

# GRUNDSÄTZE DER INVESTITION

## DIE UMSETZUNG STRATEGISCHER ZIELE

VON PROF. DR. HERMUT KORMANN

### ABSTRACT

In der Investitionspolitik schlägt sich die gesamte Strategie zur Entwicklung des Unternehmens nieder. Die Ziele der Inhaber, die Risikoakzeptanz und ihre Bereitschaft, zur Investitionsfinanzierung beizutragen, setzen aber auch die Begrenzungen für den Entwicklungspfad des Familienunternehmens. Daher müssen sich die Gesellschafter mit den grundsätzlichen Logiken der Investitionspolitik vertraut machen.

### I. Bedeutung der Investitionen

Die Investitionen des Familienunternehmens sind für die Gesellschafter bedeutsam, weil sich darin die Quintessenz der gesamten Strategieplanung des Unternehmens zeigt. Durch die Investitionen werden wesentliche Voraussetzungen für die Unternehmensentwicklung geschaffen. Des Weiteren ergibt sich aus den Investitionsentscheidungen die wesentliche Anforderung an die Finanzierung des Unternehmens. Als Investition wird im Folgenden im ersten Schritt die Erweiterung des Anlagevermögens betrachtet, einschließlich des Erwerbs anderer Unternehmen und der Investitionen in immaterielle Vermögen (IT-Infrastruktur, F&E-Projekte). Solche Anlageinvestitionen erreichen üblicherweise Größenordnungen, die mit dem Beirat oder sogar mit der Gesellschafterversammlung abgestimmt werden müssen. Darüber hinaus werden auch die sogenannten Aufwandsinvestitionen einbezogen, bei denen Ausgaben nicht als Anlagenzugang aktiviert werden, sondern als Aufwand direkt zulasten des Ergebnisses verbucht werden. Das betrifft insbesondere die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung und solche für die Erschließung neuer Märkte.

Investitionen sind die Voraussetzung jeder Strategie. Jede Investition verlangt am Anfang einen Liquiditätsaufwand, aus dem erst später ein Nutzen folgt. Dieser Nutzenanfall – und das ist das doppelte Risiko – ist sowohl in seiner Höhe als auch im Zeitraum des Rückflusses unsicher. Wegen dieser Liquiditätsbeanspruchung und der Risiken ist das für ein Unternehmen verkraftbare Investitionsvolumen immer „irgendwie“ begrenzt. Es müssen also Prioritäten gesetzt werden.

### INHALT

- I. Bedeutung der Investitionen
- II. Prioritätensetzung für Investitionen
- III. Beurteilung der Rendite der Investitionen
- IV. Tragfähigkeit der Investition als wichtiges Beurteilungskriterium
  1. Größenordnung des Investitionsvolumens
  2. Normal- und Projektinvestitionen
  3. Dimensionierung der Investition unter dem Kriterium der Tragfähigkeit
- V. Investitionen durch Erwerb anderer Unternehmen
- VI. Freiheitsgrade für die Investitionspolitik von Familienunternehmen

### II. Prioritätensetzung für Investitionen

Für die Investitionsstrategie gelten die gleichen Prioritäten wie für die Gesamtstrategie.

1. *Gute Funktionsfähigkeit der Infrastruktur für den operativen Geschäftserfolg.* Dies meint Investitionen, mit denen Qualität, Lieferfähigkeit und Produkterneuerung sichergestellt werden. Hierzu gehören auch Investitionen zur rechtzeitigen Transformation des Geschäftsmodells, um neue Anforderungen in Markt und Technologie zu bewältigen. Da eine solche Infrastruktur stets bereits existiert, sieht man noch keine nachteilige Wirkung, wenn solche Investitionen um ein oder zwei Jahre aufgeschoben werden. Längerfristig müssen sie aber unbedingt getätigt werden, obwohl diese Investitionen keine große und direkte zurechenbare Gewinnerhöhung bringen. Ihr Nutzen liegt in der Verlängerung der Lebensdauer des Geschäfts.
2. *Investitionen zur Transformation des Geschäftsmodells.* Ähnlich, wie die Infrastruktur für das vorhandene Geschäft zu erneuern ist, ist die Veränderung des Geschäftsmodells für die Zukunft zu betrachten. Die Digitalisierung des Geschäftsmodells ist ein präzises Beispiel.
3. *Investitionen zur Steigerung der Produktivität durch neue Konstruktionen für das etablierte Produktionsprogramm.* Diese Produktrationalisierung (günstige Materialien, weniger Teile, weniger Verbindungsstellen) ist in zahlreichen Branchen der wichtigste Rationalisierungsansatz.
4. *Investitionen in neue Produktionsanlagen mit wesentlich gesteigerter Produktivität (Erhöhung der Bearbeitungsgeschwindigkeit, Automatisierung).* Diese Investitionen führen zu einer gleichsam „eingebauten“ Produktivitätserhöhung und damit zu einem Zwang, den Absatz zu steigern.
5. *Investitionen zum Wachstum des Unternehmens durch neue Leistungen, neue regionale Märkte oder neue Geschäftsbiete.* Hier kann man zwar versuchen, Renditerechnungen anzustellen. Angesichts der Unsicherheiten sind sie nur Plausibilitätsrechnungen. Nimmt man sie ernst, sind diese Rechnungen eine gefährliche Bremse für strategische Innovationen.

### III. Beurteilung der Rendite der Investitionen

Wir stellen fest, dass Renditerechnungen nur für den kleinen Teil des gesamten Investitionsbudgets sinnvoll sind, bei dem es um Kostensenkung geht. Auch dann ist jedoch bei zwei Aspekten Vorsicht geboten.

1. Gefahr hoher Projektrenditen bei Verlustprogrammen.

Wenn ein Unternehmen bestimmte Erzeugnisprogramme als chronische Verlustbereiche „mitschleppt“, droht ein Standardproblem: Eine kostensenkende Investition kann eine hohe Projektrendite haben, die ganze Erzeugnisgruppe bleibt aber negativ. In diesem Fall wird keine nachhaltige Wertsteigerung für das Unternehmen geschaffen. Es muss also ein gesamtes Restrukturierungsprojekt mit umfangreicheren Investitionen geplant werden, um die Verlustsituation nachhaltig zu beseitigen.

2. Irrtum, die Soll-Durchschnittsrendite als Schwellwert anzusetzen.

In manchen Lehrbüchern steht, dass eine Eigenkapitalrendite (vor Steuern) von 15% erreicht werden sollte. Dieser Wert ist allerdings ein Durchschnitt aus höheren und niedrigeren Renditen. Es wäre nun falsch, dieses als Schwellwert zu fordern, den jede Investition erreichen müsste. Der Schwellwert als Mindestziel kann deutlich niedriger als der Durchschnitt liegen, z.B. bei 10%.

Man sollte also die Rendite schon rechnen, wo dies möglich ist, aber man kann daran nicht die Entscheidung knüpfen, welche Investitionen getätigt werden. Daher sollten sich die Gesellschafter damit nicht intensiver befassen.

**IV. Tragfähigkeit der Investition als wichtiges Beurteilungskriterium**

1. Größenordnung des Investitionsvolumens

Die aktivierungspflichtigen Investitionen werden im Durchschnitt über den jeweiligen jährlichen Abschreibungen des Unternehmens liegen müssen. Erstens führt der Zwang zur Produktivitätssteigerung tendenziell dazu, dass die Wertschöpfungsprozesse kapitalintensiver werden müssen und damit die Aufwendungen für das Anlagevermögen steigen und die Personalkosten abnehmen. Zweitens haben Wachstumsprozesse eine starke Hebelwirkung auf die Investitionen. Kapazitätserweiterungen können immer nur in gewissen Stufen vorgenommen werden; zudem müssen dann die neuen Maschinen und Gebäude zu den (hohen) Beträgen für Neuanschaffungen erworben werden. Das im Unternehmen bereits genutzte Vermögen ist hingegen schon teilweise abgeschrieben. Zu Neuwerten müssen für 10 Mio. EUR zusätzlichen Umsatz etwa 3 Mio. bis 4 Mio. EUR Anlagevermögen investiert werden. Im Laufe der Jahre wird dieser Anlagenzuwachs abgeschrieben und steht dann nur noch mit der Hälfte des Anschaffungswerts oder noch weniger in der Bilanz – das sind gerade einmal 20% des Umsatzes. (Zugleich muss für diese Umsatzerweiterung noch in Bestände und Forderungen investiert werden.) Aus diesem Grund muss ein Unternehmen, auch wenn es nur eine moderate Wachstumsrate von etwa 5% pro Jahr hat, deutlich mehr als die Abschreibungen investieren, sagen wir im Schnitt 120% der jährlichen Abschreibungen. Wenn also die Abschreibungen 4% vom Umsatz sind und das Unternehmen 5% vom Umsatz jährlich investieren muss, dann muss 1% des Umsatzes zusätzliche Finanzierung (über die Abschreibungen hinaus) beigebracht werden.

2. Normal- und Projektinvestitionen

Die gesamten Investitionen trennt man aus Gründen der Planungsübersicht in die Normalinvestitionen und die Projektinvestitionen. Die Investitionen, die als jährliche Normalinvestitionen auftreten, sind selten ein Problem. Dann gibt es aber

besondere Investitionsprojekte, z.B. die Erweiterung der Fertigungsanlagen, den Aufbau eines Auslandsstandorts oder die Entwicklung eines neuen Produkts. Bei diesen Projekten müssen mehrere Einzelanlagen gemeinsam errichtet oder Aufwandsprojekte geleistet werden, damit das angestrebte Ergebnis erreicht wird. Damit für die Projektinvestitionen, mit denen das Unternehmen Stufensprünge der Entwicklung machen kann, genügend Volumen bleibt, sollte man bei den Normalinvestitionen eine knappe Richtlinie vorgeben, z.B. 80% oder 90% der Abschreibungen.

Die größeren Investitionsprojekte lassen sich nur in guten Zeiten umsetzen. In der Rezession muss man an den Investitionen sparen, um die Liquidität nicht zu belasten. Zudem sind in der Rezession die Kapazitäten ohnehin nicht ausgelastet, es bedarf also keiner Erweiterungsinvestition. In der Rezession muss man vielleicht auf die Hälfte der Abschreibungen als Investitionsbetrag heruntergehen. Dafür kann man dann in normalen, guten Konjunkturlagen mehr als den Durchschnitt ausgeben, z.B. 140% der Abschreibungen.

3. Dimensionierung der Investition unter dem Kriterium der Tragfähigkeit

Es ist unwahrscheinlich, dass – bei einem knappen Investitionsbudget – unsinnige Investitionen getätigt werden. Umgekehrt kann es sich kein Unternehmen leisten, alle Investitionswünsche, die sinnvoll sind und für die auch ein Nutzen irgendwie gerechnet werden kann, auch „auf einen Schlag“ zu tätigen. Der entscheidungsrelevante Punkt bei der Investitionsplanung ist nicht die Rendite, sondern die *Tragfähigkeit* der Investitionen im Hinblick auf die Finanzierbarkeit und das Risiko einer etwaigen Entwertung. Die Entwertung tritt – wie erwähnt – ein, wenn sich die Nutzenerwartungen nicht erfüllen oder eine neue, bessere Technologie verfügbar wird. Je höher das Risiko einer Investition ist, je eher ein völliger Fehlschlag möglich ist oder zumindest nicht ausgeschlossen werden kann, desto wichtiger ist es, dass die Investition aus Eigenmitteln – z.B. aus einbehaltenen Gewinnen – finanziert wird. Und umgekehrt: Je geringer das Risiko der Investition ist, desto eher ist auch ein großes Volumen tragfähig, das auch weitgehend aus Fremdfinanzierung bestritten werden kann.

Unter dem Aspekt der *Tragfähigkeit* einer Investition steht nicht die Frage im Vordergrund, wie viel Rendite sie bei planmäßigem Verlauf bringt, sondern welche Alternativen bestehen, wenn die Investition misslingt. Ein Beispiel: Das Geschäft, für das Gebäude gebaut wurden, entwickelt sich nicht – was kann dann mit den Gebäuden angefangen werden? Das erworbene Unternehmen kann nicht integriert werden – kann es dann an einen anderen Interessenten weiterverkauft werden? Aus all diesen Überlegungen ergeben sich Normwerte für die Größenordnung und Unsicherheitspotenziale von Investitionen. Im Zweifelsfall können Investitionen nicht getätigt werden, wenn sie die Existenz oder zumindest die Unabhängigkeit des gesamten Familienunternehmens gefährden könnten.

Bei den großen Investitionsprojekten stellt sich zudem immer die Entscheidungsfrage: Soll man Schritt für Schritt investieren oder gleich die optimale Auslegung mit Reserve für die Zukunft wählen? Da die Höhe und der Zeitpunkt der zukünftigen Erträge stets unsicher sind, ist es besser, erst einmal nur in einer kleinen Konzeption zu investieren. Wenn dann später doch bald >>

erweitert werden muss, weil das Geschäft gut läuft, dann ist das zwar teurer als eine große Lösung gleich von Anfang an, aber es ist kein Risiko: Die besser als gedachte Geschäftsentwicklung erlaubt es, diesen Mehraufwand zu verkraften.

## V. Investitionen durch Erwerb anderer Unternehmen

Alle für die Anlageninvestitionen anstehenden Fragen treten nochmals in deutlich stärkerer Wirkung bei der Investition in externes Wachstum durch den Erwerb anderer Unternehmen auf. Es gibt hier zwei Problemkreise: Die Investition kann meist nicht in kleinere Teilentscheidungen aufgeteilt werden. Entweder steht von vornherein nur das ganze Unternehmen zum Verkauf oder es muss ein Pflichtübernahmeangebot gemacht werden, bei dem man alle Aktien kaufen muss, die angeboten werden. Der zweite Problemkreis besteht darin, dass der zukünftige Nutzen aus der Akquisition ungleich schwieriger einzuschätzen ist als bei organischen Projekten der Unternehmensentwicklung. Der Verkäufer weiß immer mehr über sein Unternehmen (und die in den Kellerräumen liegenden Probleme). Tendenziell erwägt er den Verkauf nur in guten Zeiten. Die Preise sind hoch, denn die Private-Equity-Fonds bieten bei guten Objekten mit.

Auch hier kommt es gar nicht so sehr auf die Nutzenrechnung an. Natürlich rechnet sich jede Akquisition, wenn sich die Pläne des Verkäufers verwirklichen. Die maßgebliche Frage ist vielmehr: Ist die Akquisition noch tragfähig, wenn sich die gesamtwirtschaftliche Konjunktur oder die spezifische Geschäftsentwicklung des Unternehmens deutlich verschlechtern? Da mit einem solchen Szenario geplant werden muss, kommt es auf Käuferseite immer auf die Stabilität des Altgeschäfts an, wie viel Akquisition verkraftbar ist. Man muss aber auch fragen, welcher Schaden für das eigene Unternehmen dann entstehen würde, wenn das Akquisitionsobjekt an den unangenehmsten Wettbewerber ginge. Um diesen Verlust zu verhindern, lohnt sich für ein eigenes Angebot dann vielleicht doch ein hoher Kaufpreis, bei dem dadurch nur noch eine geringe Rendite erreichbar ist.

Zur Beurteilung der Tragfähigkeit einer Akquisition sind immer zwei Fragen zu beantworten.

Erstens: Wie sieht anschließend die konsolidierte Bilanz des Unternehmens aus? Das Eigenkapital bleibt schließlich gleich. Durch den Erwerb des Eigenkapitals eines anderen Unternehmens steigt das Eigenkapital beim Käufer nicht. Da der Kaufpreis auch deutlich über dem Buchwert des Eigenkapitals des erworbenen Unternehmens liegt, muss der Erwerber in der Bilanz einen sogenannten *Goodwill* einbuchen. Je nach dem verwendeten Bilanzierungssystem muss dieser *Goodwill* regelmäßig abgeschrieben (HGB-Bilanzierung) oder regelmäßig auf Werthaltigkeit überprüft werden (IFRS-Bilanzierung). Aus drohenden Wertberichtigungen können sich hier erhebliche Risiken für die Höhe des Eigenkapitals ergeben. Ferner bringt das erworbene Unternehmen seine eigenen Kredite mit, die dann in der Konzernbilanz die Gesamtverschuldung erhöhen. Also auch dann, wenn der Kaufpreis für das Eigenkapital nicht sehr hoch ist und die Zinsen für die hierfür erforderliche Kreditaufnahme niedrig erscheinen, bringt jede Akquisition eine Belastung der Finanzierungsrelationen sowie Risiken für die Ertragsrelationen mit sich.

Zweitens: Wie wird der Kaufpreis bezahlt? Letztlich sollte immer das gekaufte Unternehmen seinen Kaufpreis auch zurück-

bezahlen. Das geht aber nur, wenn der Käufer Zugriff auf dessen Cashflow hat. Dies ist ihm verwehrt, wenn das gekaufte Unternehmen börsennotiert ist und die übliche Dividendenrendite von etwa 2% bezahlt wird. Daraus lässt sich kein Kaufpreiskredit zurückführen. Nur wenn man die volle Verfügung über das erworbene Unternehmen hat, kann dieses einen Kredit aufnehmen, mit dem die Finanzierung vom Käufer auf das gekaufte Unternehmen übertragen wird.

Ungeachtet aller Risiken und Szenarien ist eine Diversifikation für das wachsende Unternehmen in nicht vertraute Märkte nur mit Akquisitionen möglich. Und wenn das Spektrum der zukunftsfähigen Geschäfte durch eine Akquisition erweitert wurde, fragt eine Generation später niemand mehr nach dem Kaufpreis.

## VI. Freiheitsgrade für die Investitionspolitik von Familienunternehmen

Die Investitionspolitik von Familienunternehmen kann sich deutlich von jener der Börsenunternehmen unterscheiden. Börsengesellschaften stehen heute unter der Doktrin, den Shareholder Value, ausgedrückt in dem Börsenwert vor Dividende, zu steigern. Die Erwartung zur Steigerung des Netto-Cashflows ist der entscheidende Treiber für diese Relation. Investitionen sind in diesem Kalkül negativer Cashflow und damit wertmindernd. Börsengesellschaften versuchen, die eigenen Investitionen zu minimieren, und wählen „Umwege“ wie Leasing oder Outsourcing. Familienunternehmer wissen aber aus Erfahrung, dass Investitionen – selbst solche in Grund und Gebäude – langfristig den Wert steigern, und investieren daher gern selbst und dann auch noch in Gebäude, die zweckmäßig, solide und ästhetisch sind. Langfristig denkende Investoren halten auch die Infrastruktur des Unternehmens durch regelmäßige Investitionen und Erneuerungen in Schuss, weil sich diese auf die Qualität und Produktivität der Wertschöpfung positiv auswirkt. Diese Investitionspolitik führt dann zu einem relativ höheren Anlagevermögen. Das mag die kurzfristigen Kennzahlen etwas schlechter aussehen lassen, der absolute Gewinn ist gleichwohl höher und vor allem langfristig auch stabiler – und darauf kommt es an. ◆



**Prof. Dr. Hermut Kormann** hat über vier Jahrzehnte Führungspositionen bei deutschen, international tätigen Unternehmen inne. Er lehrt an der Universität Leipzig und an der Zeppelin-Universität, insbesondere Strategie und Governance von Familienunternehmen.

### KEYWORDS

Investition • Investitionspolitik • Investitionsvolumen • Projektinvestitionen • Rendite