

Organisches Wachstum — mehr als ein Modewort?

- **Konzerne definieren ihre Ziele neu**
- **Applaus der Aktionäre**
- **Theorie steht erst am Anfang**

Von Klaus Spremann

Verwaltungsräte und Vorstände haben in letzter Zeit mehrfach «organisches Wachstum» als Ziel ihres Unternehmens genannt. So ist für Kai-Uwe Ricke, den Chef der Deutschen Telekom, die «konsequente Entschuldung und organisches Wachstum» das Programm. BASF, Geberit, Nestlé, SAP und andere Gesellschaften erwähnen den Begriff in ihren Geschäftsberichten. Er hat jedoch noch keinen Eingang in die Fachliteratur gefunden, und der sprachliche Umgang weist auf eine unterschiedliche Handhabung seiner Abgrenzung hin. In einer weiten Definition wird darunter Wachstum ohne Akquisitionen verstanden.

Wissenschaftliche Untersuchungen zu Akquisitionen weisen auf die nach einem Zusammenschluss entstehenden Probleme hin, auf die hohen Kosten zur Freistellung nicht mehr benötigten Managements und die internen Schwierigkeiten der Koordination in einem diversifizierten Konzern. Zudem spricht die Agency-Theorie vom Empire building und unterstellt Akquisitionen persönliche Begleitmotive des Chefs der Gesellschaft, die übernimmt. So ist verständlich, dass Aktionäre die Ankündigung eines akquisitionsfreien Wachstums freundlich aufnehmen. Allerdings gibt es verdeckte Übernahmen. Selbst grosse Unternehmensteile, sofern sie rechtlich keine eigenständigen Bereiche darstellen, können fast unbemerkt gekauft werden, und der Vorgang fiele, bei der weiten Begriffsbildung, unter organisches Wachstum.

Alternative zu Akquisitionen

In einigen Texten wird organisches Wachstum enger ausgelegt und als Alternative zur Expansion mit konkreten, isolierbaren Investitionsprojekten, die eigens finanziert werden müssen, verstanden.

Wer es stärken möchte, hat weder eine Akquisition im Auge, noch ist eine andere Investition durch Anschaffung von Produktionsmitteln geplant. In dieser engen Auffassung sind Akquisitionen ausgeklammert. Die Wachstumsförderung, deren Kräfte als organisch bezeichnet werden, geht gleichsam ohne Finanzierung einer Investitionsmassnahme vor sich. Sie ist in diesem engen Sinn investitions- und finanzierungsloses Wachstum. Es verlangt weder die Aufnahme neuen Kapitals – sei es ein Bankkredit oder die Ausgabe neuer Aktien – noch die Einbehaltung eines höheren Gewinnanteils zum Zweck der Innenfinanzierung.

Das macht verständlich, dass die Ankündigung des Strebens nach organischem Wachstum (im engen Sinn) auf Generalversammlungen viel Applaus erntet. Wie unser Verständnis von «organisch» nahe legt, resultiert es aus Vorgängen, in denen sich auf einem «guten Boden» im Unternehmen und mit einer «guten Wurzel» im Umfeld mehrere Kräfte verbinden, wobei die zusammenwirkenden Komponenten weder im Rechnungswesen noch in einer Investitionsrechnung erfasst und im Einzelnen abgerechnet werden.

Selbstfinanzierte Investitionen

Aus welchen Gründen wachsen Unternehmen? Wachstum ist die Steigerung des (nominalen) Werts der Gesellschaft. Richtet sich der Blick auf den Gesamtwert (Enterprise value), die Summe von Eigenkapital und Fremdkapital, so nimmt er vor allem dann zu, wenn neue Investitionsprojekte angegangen werden. Es ist unwichtig, ob diese Projekte darin bestehen, ein anderes Unternehmen zu akquirieren, oder ob die Erweiterung eine Neugründung auf der grünen Wiese vorsieht. Bei Betrachtung des Gesamtwerts kommt es für den Sachverhalt der durch eine Investition bewirkten Wertsteigerung nicht darauf an, wie sie finanziert wird, doch verlangt natürlich jede Investition entweder Aussen- oder Innenfinanzierung.

Aussenfinanziertes Wachstum sehen Aktionäre mit Argusaugen, weil im Fall einer Fremdfinanzierung ihr Leverage-Risiko zunimmt und im Fall einer Kapitalerhöhung der Gewinn verwässert wird. Es ist daher zweckmässig, von aussenfinanziertem Wachstum abzusehen. So ändert sich auf der Seite der Eigen- und Fremdkapitalgeber nichts. Dann wächst das Unternehmen, wenn es den Gewinn nicht gänzlich ausschüttet und den einbehaltenen Teil investiert. Letztlich ist innenfinanziertes Wachstum dasjenige, das einen wesentlichen Bestandteil der Rendite der Aktionäre ausmacht. Sie erfreuen sich der Dividende (ausgeschütteter Gewinnanteil) sowie der Wertsteigerung, die auf die (angestrebte rentable) Investition des einbehaltenen Teils zurückzuführen ist.

In der Tat geht Wachstum (wenn aussenfinanziertes ausgeklammert wird) in traditionellen Lehrbüchern der Corporate finance allein auf die Investition einbehaltener Gewinne zurück.

Typische Kurs-Gewinn-Verhältnisse P/E		
Branche	P/E	Beispiele
Biotech, Software, Technologie	über 30	<i>Hilti 29, Logitech 40, Microsoft 43, Dell Computer 56</i>
Pharma, Medizinaltechnologie	24 ... 30	<i>Novartis 22, Roche G 25</i>
Konsumgüter, Lebensmittel, Dienstleistungen, Medien	18 ... 24	<i>Givaudan 17, IBM 19, Publigroupe 23 Swatch Group 15</i>
Banken, Versicherungen, Handel, Maschinen, Elektrotechnik, Chemie	12 ... 18	<i>Bank Vontobel 15, Boeing 16, Citi Group 14, Ems Chemie 15 Luzerner KB 15, UBS 12, Sulzer 13, Vögele 11</i>
Baugewerbe, Transporte, Stahl, Rohstoffe	6 ... 12	<i>Holcim 10, Vetropack 10</i>

Offensichtlich muss es jedoch noch eine weitere Quelle für das Wachstum geben. Hierzu eine Rechnung: Die typische Gewinnrendite (Bilanzgewinn pro Aktie geteilt durch Börsenkurs) beträgt etwa 5%, denn ihr Kehrwert, die P/E, hat mit 20 eine marktübliche Höhe. Von den 5% Gewinnrendite werden vielleicht 3 Prozentpunkte als Dividende ausgeschüttet. Dem Unternehmen stehen somit 2% für das innenfinanzierte Wachstum zur Verfügung. Insgesamt hätte der Aktionär eine Rendite von 5%, wovon etwas mehr als die Hälfte bar als Dividende zufließt, während der kleinere Teil investiert wird und eine Wertsteigerung bewirkt.

Kein Aktionär ist jedoch mit einer Rendite von 5% zufrieden. Die theoretische und empirische Untersuchung der Aktienmärkte zeigt, dass im Durchschnitt über viele Jahre hinweg die Summe aus Dividendenrendite und Kursgewinn etwa 10% beträgt. Darauf weisen die von Pictet zusammengestellten Daten hin. Das arithmetische Mittel der diskreten Jahresrenditen 1926 bis 2003 beträgt für Aktien Schweiz gemäss Pictet 9,85%. Zu einer Dividendenrendite von 3% sind in der Vergangenheit Kursgewinne von durchschnittlich knapp 7% hinzugekommen. Das wäre deutlich mehr als die oben errechnete Wertsteigerung von 2% auf Grund des innenfinanzierten Wachstums. Für diese Diskrepanz gibt es zwei Erklärungen. Die Kursgewinne an der Börse haben in den letzten fünfzig Jahren abgehoben und sich weit von der Realwirtschaft und den unternehmerischen Fundamentaldaten entfernt. Eugene F. Fama und Kenneth R. French (The Equity Premium, Journal of Finance 57, 2002) haben argumentiert, dass dies zumindest zum Teil so gewesen sein muss. Die zweite Erklärungsmöglichkeit: Die an der Börse (in der Vergangenheit) erzielten Kursgewinne von 7% im Mittel entsprechen durchaus der ökonomischen Realität. Die Unternehmen sind im Mittel um 7% gewachsen, doch hat ihr Wert nicht nur wegen des innenfinanzierten Wachstums (2%) zugenommen.

Zusätzliche Werte

Es gibt daneben eine weitere Wachstumsquelle (die im Rechenbeispiel 5% jährlich ausmacht), eben das organische Wachstum. Mit anderen Worten: Der im Rechnungswesen ausgewiesene Gewinn ist geringer als der wirkliche ökonomische Gewinn, und wachstumssteigernd wirkt sich nicht nur der einbehaltene Buchgewinn aus. Die Unternehmen verfügen über weitere Kräfte und Werte, die nicht in der Buchhaltung erscheinen, die demnach wenig explizit werden und dennoch zum Wachstum beitragen.

Zwei wesentliche Gründe für den Unterschied zwischen dem höheren, in der Buchhaltung nicht transparent gemachten ökonomischen Ertrag und dem ausgewiesenen Gewinn sind schnell gefunden. Erstens haben Unternehmen «Investivaufwand». Gemeint sind Aufwendungen, die den Gewinn schmälern, letztlich aber für einen Ressourceneinsatz anfallen, der eine Wertsteigerung herbeiführt (die nicht aktiviert wird). Hierzu gehören Forschungs- und Entwicklungsarbeiten, interne Leistungen zur Verbesserung des Namens und der Reputation. Gleiche Effekte haben Abschreibungen, die aus ökonomischer Sicht überhöht sind. Zweitens haben Unternehmen aktivierte oder nicht-aktivierte Vermögenspositionen, die angesichts der Inflation oder im Strom günstiger Entwicklungen im Umfeld nominal an Wert gewinnen.

Das einfachste Beispiel wäre ein unbebautes Grundstück, das in der Bilanz vielleicht immer noch zu Anschaffungskosten aktiviert ist und dennoch ökonomisch, aber nicht buchhalterisch an Wert gewonnen hat. Indessen können auch andere Vermögenspositionen an Wert zulegen. So dürfte beispielsweise eine Produktionsstätte im Bereich der Biochemie im Verlauf der Zeit wertvoller werden, einfach weil das Unternehmen im Strom der Zeit günstig positioniert und verwurzelt ist und ohne grosse eigene Kräfte mitschwimmt und von der Entwicklung im Umfeld mitgetragen wird.

Diese Faktoren bewirken organisches Wachstum. Zugleich ist deutlich, wie es gemessen werden kann. Die (historische) Rate des organischen Wachstums ist die Differenz aus der (historischen) Durchschnittsrendite (Dividendenrendite plus Rate des Kurswachstums) und dem (historischen) Durchschnitt der Gewinnrendite. Letzteres ist das typische Kurs-Gewinn-Verhältnis (vgl. Tabelle 1). Entsprechend werden Erwartungen für die Zukunft gebildet. Die Grösse des organischen Wachstums hängt von der Rechnungslegung ab. Je näher sie an das Leitbild der True and fair view kommt, desto mehr Zuschreibungen gibt es, desto mehr müssen Entwicklungsarbeiten (aber nicht Forschungsarbeiten) aktiviert werden, und desto näher kommt der ausgewiesene Gewinn, bezogen auf die Marktkapitalisierung, an die im Finanzmarkt erwartete Aktienrendite heran.

Die Rate des organischen Wachstums hängt vor allem von der Branche ab. Je höher die typische P/E oder je geringer die Gewinnrendite ist, desto grösser ist die Differenz zwischen der von Eigenkapitalgebern erwarteten Rendite und dem Teil, der als Dividende ausgeschüttet wird und als einbehaltener Gewinnanteil für innenfinanziertes Wachstum zur Verfügung steht (vgl. Tabelle 2). Wenn sich, wegen höherer Risiken, für eine High-tech-Gesellschaft mit dem Capital asset pricing model (CAPM) eine marktübliche Rendite von 11% ergibt, gleichzeitig die typische P/E dieser Gesellschaft 33 ist (Gewinnrendite 3%), dann gehen die Investoren von einer Rate des organischen Wachstums von 8% aus.

Branche und unterstellte Eigenkapitalrendite	Gewinnrendite	Rate des Organischen Wachstums
Biotech, Software, Technologie: $r_{EK} \approx 10\%$	$<3,3\%$	$>6,7\%$
Pharma, Medizinaltechnologie: $r_{EK} \approx 9\%$	$3,3\% \dots 4,2\%$	$4,8\% \dots 5,7\%$
Konsumgüter, Lebensmittel, Dienstleistungen, Medien: $r_{EK} \approx 8\%$	$4,2\% \dots 5,6\%$	$2,4\% \dots 3,8\%$
Banken, Versicherungen, Handel, Maschinen, Elektrotechnik, Chemie: $r_{EK} \approx 7\%$	$5,6\% \dots 8,3\%$	$-1,3\% \dots 0,4\%$
Baugewerbe, Transporte, Stahl, Rohstoffe: $r_{EK} \approx 6\%$	$8,3\% \dots 17\%$	$-10\% \dots -2,3\%$

Möglichkeiten erkennen

Solche Überlegungen sind wichtig, etwa für die Bestimmung des Preises für die Leistungen des Unternehmens. Telekommunikationskonzerne unterliegen der Regulierung. Oft ist ihnen eine marktübliche Rendite für das eingesetzte Kapital gestattet. Einige Experten meinen, die Preise für Erzeugnisse und Services müssten nun so festgesetzt werden, dass eine durch das CAPM bestimmte Gewinnrendite von (hier) 11% zu Stande kommt. Das ist jedoch falsch: Der Aktionär ist mit einer Gewinnrendite von (im Beispiel) 3% zufrieden, wie an der P/E von 33 erkenntlich wird. Der Fehler entsteht, wenn das organische Wachstum übersehen wird.

Wie kann es gemanagt werden? Hierzu müssen die verschiedenen Kräfte der Wertsteigerung in einem Unternehmen besser identifiziert und kombiniert werden. Ausserdem muss sich die Gesellschaft mit Blick auf das organische Wachstum geschickt strukturieren und positionieren. Die Frage also lautet: «Welche Abfallprodukte in Forschung und Entwicklung können in unserem Unternehmen noch nützlich verwertet werden?» Oder: «Mit welchen Vermögenswerten (die ein Consultant vielleicht sogar als nicht betriebsnotwendig klassifiziert und zu verkaufen empfiehlt) schwimmen wir derzeit gut in den Strömungen zu höheren Werten?» Indessen müssen diese Beispiele ergänzt, vertieft und systematisiert werden. Wir stehen in der Untersuchung des organischen Wachstums erst am Anfang.