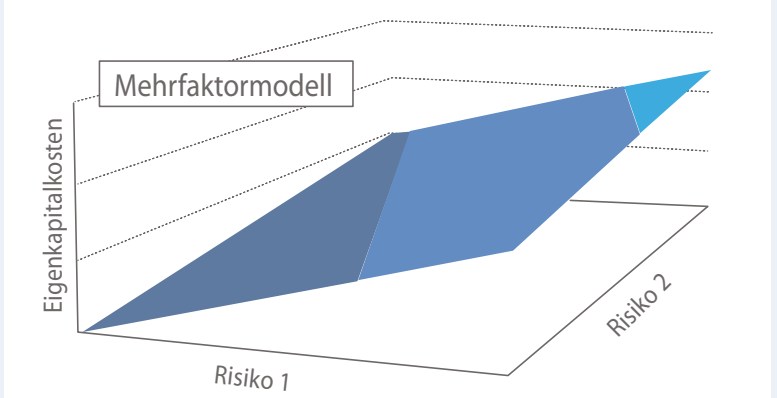
Ermittlung des ökonomischen Gewinns



Quelle: Feser/Scheurle / Grafik: FuW, sf

Illustration von CAPM und Mehrfaktormodell





Quelle: Feser/Scheurle / Grafik: FuW, si

Anzeige

Nachhalllllllllllllllllll