

Veröffentlicht in
Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel
(Hrsg. Werner Gleißner/Günter Meier)
2001

„Das Paradigma der Wertorientierung“
S. 45-52

Mit freundlicher Genehmigung des
Gabler Verlag, Wiesbaden
(www.gabler.de)

Das Paradigma der Wertorientierung

Werner Gleißner und Arnold Weissman

Nach dem Leitbild der wertorientierten Unternehmensführung ist es Ziel jedes Unternehmens, das Vermögen der Anteilseigner nachhaltig zu erhöhen. Während dies für börsennotierte Unternehmen schon allein aufgrund des Zwangs zur Kapitalbeschaffung unstrittig ist, gilt dieser absolute Anspruch natürlich für eigentümergeführte Unternehmen weniger stark. Trotzdem macht es auch für diese Unternehmen Sinn, sich an den gleichen Wertmaßstäben zu orientieren und so regelmäßig den Erfolg der eigenen Strategie zu überprüfen.

In den USA hat sich seit längerem die Auffassung etabliert, dass die Maximierung des Unternehmenswertes die richtige Steuerungsgröße bei der Führung jedes Unternehmens ist. Amerikanische Manager kommen von Seiten ihrer Kontrollorgane oder auch von den Kapitalmärkten massiv unter Druck, wenn dieses Ziel nicht erreicht wird. In Europa und wohl auch in Asien konnte man sich bisher nicht im gleichen Umfang dazu durchringen, dieses Primat des „Shareholder-Value“ so konsequent zu formulieren. In unserem Kulturkreis spricht man deshalb noch häufiger von einem „Stakeholder-Ansatz“, wobei mit Stakeholder neben den Aktionären (bzw. Gesellschaftern) auch die Kunden, die Mitarbeiter, die Prozesspartner in der Wertschöpfungskette und auch die Gesellschaft insgesamt als Bezugsgruppen des Unternehmens zu zählen sind.

Der Druck auf Unternehmen (insbesondere natürlich börsennotierte) sichtbaren Mehrwert zu schaffen, an denen die Aktionäre in Form von steigenden Aktienkursen und verbesserten Dividenden partizipieren, nimmt immer mehr zu. Dieser Ansatz des „Total Return to Shareholders“ (TRS) wird zunehmend zum Maßstab, um eine gute von einer schlechten Unternehmensleistung zu unterscheiden. Gewinner ist nach diesem Maßstab das Unternehmen, das die höchste Gesamtertragsrate für seine Eigner erzielt. Alle unternehmerischen Aktivitäten müssen konsequent auf den Unternehmenswert bezogen werden. Letztendlich müssen sich damit alle Aktivitäten an der Steigerung des Unternehmenswertes messen lassen. Dies erfordert, dass zumindest ein Vermutungszusammenhang zwischen den geplanten Maßnahmen und dem zukünftigen Mehrwert formuliert werden kann.

Empirische Daten zeigen heute, dass zwischen dem häufig diskutierten Stakeholder-Ansatz und dem Shareholder-Ansatz in zentralen Punkten keine so entscheidenden Unterschiede bestehen: Unternehmen, die ihren Aktionären eine langfristig überdurchschnittliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals erwirtschaften, haben in aller Regel auch bessere Möglichkeiten, die Interessen ihrer Kunden und Mitarbeiter zu wahren.

Ebenfalls zeigen empirische Untersuchungen, dass sich die durchschnittlichen Renditen, die Unternehmen für die Gesellschafter erwirtschaftet haben, deutlich differieren – erfolgreiche Unternehmen gibt es aber in allen Branchen, wie die Obergrenzen der in Tabelle 1 angegebenen Spannbreiten zeigen.

Tabelle 1: Renditen in verschiedenen Branchen

Branche	Ø Kapitalrendite ¹ in %	Spannbreite in %
Pharma	33	3 bis 51
IT	27	-9 bis 153
Handel	23	-5 bis 69
Versicherungen	23	2 bis 66
Banken	22	-28 bis 65
Medien	20	3 bis 143
Mischkonzerne	15	-16 bis 37
Chemiekonzerne	14	-4 bis 34
Automobil und Zulieferer	13	-13 bis 30
Versorger	13	-8 bis 50
Investitionsgüter	12	-7 bis 54
Dienstleistungen	7	-11 bis 56

¹ Dividendenrenditen und Kursgewinne der Aktionäre im Zeitraum 1985–1995

Die Erfordernis, eine am Unternehmenswert orientierte Unternehmensstrategie zu betreiben („Wertmanagement“), ergibt sich auch daraus, dass Unternehmen um die knappe Ressource „Kapital“ konkurrieren. Unternehmen, die keine adäquate Steigerung ihres Wertes erreichen, werden für Investoren unattraktiv. Sie werden es schwerer haben, zusätzliches Eigenkapital von neuen Gesellschaftern oder durch Kapitalerhöhung an der Börse zu bekommen. Auch ihre Kreditwürdigkeit aus Sicht der finanzierenden Banken ist schlechter einzustufen, weil Banken immer dazu übergehen, das Verhältnis von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals – also dem Unternehmenswert – als Beurteilungskriterium der Bonität heranzuziehen („Rating“). Eine insgesamt durch eine unbefriedigende Wertentwicklung eingeschränkte Verfügbarkeit von Kapital schränkt schließlich wieder die Chancen eines Unternehmens ein, größere Investitionen vorzunehmen oder zu wachsen. Gerade an den internationalen Aktienmärkten zeigt sich zudem immer deutlicher, dass wertvolle Unternehmen allein durch ihren Wert einen wesentlichen Erfolgsfaktor aufgebaut haben, weil sie bei Fusionen oder Akquisitionen gegenüber anderen Unternehmen im Vorteil sind.

Der Wert eines Unternehmens ist somit inzwischen die primäre strategische Zielgröße der Unternehmensführung. Er lässt sich grundsätzlich beschreiben als die Summe seiner mit der erwarteten, risikoabhängigen Kapitalkosten diskontierten, zukünftigen freien Cash-

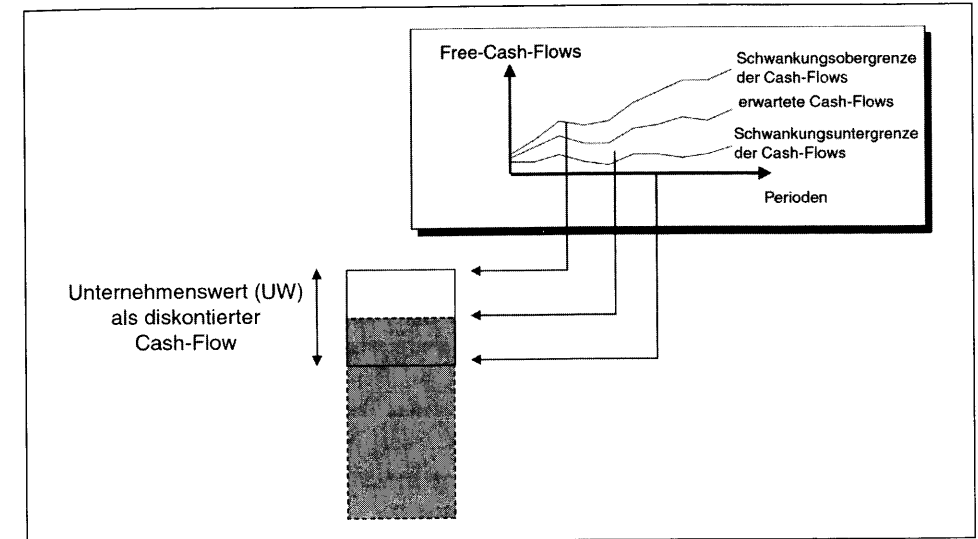


Abbildung 1: Unternehmenswert als „Discounted-Cash-Flow“ (DCF)

Flows abzüglich des Werts des Fremdkapitals („Discounted-Cash-Flow-Methode“). Die freien Cash-Flows sind dabei die Cash-Flows vor Zinsaufwendungen abzüglich notwendiger Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen (vgl. Abbildung 1).

Hohe Risiken zeigen sich dabei in erheblichen Schwankungsbreiten der zukünftigen Cash-Flows. Während beispielsweise Kostensenkungsmaßnahmen auf eine Steigerung der (Erwartungswerte) der freien Cash-Flows abzielen, ist es eine Aufgabe des Risiko-Managements, die Streuung bzw. die Schwankungsbreite der freien Cash-Flows zu reduzieren und so einen Betrag zur Steigerung des Unternehmenswertes zu leisten.

Da die Kapitalanleger risikoavers sind, werden sie ein risikoreicheres Unternehmen nur dann so hoch bewerten wie ein risikoärmeres, wenn die Erträge höher sind; höheres Risiko muß „bezahlt“ werden. Damit wird ein oft noch vernachlässigtes Risiko-Management zu einem zentralen Baustein jeder wertorientierten Unternehmensführung.

Bezüglich der einzelnen Geschäftsfelder eines Unternehmens gilt die gleiche Betrachtung wie für ein Unternehmen als Ganzes: Da sich der Wert eines Unternehmens – unter Beachtung möglicher Synergien – aus den Werten der einzelnen Geschäftsfelder zusammensetzt, ist es nicht akzeptabel, wenn ein Geschäftsfeld dauerhaft Werte zerstört.

Der Wert eines Unternehmens ist somit abhängig von zwei unternehmensspezifischen Faktoren ab: erwarteter Ertrag (Free-Cash-Flow) und Risiko. Anders ausgedrückt: Je höher das Risiko ist, desto größer muss auch die erwartete Kapitalrendite sein.

Grundlage der Bestimmung des Unternehmenswertes ist die geplante Unternehmensentwicklung der nächsten Jahre, insbesondere die zukünftigen freien Cash-Flows. Die für die

Wertgeneratorformel der Free-Cash-Flows (FCF)

$$FCF_t = U_{t-1} * (1 + g) * CFoS * (1 - s_{cf}) - U_{t-1} * g * (m_{AV} + m_{WC})$$

Wobei: U Umsatz
 t Periodenindex, $t = 1, 2, 3, \dots, T$
 g Wachstumsrate des Umsatzes (g)
 $CFoS$ Cash-Flow on Sales (betriebliche Gewinnmarge)
 s_{cf} Cash-Flow-bezogener Steuersatz des Unternehmens
 m_{AV} auf den Mehrumsatz bezogene Rate der Erweiterungsinvestitionen in das Anlagevermögen
 m_{WC} auf den Mehrumsatz bezogene Rate der Erweiterungsinvestitionen in das Working Capital

Abbildung 2: Wertgeneratorenformel nach Rappaport

Bestimmung des Unternehmenswertes zentralen zukünftigen Free-Cash-Flows lassen sich – im einfachsten Fall – mit der auf Rappaport zurückgehenden „Wertgeneratorenformel“ prognostizieren (siehe Abbildung 2):

Der Unternehmenswert ergibt sich durch die Abzinsung dieser zukünftigen freien Cash-Flows – also der Liquiditätsüberschüsse – auf den heutigen Zeitpunkt. Damit ein Geschäftsfeld oder eine Investition einen positiven Beitrag zu diesem Unternehmenswert leisten, ist es erforderlich, dass die Kapitalrendite größer ist als der risikoabhängige Kapital-

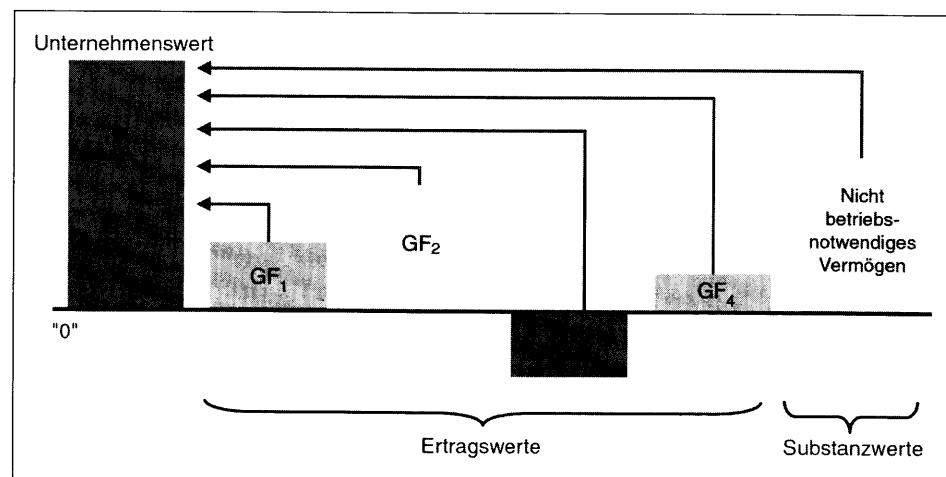


Abbildung 3: Unternehmenswert als Wert der einzelnen Geschäftsfelder (GF)

kostensatz. Wenn ein Unternehmen es also ernst meint mit einem wertorientierten Management, dann müssen für jedes Vorhaben unternehmensspezifische Kapitalkosten ermittelt werden, um den Wertbeitrag eines jeden Projektes berechnen zu können.

Wenn der Imperativ des Shareholder-Value das Handeln der Unternehmensleitung bestimmt, dann müssen alle zukunftsgerichteten Maßnahmen den Wert des Unternehmens erhöhen. Nur wenn die Geschäftsleitung die Mechanismen der Wertschöpfung versteht, kann sie die Bereiche und Möglichkeiten ihres Beitrags zum Mehrwert klar erkennen.

Aus der oben angeführten allgemeinen Definition zum Unternehmenswert lassen sich unmittelbar Konsequenzen für die wertorientierte Unternehmenssteuerung ableiten. Theoretisch kann man nämlich durch die Ableitung der erwarteten Wirkung bestimmter Maßnahmen auf Ertrag (freier Cash-Flow) und Risiko eine fundierte Beurteilung vornehmen. Grundsätzlich zeigen sich somit vier maßgebliche Hebel zur Steigerung des Unternehmenswertes, wobei die beiden ersten zusammen die Gewinne bzw. die Gewinnentwicklung beschreiben:

- Umsatzwachstum (z. B. Marktdurchdringung, Marktentwicklung etc.);
- Steigerung der Umsatzrentabilität (z. B. durch Kostensenkung);
- effizientere Kapitalnutzung (z. B. Abbau von Forderungen und Vorräten);
- Reduzierung des Risikos (Kapitalkostensatz).

Betrachtet man ein Unternehmen als Ganzes, erkennt man, dass es unterschiedlichste Ansatzpunkte für eine wertsteigernde Erhöhung der Cash-Flows oder eine Senkung der risikoabhängigen Kapitalkosten gibt. Abbildung 4 zeigt die wichtigsten Ansatzpunkte. Grundsätzlich bietet es sich an zunächst über eine Verbesserung der strategischen Ausrichtung einen Wertbeitrag zu generieren, weil hier oft der größte Hebel zu finden ist.

Das Management der operativen Werttreiber zielt dabei auf die Generierung eines überlegenen Kundennutzens, den Aufbau langfristig wertvoller Kompetenzen im Unternehmen, die Effizienzsteigerung der internen Prozesse und natürlich auch auf die Optimierung der Risikostruktur.

Wenn man der Aussage – „Unternehmenserfolg = Steigerung des Unternehmenswertes“ – zustimmt – was wir für ratsam halten – dann lautet eine zwingende Konsequenz: „Alles, was in einem Unternehmen geschieht, sollte seinen Wert nachhaltig steigern“.

Eine gute Unternehmensstrategie ist somit jene, die den Unternehmenswert maximiert. Sinnvoll sind gemäß dieser Sichtweise des „Wertmanagements“ genau die unternehmerischen Maßnahmen – Investitionen, Forschungsprojekte oder Marktausweitungen –, die zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führen, also eine Rendite erwarten lassen, die über dem (risikoabhängigen) Kapitalkostensatz liegt.

Um den Wert eines Unternehmens bestimmen zu können, muss man also in der Lage sein, die Cash-Flows aus verschiedenen Zeiträumen risikobereinigt zu vergleichen. Ohne diesen umfassenden Kenntnisstand lassen sich kaum fundierte Entscheidungen treffen. Es liegt

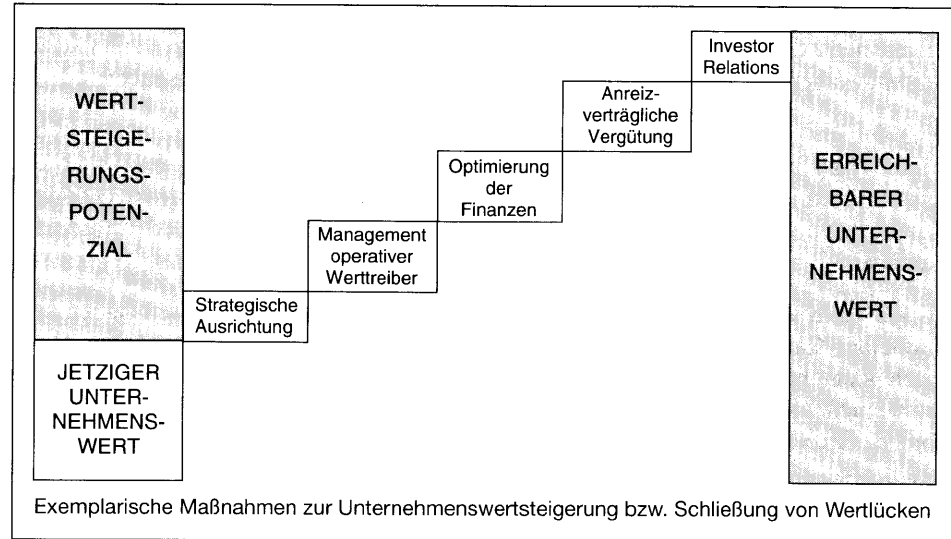


Abbildung 4: Wertsteigerungspotenziale (Quelle: Engler/Schlich; Betriebsberater, 1998)

auf der Hand, dass der Wechsel zu einer wertorientierten Betrachtung zu erheblichen Kursveränderungen in der Ausrichtung des Unternehmens führen kann. Dies erfordert einen möglichst aussagefähigen Maßstab für den Unternehmenswert bzw. den Wertzuwachs.

Nach unserer Einschätzung spricht vieles dafür, dass sich der Discounted-Free-Cash-Flow (DfCF) als Wertmaßstab durchsetzen wird. Im Gegensatz zu anderen Maßstäben lässt er

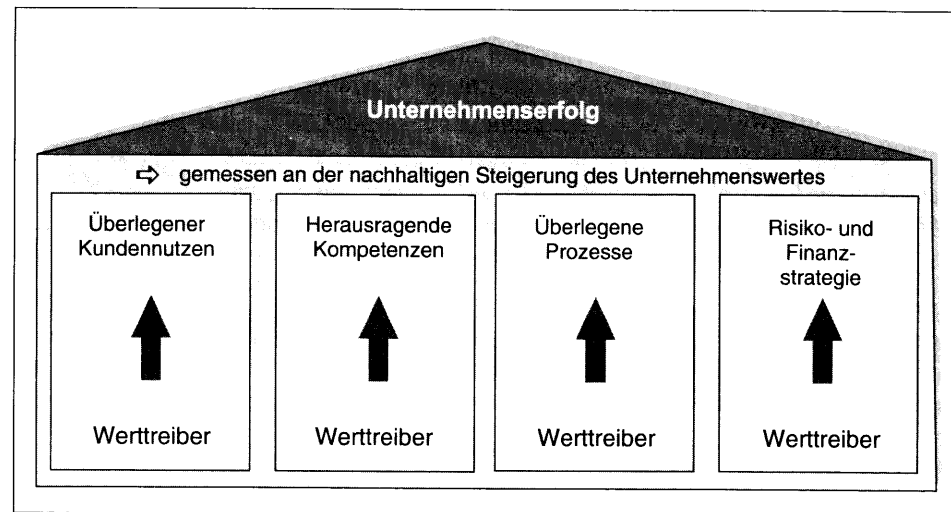


Abbildung 5: Optimierung der operativen Werttreiber

durch seine langfristige Betrachtung der erwarteten Zukunft des Unternehmens keine kurzfristigen Fehlsteuerungen zu. Die Orientierung an aktuellen Erträgen kann nämlich zu einer einseitigen Ausrichtung an der Gewinn- und Verlustrechnung führen, unter Vernachlässigung von Umfang und zeitlicher Struktur des Cash-Flows. Auch andere Maßstäbe wie Umsatzwachstum, Eigenkapitalrendite oder der ROCE sind weniger umfassend und zeitlich begrenzter als der DfCF.

Dieser Wert beschreibt die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens und deren zukünftige Entwicklung sehr realistisch. Dabei wird der Unternehmenswert in starkem Maße von den Wachstumsaussichten des Unternehmens geprägt. Die täglichen Erfahrungen an den Börsen zeigen uns, wie sensibel die Finanzmärkte auf die Ertrags- und Wachstumsaussichten eines Unternehmens reagieren. Für die Unternehmensführung bedeutet dies, die strategische herausfordernde Aufgabenstellung, in zunehmend stagnierenden Märkten die Kapitalertrags- und die Wachstumsaussichten des Unternehmens zu erhöhen.

Kennzahlen zur wertorientierten Unternehmensführung sollen sicherstellen, dass in allen Unternehmensbereichen eine Mindestrendite erzielt wird, die dem Risiko des jeweiligen Geschäftes entspricht. Die knappen Mittel sind dauerhaft nur den operativen Einheiten zur Verfügung zu stellen, die diesen Verzinsungsansprüchen gerecht werden. Aktivitäten, die diesen Ansprüchen (auf Sicht) nicht genügen, sind umzustrukturieren bis hin zur Desinvestition. Oberste Zielsetzung muss die nachhaltige und langfristige Steigerung des Unternehmenswertes sein.

Wertorientierte Unternehmer und Manager werden es in aller Regel schaffen, den Wert ihres Unternehmens zu erhöhen, wenn sie die (kausalen) Zusammenhänge zwischen Wertsteigerung und den dahinter stehenden Variablen (Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile und Prozessüberlegenheit) kennen. Dies erfordert zunächst eine Operationalisierung des Unternehmenswertes und seiner wesentlichen Determinanten und dann den Aufbau einer „Geschäftslogik“, die die Ursache-Wirkungs-Beziehungen zwischen den betrieblichen Steuerungsinstrumenten und Unternehmenswert widerspiegelt. Ein wichtiges, aber bisher meist vernachlässigtes Feld im Kontext der wertorientierten Unternehmensführung ist hier das Thema Risiko. Auch hier gilt der Grundsatz, dass alle Risiken zu identifizieren, zu quantifizieren und schließlich in ihrer Konsequenz für den Unternehmenswert zu bewerten sind.

Zusammenfassend kann man die wichtigsten **Kernthesen des Paradigmas der Wertorientierung** wie folgt formulieren:

1. Strategisches Oberziel und Erfolgsindikator des Unternehmens ist der nachhaltig geschaffene Unternehmenswert.
2. Gemessen wird der Erfolg an objektiven, finanziellen Kennzahlen, wie dem Discounted-free-Cash-Flow (DfCF), der von Wachstum, Rentabilität und Kapitalkosten (Risiko) abhängt.
3. Marktattraktivität, Marktführerschaft, Prozess-Effizienz und verteidigungsfähige Kernkompetenzen sind die entscheidenden Erfolgsfaktoren.

4. Die Unternehmensstrategie regelt und koordiniert alle Aktivitäten der langfristigen Erfolgssicherung, deren Umsetzung ein strategisches Kennzahlensystem steuert.
5. Wertorientierte strategische Steuerung basiert auf fundierten Annahmen über die Abhängigkeiten von Erfolgsfaktoren und Unternehmenswert („Geschäftslogik“).
6. Das Kapital wird konsequent in die Bereiche mit der relativ höchsten Wertgenerierung gelenkt.
7. Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit sind nie Selbstzweck.
8. Alle wesentlichen Maßnahmen im Unternehmen müssen konsequent bezüglich ihrer Wirkung auf den Unternehmenswert geprüft werden.
9. Selbstverantwortung und angemessene unternehmerische Freiheit kompetenter Mitarbeiter sind wichtige Stützen des unternehmerischen Erfolgs.
10. Die Vergütung der Mitarbeiter im Unternehmen wird am Beitrag zum Unternehmenswert ausgerichtet.