

# Die optimale Kapitalstruktur

## am Beispiel der Kellogg Company

27. November 2009

### **Zusammenfassung**

Diese Arbeit soll eine praktische Anleitung zur optimalen Kapitalstruktur von Unternehmen geben. Die Hauptthese lautet, dass es für Unternehmen, die über signifikante Freecashflows verfügen nicht zielführend ist, übermäßigen Gebrauch von Fremdkapital zu machen sondern vielmehr eine geordnete Entschuldung sowohl die Rentabilität als auch die Stabilität steigert. Der Prozess wird dabei am Beispiel der Kellogg Company veranschaulicht. In der Arbeit wird dabei ebenfalls kurz auf die ideale Art der Kapitalallokation, Ausschüttungspolitik und Managementvergütung eingegangen. Ergebnis des Konzepts ist dabei, dass die Reduktion von Fremdkapital durch den Freecashflow die durch das Deleveraging reduzierte Rendite mehr als nur kompensiert.

# 1 Einleitung

Blickt man zurück in die Geschichte der Finanzwissenschaften, so findet man vor allem zwei bestimmende Thesen zur optimalen Kapitalstruktur. Zum einen die traditionalistische These, die besagt, dass es eine optimale Kapitalstruktur gibt, bei der die Kapitalkosten minimal werden. Die zweite, das von Franco Modigliani und Merton Miller 1958 eingeführte Modigliani-Miller-Theorem lautet dagegen, dass die Kapitalstruktur in perfekten Märkten irrelevant sei.

Vom theoretischen Standpunkt aus, haben beide Theorien etwas für sich, dieser Aufsatz will jedoch einen praktischen und umsetzbaren Vorschlag liefern, der sich kurz so fassen lässt:

*„Es gibt eine optimale Fremdkapitalquote<sup>1</sup>: 0 %“*

Diese Aussage stellt sich gegen die gängigen Thesen, dass sich durch die Aufnahme von Fremdkapital ein Unternehmen verbessern lässt. Sicherlich kann sich durch passendes Hebeln die Eigenkapitalrendite und der Gewinn steigern lassen, jedoch zeichnet sich dieses Vorgehen auch durch einen nicht zu vernachlässigenden Grad an Risiko aus. Im Mittelpunkt meiner These steht daher, warum ein Unternehmen, welches nicht auf Kredite angewiesen ist, auch keine Kredite aufnehmen sollte. Zwar liefern die theoretischen Thesen von Modigliani und Miller auf den ersten Blick eine schlüssige Erklärung, jedoch existieren in der Realität irrationale Märkte, Kreditklemmen sowie Panik und Gier, was sich nicht in einem Modell abbilden lässt.

## Ziele

- Abbau der Schulden
- Stärkung des Cashflows und der Unabhängigkeit
- Steigerung des Unternehmenswert
- Erhöhte Krisenresistenz

Das Konzept ist nur für Unternehmen umsetzbar, die über hohe Freecashflows verfügen. Zusammengefasst lautet das Ergebnis, dass es nicht sinnvoll ist, ein Unternehmen welches eine ungehebelte Rendite von 15 Prozent erreichen kann, mit Fremdkapital auszustatten, um eine Rendite von 18 Prozent zu erreichen. Warren Buffett bezeichnete dies einmal passend mit den Worten: *„To make money they didn't have and didn't need, they risked what they did have and did need.“*

---

<sup>1</sup>verzinsliches Fremdkapital

## 2 Theorie

Ein Unternehmen, welches Jahr für Jahr hohe Freecashflows<sup>2</sup> generiert, also mehr verdient als es ausgibt, hat objektiv betrachtet keinen Grund verzinsliches Fremdkapital aufzunehmen. Dagegen wird immer wieder angeführt, welche Rentabilitätssteigerungen durch Leveraging erzielt werden können, wobei das damit einhergehende Risiko oft vernachlässigt wird. Vor allem bei zyklischen Unternehmen bedeutet diese Praktik in Abschwungphasen jedoch ein stark erhöhtes Risiko.

Im folgenden möchte ich auch aufzeigen, dass der Leverage Effekt bei vernünftiger Chancen/Risiko Betrachtung in jedem Fall dem Konzept der 0 % FK-Quote unterlegen ist. In den Wirtschaftswissenschaften ist man in den letzten Jahren dazu übergegangen, die Probleme immer komplexer und damit weniger praktikabel zu lösen.

Daher fällt mein Vorschlag denkbar einfach und anwendbar aus: Zuerst wird auf sämtliche Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe verzichtet, bis die finanzielle Stabilität (Gearing<sup>3</sup>: ca. 0 %) wieder hergestellt ist.

Im zweiten Schritt wird der gesamte Freecashflow dazu verwendet die finanziellen Verbindlichkeiten zu tilgen, dies hat über die Jahre drei Effekte: (1) Die Zinszahlungen nehmen Jahr für Jahr ab, womit der Gewinn und die Rentabilität steigt, (2) durch den erhöhten Freecashflow (weniger Zinszahlungen) können noch mehr finanzielle Schulden getilgt werden und (3) das Unternehmen wird unabhängiger und damit flexibler von Banken und anderen Dritten. Wenn dieser Prozess vollendet ist und sämtliche finanzielle Verbindlichkeiten abgebaut sind, folgt der abschließende Teil: Wiederaufnahme der Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen, Dividenden oder strategischen Übernahmen.

Der Verzicht auf Dividenden hört sich für die Aktionäre zuerst nachteilig an. Das untenstehende theoretische Fallbeispiel soll aber zeigen, dass durch diese Maßnahmen der innere Wert des Unternehmens nicht nur erhalten sondern vermehrt wird. Im folgenden wird darüberhinaus auch auf die ideale Art der Ausschüttung sowie die Probleme der Schuldentilgung eingegangen.

---

<sup>2</sup>operativer Cashflow - CAPEX

<sup>3</sup>[(finanzielle Verb. - Cash) / Eigenkapital]

### 3 Fallbeispiel

Fallbeispiel anhand der **Kellogg Company**:

#### **Kurzprofil**

Die Kellogg Company ist eines der weltweit größten Unternehmen für Getreideprodukte. Mit einem Weltmarktanteil von über 40 Prozent bei Ready-To-Eat Cereals und einem Umsatz von mehr als 11 Mrd. \$ ist das Unternehmen klarer Marktführer in diesem Segment.

Das Unternehmen konnte den Umsatz in den Jahren 5 Jahren mit durchschnittlich 7,4 Prozent p.a. steigern, der Jahresüberschuss stieg in der betrachteten Periode mit 6,4 Prozent p.a. Durch Aktienrückkäufe stieg der Gewinn je Aktie im gleichen Zeitraum um jährlich 8,6 Prozent. Während dem Unternehmen operativ im Schnitt 1.310 Mio. \$ zuflossen, mussten nur 407 Mio. \$ für notwendige Investitionen und durchschnittlich weitere 100 Mio. \$ für Übernahmen pro Jahr aufgewendet werden.

Das Unternehmen verdient also deutlich mehr als es jährlich ausgeben muss um konkurrenzfähig zu bleiben, somit wundert es nicht, dass Kellogg eine sehr hohe Ausschüttungsquote in Form von Dividenden und Aktienrückkäufe aufweist. Was aber durchaus verwundern mag, ist die Tatsache das Kelloggs Eigenkapitalquote im selben Zeitraum von 21,3 auf 13,1 Prozent gesunken ist.

Während das Management operativ offensichtlich sehr gute Arbeit geleistet hat, verschlechterte sich die Finanzlage des Unternehmens deutlich. Insgesamt stand der Konzernführung 2008 ein ausschüttbarer Freecashflow in Höhe von 586 Mio. \$ zur Verfügung. Ausgeschüttet wurden allerdings 1.145 Mio. \$ welche zum Großteil mit Krediten finanziert wurden. Die Vorjahre zeigen ein ähnliches Bild, was vermuten lässt, dass sich das Management kurzfristigen Erfolg auf Kosten der Aktionäre erkaufte. Hintergrund ist wie so oft den Aktienkurs zu steigern um erteilte Optionen im Wert zu steigern. Das dazu in der Vergangenheit eindeutig zu teuer Aktien zurückgekauft wurden, kommt einer Veruntreuung der Aktionärgelder gleich.

Im folgenden soll also ein Kontrastprogramm dargestellt werden, welches meiner Ansicht nach, langfristig der aktuell in vielen Unternehmen herrschenden Finanzpolitik überlegen ist.

### 3.1 Zahlen und Annahmen (2008 in \$)

Die Zahlen und Annahmen errechnen sich aus aktuellen Zahlen und Durchschnittswerten der letzten 5 Jahre, einzelne Positionen werden unten genauer erläutert.

EBIT	1953 Mio.
Finanzielle Verb.	5456 Mio.
Eigenkapital	1448 Mio.
Cash	255 Mio.
Anzahl Aktien	385 Mio.
Steuersatz	30,00 %
Kreditzins	5,50 %
EBIT Wachstum	3,00 %
oCF/JÜ <sup>4</sup>	1,27
SI-Quote <sup>5</sup>	0,39

- EBIT, Finanzielle Verbindlichkeiten, Eigenkapital, Cashbestand, Kreditzins, Anzahl der Aktien und Steuersatz sind aus dem Geschäftsbericht 2008 entnommen.
- oCF/JÜ beschreibt das Verhältnis von *operativem Cashflow* zu *Jahresüberschuss*, da der operative CF durch nicht zahlungswirksame Positionen regelmäßig höher ist als der Jahresüberschuss, ergab sich bei Auswertung der letzten 5 Jahre ein Wert von 1,27.
- Die Sachinvestitionsquote (SI-Quote) beschreibt die notwendigen jährlichen *Investitionen im Verhältnis zum operativen Cashflow*, ein Wert unter 1 zeigt dabei einen vorhandenen Free-Cashflow an. Über die letzten 5 Jahre musste das Unternehmen also nur 39 Prozent des operativen Cashflows investieren.
- Es wurde für die Berechnung ein EBIT-Wachstum von 3 Prozent angenommen. In anbetracht der deutlichen höheren Werte in den Vorjahren, ist diese Wahl als konservativ zu bezeichnen.

---

<sup>4</sup>operativer Cashflow/Jahresüberschuss

<sup>5</sup>Investitionen/operativer Cashflow

### 3.2 Anwendung

Mit Hilfe dieser Zahlen lässt sich berechnen, dass das Unternehmen, ohne den Cashbestand zu berühren, im Jahr 2009 durch Verwendung des kompletten Freecashflows zur Tilgung die finanziellen Verbindlichkeiten von 5.456 auf 4.554 Mio. \$ senken und den Gewinn je Aktie von 3,02 auf 3,22 \$ steigern könnte. Mit jedem weiteren Jahr verstärkt sich diese Wirkung, da durch die abnehmenden Zinsaufwendungen und das 3 %ige EBIT Wachstum stetig mehr Gewinn und damit operativer Cashflow zur Verfügung steht.

Als Maß für die Verschuldungslage eignet sich meiner Einschätzung nach das Gearing besonders gut, welches das Verhältnis von Nettoverschuldung zu Eigenkapital beschreibt.

Bei konsequenter Nutzung aller Freecashflows zur Schuldentilgung wäre das Gearing schon im Jahr 2013 von anfänglichen 359 % auf sehr gute 0,9 % gesunken. Der operative Cashflow hätte sich durch diese Maßnahmen von 1.477 Mio. \$ auf 2.008 Mio. \$ erhöht. Der Gewinn je Aktie wäre von 3,02 \$ in 2008 auf 4,11 \$ im Jahr 2013 gestiegen.

Bei diesen Berechnungen wurde lediglich eine EBIT-Steigerung von 3 % pro Jahr angesetzt, was als sehr konservativ anzusehen ist. Alles in allem steht das Unternehmen nach diesem 4-Jahres-Plan faktisch ohne Schulden (330 Mio. \$ Schulden bei 255 Mio. \$ Cash), mit deutlich mehr Gewinn und einer rechnerischen Eigenkapitalquote von rund 70 % da. Damit wäre das Unternehmen nach einer relativ kurzen Zeitspanne sehr viel konservativer und sicherer finanziert und könnte unbeschadet selbst extremen wirtschaftlichen Abschwüngen standhalten.

Insgesamt würden sich die Kennzahlen im betrachteten Zeitraum wie folgt entwickeln (in Mio. \$):

Jahr	operativer CF	Investitionen	Free CF	Schulden <sup>6</sup>	Zinsauf.	Gewinn
2008	1477,84	576,36	901,48	5456,00	300,08	1163,66
2009	1574,56	614,08	960,48	4554,52	250,50	1239,81
2010	1675,74	653,54	1022,20	3594,04	197,67	1319,48
2011	1781,58	694,82	1086,77	2571,83	141,45	1402,82
2012	1892,27	737,98	1154,28	1485,07	81,68	1489,97
2013	2007,99	783,11	1224,87	330,78	18,19	1581,09

---

<sup>6</sup>Finanzielle Verbindlichkeiten

### 3.3 Betrachtung nach 2013

Eine Verringerung der Verbindlichkeiten hat nun nur noch begrenzten Nutzen in Form von Zinsersparnissen, womit der Freecashflow für Aktienrückkäufe, Dividendenausschüttungen oder Übernahmen verwendet werden sollte. Aufgrund von steuerlichen Aspekten und anderen Vorteilen sollte sich das Unternehmen bei einem fairen oder unterbewerteten Aktienkurs zum Rückkauf von Aktien entscheiden, womit bei einem theoretischen Stand von 65,76 \$ (4,11 \$ EPS x 16 FairKGV) und einem jährlich verfügbaren Freecashflow von 1.224,87 Mio. \$ jeweils 18.613.138 Aktien zurückgekauft werden können, ohne neue Schulden zu machen und weiterhin alle relevanten Investitionen zu tätigen. Allein dieser Aktienrückkauf würde den Gewinn je Aktie bei **stagnierendem** Gewinn um 21 Cent (oder 5 Prozent) je Aktie erhöhen. Denkt man auch diese jährliche Rückkaufsoption weiter, so könnte das Unternehmen innerhalb der nächsten 5 Jahre bis 2018 rund 90 Mio. Aktien zurückkaufen, womit sich die Anzahl der Aktien um 23,4 % verringern würde. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass sich der Aktienkurs auf einem unterbewerteten Niveau befindet, es ist eine Verschwendung der Aktionärgelder Aktien für 2 \$ zurückzukaufen, wenn sie nur 1 \$ Wert sind.

Abbildung 1 zeigt die Auswirkungen des Sparprogramms: Zwischen den Jahren 2008 und 2013 steigt der Gewinn aufgrund des organischen Wachstums (3 % p.a.) und des verringerten Zinsaufwands. Ab 2013 wurde dann *kein* Gewinnwachstum angenommen, allein der Aktienrückkauf erhöht den Gewinn je Aktie.

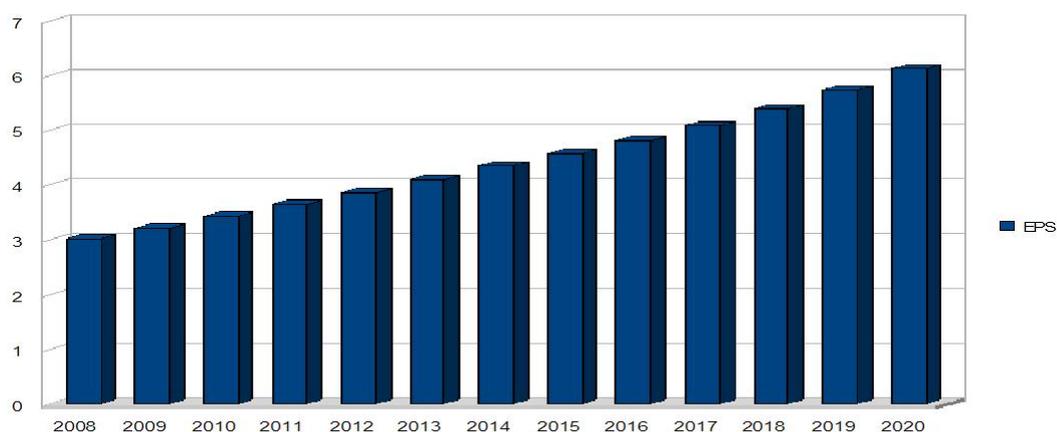


Abbildung 1: Entwicklung Gewinn je Aktie

Kommt das Management nicht zu dem Entschluss, dass der Aktienkurs deutlich unter dem inneren Wert liegt, so verbleiben noch die Möglichkeiten den Freecashflow auszuschütten oder in strategische Übernahmen zu investieren. Da Dividenden aufgrund von steuerlichen Aspekten und Transaktionskosten seitens der Aktionäre nicht zielführend sind, sollte das Unternehmen den Freecashflow in Schritt-für-Schritt Übernahmen investieren.

Der Vorteil einer Schritt-für-Schritt Übernahme liegt darin, dass das Unternehmen zuerst eine Minderheitsbeteiligung erwirbt, dann entsprechende Veränderungen und Restrukturierungen durchführt und das Zielunternehmen Schritt für Schritt aus dem Freecashflow heraus übernimmt. Somit werden keine Kredite und nach der Übernahme auch wenige bis keine Eingliederungskosten verursacht.

Die Rücklage eines Großteils des Freecashflows ist ebenfalls eine weitläufig (da kurzfristig schlechte) unterschätzte Option. Tatsächlich liefert ein komfortables Cashpolster den besten Krisenschutz, denn gerade in wirtschaftlich schweren Zeiten notieren selbst hervorragende Unternehmen unter ihrem inneren Wert womit das Cash für Übernahmen verwendet werden kann. Warren Buffett wendet diese Strategie seit fast einem halben Jahrhundert an und geht damit Rezession nach Rezession gestärkt aus selbiger hervor.

## 4 Probleme

Wie in jedem theoretische Modell, werden auch hier unrealistische Annahmen getroffen. Kredite können in der Regel nicht ohne weiteres in den oben beschriebenen Portionen getilgt werden. Dies stellt für die Umsetzung allerdings nur ein untergeordnetes Problem dar, da bei Vorliegen von fixen Tilgungsoptionen in einer Periode weniger und in der nächsten Periode mehr getilgt wird, der Entschuldungseffekt als Ganzes wird davon nicht tangiert.

Ein weitaus bedeutenderes Problem dürfte die Reaktion der Banken darstellen - Komplettkündigungen der Kredite, das Einstellen von Kreditlinien oder weitere kurz- bis mittelfristig schwerwiegende Konsequenzen könnten von Seiten der Banken zu erwarten sein, da ein Kreditinstitut an einem entschuldeten Unternehmen entsprechend wenig verdient.

Eine offensichtlicher Kritikpunkt von Seiten der Aktionäre wird der Wegfall der Dividenden sein, jedoch ist dies zu kurz gefasst. Zum einen ist der Aktionär genau aus diesem Grund Eigenkapitalgeber des Unternehmens: Das Unternehmen kann (sollte) das Geld besser verzinsen als man selbst imstande ist und der Aktionär will durch eine Vergrößerung seines Anteils (Aktienrückkauf) und die Kurssteigerungen (mehr Gewinn) belohnt werden.

Dies alles setzt voraus, dass die Eigentümer am langfristigen Erfolg des Unternehmens interessiert sind und die Strategie uneingeschränkt mittragen. Daher sollte dieses Vorgehen von den Aktionären abgesegnet werden um den langfristigen Erfolg zu gewährleisten. Die Erfahrung zeigt aber, dass die meisten Investoren kurzfristig gerichtet sind und ein solchen Plan, obwohl die Vorteile offensichtlich sind, nicht mittragen werden. Daher wäre es von Vorteil einen entsprechend überzeugten Großaktionär auf seiner Seite zu haben.

Neben diesen Problemen führt eine erhöhte Eigenkapitalquote auch zu größeren Kapitalkosten. Jedoch sollte man bei Unternehmen welche ihre Kapitalkosten ohne weiteres verdienen den Schwerpunkt eher auf finanzielle Stabilität denn auf Rentabilitätssteigerungen legen. Die Zeit ist der Freund von Unternehmen mit Wettbewerbsvorteilen, jedoch ist und bleibt eine solide Kapitalbasis die Grundlage für das langfristige Bestehen und Wachsen eines Unternehmens. Daher muss Stabilität immer vor Rentabilität kommen, hervorragende Unternehmen wie Kellogg erzielen auch mit sehr hohen Eigenkapitalquoten noch Eigenkapitalrenditen weit über dem Durchschnitt.

## 5 Konklusion

Die zentrale Aussage dieser Überlegungen lautet daher, dass das Risiko minimiert und gleichzeitig der Gewinn gesteigert werden kann. Es ist sicherlich anführbar, dass durch das Ausnutzen des Leverage-Effekts der Gewinn oder die Rendite noch weiter steigerbar wäre. Aber man muss sich immer vor Augen halten, dass in diesem Fall Rendite durch Risiko erkaufte wird, was vor allem bei zyklischen Unternehmen ein ernsthaftes Risiko darstellt.

Wichtiger als das Gewinnwachstum ist aber, dass das eingesetzte Kapital angemessen verzinst wird. Durch den höheren Cashflow wird sichergestellt, dass mehr Investitionen getätigt werden können, welche zu Effizienzsteigerungen führen. Diese Ausgaben beinhaltet das Konzept bereits, indem die Investitionen zwischen 2008 und 2013 um 35 % zunahmen.

Neben einem langfristigen Geschäfts- und Finanzierungsmodell sollte auch das Gehalt des Management einen langfristigen Charakter aufweisen. Daher wäre ein Wechsel von Aktienoptionen, welche lediglich kurzfristiges wirtschaften fördern, hin zu Cashboni wünschenswert. Das Management kann dann, wie jeder andere Aktionär auch, seine Anteile über die Börse erwerben. Der kurzfristige Faktor der Optionen würde so durch den tendenziell eher langfristigen Charakter von Aktien ersetzt werden.

Ein weiteres Beispiel für die weltfremde Führung des Kellogg Konzerns zeigen die Pensionsverpflichtungen, welche aufgrund von Fehleinschätzungen im Jahr 2008 die Aktionäre mehrere hundert Millionen Dollar gekostet haben. Das Management nahm an, dass der Pensionsfonds eine Rendite von 9 % p.a. erreicht. Dabei segnete das Management auch eine Aktienquote von mehr als 70 % ab, welche der Pensionsfonds halten durfte. Die Krise schlug hier natürlich besonders stark zu und verursachte die oben angesprochenen Verluste. Mit einem Pensionsfonds eine derart hohe Aktienquote zu halten, scheint geradezu fahrlässig.

Ein ähnliches Bild zeigt der „Yum! Brands“ Konzern, zu dem unter anderem Kentucky Fried Chicken, Pizza Hut und Taco Bell gehören. Obwohl der Konzern Jahr für Jahr hohe Freecashflows generiert, weist Yum! Brands inzwischen ein negatives Eigenkapital und eine horrende Verschuldung auf. Bei Freecashflows in Höhe von 2.096 Mio. \$ in den letzten 3 Jahren, kaufte das Unternehmen Aktien im Wert von 4.021 Mio. \$ zu überhöhten Preisen zurück, die 739 Mio. \$ an Dividenden bringen das Fass dann komplett zum Überlaufen - ein Bärendienst für und auf Kosten der Aktionäre.