

Spannungsfelder bei der Vermögensberatung von Unternehmern



Von Adrian Bosshard (links)
Mitglied der Direktion
Wegelin & Co. Privatbankiers

und Christian Hafner (rechts)
Geschäftsführender und
unbeschränkt haftender Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers

Wenn von Vermögensberatung gesprochen wird, steht für den Investor oft die Frage nach den Renditeaussichten im Vordergrund seiner Überlegungen. Dass die Erwirtschaftung von Renditen aber eine Funktion der Risikopositionierung ist und die Vermögensberatung somit das Ziel einer Optimierung von Risiko und Rendite verfolgt, vervollständigt diese Überlegungen erst.

Risikoüberlegungen sind keine Erfindungen der Neuzeit. Bereits im Talmud (nach dem Tanach – der jüdischen Bibel – das bedeutendste Schriftstück des Judentums) wurde empfohlen, je ein Drittel seines Vermögens in Land,

Geld und Geschäft zu investieren. Dieser Grundgedanke der Diversifikation scheint aber nicht immer Bestand zu haben, wenn man die Vermögensallokation von Unternehmerfamilien betrachtet. Zum Beispiel beträgt laut einer amerikanischen Studie (Entrepreneurship and Household Saving – Gentry/Hubbart 2000) der Unternehmensanteil am Gesamtvermögen durchschnittlich 41,5%. Diese Vermögenskonzentration führt zu einer unvorteilhaft diversifizierten Gesamtvermögensstruktur. Zudem verschlechtert sich paradoxerweise die Gesamtvermögensallokation mit zunehmend positivem Unternehmenserfolg, da die Gewinne – oft aus steuerlichen Gründen – thesauriert werden.

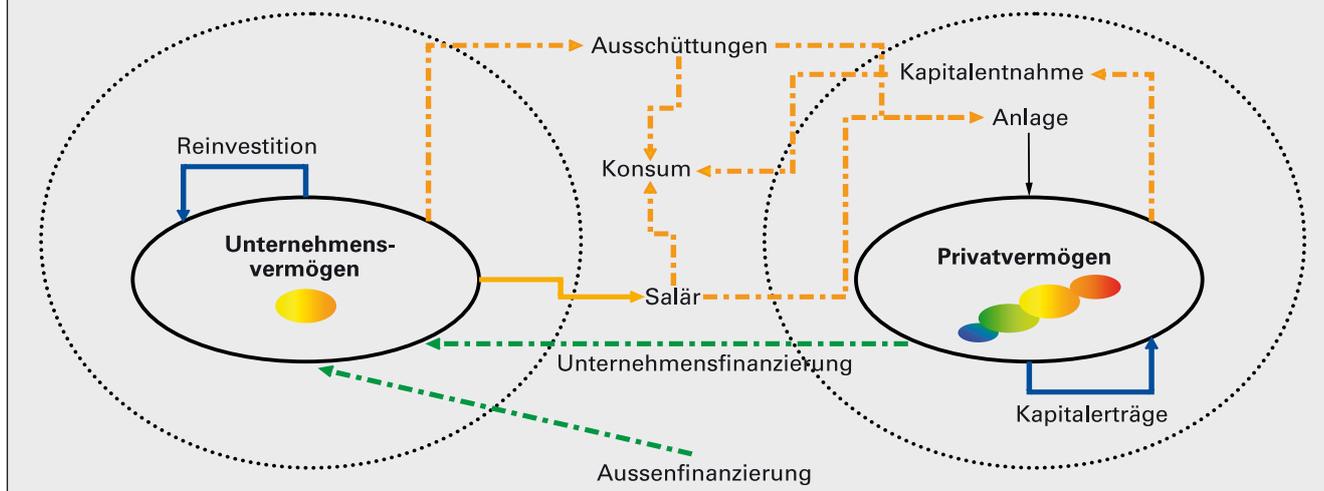
Wie aber alloziert man sein Vermögen, wenn sich der wesentliche Teil quasi als Klumpenrisiko in der eigenen Unternehmung befindet und somit finanziell, juristisch und emotional gebunden ist?

Unternehmens- vs. Privatvermögen

In den folgenden Überlegungen gehen wir davon aus, dass ein Unternehmer eine natürliche Person ist, welche mehr als 50% der Unternehmung besitzt, die Unternehmensstrategie absolut unabhängig beeinflusst und die Ziele der Unternehmung somit selbst bestimmt.

Grundsätzlich sieht sich der Unternehmer bei seinem liquiden Vermögen, seinem nicht betrieblichen Anlagevermögen und bei seiner Unternehmung mit ähnlichen Risiken konfrontiert. Der wesentliche Unterschied liegt in der Einflussnahme auf die Risiko-steuerung. Als Unternehmer ist er täglich sein eigener Risikomanager. Er entscheidet sofort und direkt über Investitionsmöglichkeiten, Aufgabe von Aktivitäten, Teilverkauf des Unternehmens und beeinflusst aktiv die Veränderung des Unternehmenswerts bis zu einem möglichen Konkurs. Bei der Anlage des liquiden Privatvermögens sieht sich der Anleger de facto mit ähn-

Grafik 1: Spannungsfeld zwischen Unternehmens- und Privatvermögen



lichen Risiken (Gegenparteirisiko bei Geldmarktanlagen, Kreditrisikoprämie bei Obligationen, Transparenz und Corporate Governance bei Aktien) konfrontiert, hat aber nur sehr beschränkt Einfluss auf diese Risiken. Grafik 1 stellt das Spannungsfeld zwischen Unternehmens- und Privatvermögen dar (Darstellung in Anlehnung an Basler, 2002).

Theoretisch lässt sich mittels klassischer Betriebswirtschaftslehre dieses Spannungsfeld einfach auflösen. Dort, wo der Gegenwartswert, also der Wert zukünftiger Zahlungen zum heutigen Zeitpunkt nach Steuern, der verwendeten Mittel grösser ist, sollen sie eingesetzt werden. Für die Beurteilung dieser Frage braucht es allerdings Annahmen, die auf Erwartungen in der Zukunft aufbauen und dementsprechend risikobehaftet sind. Wenn wir wissen, dass die menschliche Intuition eher ein schlechter Ratgeber für Risikomanagement ist, ergeben sich einige praktische Fragen: Der Unternehmer muss sich regelmässig überlegen, ob der Unternehmung Kapital zugeführt bzw. entzogen wird und woher dieses Kapital beschafft werden kann. Gleichzeitig stellt sich hier die Frage, ob der Kapitalbedarf mit Fremd- oder Eigenkapital gedeckt werden kann. Die Beantwortung dieser Optimierungsfrage legt die Basis für die weiteren Überlegungen.

Analyse der privaten Vermögensbilanz

Unternehmer neigen zu einer möglichst grossen Unabhängigkeit gegen-

über Kreditgebern – die jüngste Vergangenheit hat ihnen in dieser Hinsicht vermutlich Recht gegeben – und sie tendieren dazu, falls finanziell möglich und wirtschaftlich sinnvoll, privates Kapital in die Unternehmung zu investieren. Somit stellt sich die Frage, ob das Kapital ausserhalb der eigenen Unternehmung risiko- und renditeoptimierter investiert werden kann. Im wesentlichen steht das Manövrieren bzw. die Verschiebung der Kapitalien von Privat- zu Unternehmensvermögen und umgekehrt im Vordergrund. Im Hinblick auf die Gesamtvermögensallokation stellt sich die zentrale Frage, wie das Gesamtrisiko- und Renditeprofil des Unternehmers aktuell aussieht und inwiefern dieses effektiv auf seine Risikofähigkeit und Risikofreudigkeit abgestimmt ist. Wenn wir der zuvor erwähnten Studie Glauben schenken und annehmen, dass sich durchschnittlich mehr als 40% des Gesamtkapitals des Unternehmers tatsächlich in der Unternehmung befindet, beginnt genau hier die Herausforderung.

Es geht darum, die private und die geschäftliche Bilanz im Rahmen der anlagentechnischen Möglichkeiten auf das Risikoprofil des Unternehmers unter Berücksichtigung des zeitlichen Bezugs abzugleichen. Hierzu werden im wesentlichen folgende «Bilanzposten» miteinbezogen: Finanzvermögen (sämtliche risikoreichen und risikolosen privaten Vermögenswerte), Unternehmensvermögen, private Immobilien, Pensionsvermögen und An-

wirtschaften. Auf der Passivseite stehen der Gegenwartswert (Nettobarwert) der Lebenshaltungskosten sowie die Schulden. Bei noch genauerer Betrachtung – speziell im zeitlichen Bezug – müsste man gar noch das Humankapital des Unternehmers mit einbeziehen. Humankapital lässt sich dadurch bewerten, indem alle in der Zukunft erwarteten Einkünfte aus Erwerbstätigkeit kapitalisiert werden.

Lösungsansatz

Unternehmer können ihr Risiko im Gesamtvermögen reduzieren, indem sie zum Geschäftsvermögen eine Gegenposition mit möglichst geringer Korrelation zur Unternehmensentwicklung aufbauen. Diese Gegenposition kann sowohl im Privat- wie auch im Geschäftsvermögen gebildet werden. Nun klingt dies wesentlich einfacher, als es in der Realität ist. Im Gegensatz zu börsenkotierten Unternehmen fehlt es in der Regel an genügend Marktdaten, bzw. es fehlen schlichtweg die Korrelationsparameter, um feststellen zu können, womit die Entwicklung der eigenen Unternehmung vergleichbar ist.

Erstens geht es darum, das für den Unternehmer optimale Risikoprofil unter den vorher genannten Parametern zu definieren. Zweitens wird die Unternehmensentwicklung in der Vergangenheit analysiert und dazu eine entsprechende «Peer Group» definiert. Anhand dieser Messgrösse kann eine entsprechende Gegenposition aufgebaut werden; falls das Bedürfnis nach einer technischen Absicherung besteht,

kann dies mit einem Proxi-Hedge erfolgen, einer Position, welche möglichst negativ mit der Entwicklung des Unternehmensvermögens korreliert. Der Unternehmer entscheidet im Grundsatz zwischen reiner Diversifikation und Absicherung. Hierbei gilt es zu unterscheiden, ob der Unternehmung nichtbetriebsnotwendiges Kapital entzogen wird, oder ob es lediglich um die Optimierung des bereits bestehenden Privatvermögens geht.

Drittens wird erörtert, inwiefern Kapital von der Unternehmung ins Privatvermögen verschoben werden kann und soll (dies unter der Berücksichtigung von steuerlichen Konsequenzen). Zu diesem Zeitpunkt ist eine saubere Koordination der einbezogenen Berater, z.B. Anlageberater, Rechtsanwalt und Kreditberater firmenseitig wichtig. Je unabhängiger die einzelnen Berater sind, umso kleiner wird das Risiko von Interessenkonflikten zwischen dem Unternehmer und den Beratern unter sich.

Schliesslich werden daraus die entsprechenden Teilvermögen mit offen-

sichtlich divergierenden Risikoprofilen modelliert und positioniert. Der Wert der eigenen Unternehmung wird in der «neuen» Portfolio-Allokation als eine Art «Restriktion» ins Portfolio eingebunden. Ein erwähnenswerter Nachteil von Restriktionen bei der Auswahl und Anpassung von Vermögenswerten besteht darin, dass sich die Effizienzgrenze und somit die Kapitalmarktlinie, also die erwartete Rendite/Risiko-Kombination vom effizienten Portfolio im Gleichgewicht, nach unten verschiebt und der Investor bei gegebener Rendite ein höheres Risiko in Kauf nehmen muss. Langfristig betrachtet kann der Unternehmer den Anteil des unternehmerischen Vermögens am Gesamtvermögen durch den Aufbau eines Privatvermögens selber beeinflussen und damit die Ineffizienz im Portfolio reduzieren.

Aus der Optik des Anlageberaters sollte den erwähnten Fakten Rechnung getragen werden, um ein möglichst effizientes Portfolio für das private Investitionskapital zu modellieren. Je volatil der Vermögensanteil der Unter-

nehmung ist, umso dynamischer muss der Anlageprozess in den Teilvermögen (z.B. Proxi-Hedge, Ausbildung Kinder, Altersvorsorge, Ferienwohnung und Liquiditätsreserve) sein. Grafik 2 stellt eine mögliche Zielallokation unter Kapitalbezug der Unternehmung dar.

Um Unternehmern im Hinblick auf deren Bedürfnis nach Anlageberatung gerecht zu werden, sind Anlagelösungen für liquide Mittel notwendig, welche über die klassischen Ansätze in der Vermögensverwaltung hinausgehen. Im Gegensatz zu standardisierten Lösungen, wo sich der Bankkunde mit einzelnen vorgegebenen Strategien (in der Regel von «Festverzinslich» über «Ausgewogen» bis zu «Aktien») konfrontiert sieht, pflegen Wegelin & Co. Privatbankiers den Grundsatz der absoluten Individualität. Dies bedeutet zum Beispiel, dass Bandbreiten von verschiedenen Risiko/Rendite-Klassen vom Kunden frei wählbar sind und somit optimal auf die Gesamtvermögensallokation abgestimmt und in kürzester Zeit angepasst werden können.

www.wegelin.ch ●

Grafik 2: Mögliche Zielallokation unter Kapitalbezug aus dem Unternehmen

