

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

„Risikomanagement als integraler Bestandteil der wertorientierten
Unternehmensführung“
S. 53-62

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

Risiko-Management als integraler Bestandteil der wertorientierten Unternehmensführung*

Werner Gleißner und Günter Meier

1. Wertorientierte Unternehmensführung: Chancen und Risiken managen

Durch das Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Mai 1998 wird die Einrichtung eines Risiko-Managementsystem für Aktiengesellschaften verpflichtend vorgeschrieben. Bereits in der Begründung führt der Gesetzgeber aus, dass von einer Ausstrahlungswirkung auch auf Unternehmen mit anderen Rechtsformen, z. B. GmbH, auszugehen ist.

Risiko-Management bietet aber weit mehr Chancen als das vom KonTraG geforderte frühzeitige Erkennen bestandsgefährdender Risiken: Ein systematisches Management aller wesentlichen Risiken ermöglicht erst eine wert- und erfolgsorientierte Unternehmenssteuerung. Damit ist es naheliegend, die „Pflicht“ des KonTraG – bei vertretbarem Mehraufwand – mit der „Kür“ eines wertorientierten, strategischen Risiko-Managements zu verbinden:

Eine wertorientierte Unternehmensführung ist ein gezieltes Management von Chancen *und* Risiken in einem immer dynamischeren, globalen Umfeld. Da der Wert eines Unternehmens – als wichtiger Erfolgsmaßstab – sowohl von den zukünftigen Erträgen (bzw. den Free-Cash-Flows) als auch deren Risiken abhängt, wird Risiko-Management zum unverzichtbaren Bestandteil jeder strategischen Unternehmensführung.

2. Risiko als Determinante von Kapitalkosten und Unternehmenswert

Grundlage der Bestimmung des Unternehmenswertes ist die geplante Unternehmensentwicklung der nächsten Jahre, insbesondere die zukünftigen freien Cash-Flows, also die Cash-Flows vor Zinsen, aber nach Abzug von Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen. Die dazu notwendigen Plandaten sind mit Unsicherheit behaftet. Die Gefahr, geplante Ziele zu verfehlen, bezeichnet man als Risiko.¹ Sinnvollerweise sollten Risiken in den Planungen auch explizit berücksichtigt werden, ansonsten wird durch die Planungen ein Grad der Sicherheit suggeriert, der durch die Unsicherheit der Zukunft nicht gegeben ist.

* Der Beitrag ist im Wesentlichen unverändert übernommen aus DSWR 1–2/2000, S. 6–10.

Damit ein Geschäftsfeld oder eine Investition einen positiven Beitrag zum Unternehmenswert leistet, ist es erforderlich, dass seine Rendite größer ist als seine risikoabhängigen Kapitalkosten.² Der Wertgewinn einer Unternehmensaktivität lässt sich dabei mit dem Economic-Value-Added (EVA) in Abhängigkeit der Differenz von Rendite und Kapitalkosten angeben:

$$EVA = \text{Kapitalbindung} * (\text{Rendite} - \text{Kapitalkostensatz})$$

Finanziert wird eine Investition oder ein Geschäftsfeld mit Eigen- und Fremdkapital. Die Kapitalkosten ergeben sich daher als Mittelwert der Fremdkapitalkosten k_f (Darlehenszinssatz) und den Eigenkapitalkosten k_e , wobei mit dem Steuersatz s die steuerlichen Vorteile des Fremdkapitals erfasst werden. Anstelle von Kapitalkosten spricht man auch von „weighted average cost of capital“ (WACC):

$$WACC = (1 - s) * FK * k_f + EK * k_e$$

Zu beachten ist, dass die Anteile an Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK) jeweils mit ihrem Marktwert – nicht dem Bilanzwert – zu gewichten sind. Der Eigenkapitalbedarf eines Geschäftsfeldes – und damit die Kapitalkosten und der EVA – hängen vom Risiko ab, was eine Integration des Risiko-Managements in eine wertorientierte Unternehmensführung erfordert.³ Bei einem Unternehmen mit mehreren, unterschiedlich riskanten Geschäftsfeldern kann man den Eigenkapitalbedarf EK (Risikodeckungspotenzial) jedes Geschäftsfeldes mit dem Risikoumfang (Value-at-Risk) bestimmen und daraus dessen Kapitalkosten und den Wertbeitrag (EVA) ableiten (vgl. dazu die Methode der Risikoaggregation).

Eine Möglichkeit der Bestimmung der Eigenkapitalkosten (k_e) bietet das „Capital-Asset-Pricing-Modell“ von Sharpe:

$$k_e = r_0 + (r_m - r_0) * \beta$$

Dabei drückt β das „systematische Risiko“ aus, also die Wirkungen allgemeiner, nicht-unternehmensspezifischer Einflüsse auf die Rentabilität (z. B. Konjunktur- und Zinsentwicklung). Ein β von 1 bedeutet dabei ein durchschnittliches Risiko. Die Variable r_0 bezeichnet den risikolosen Zins, der sich beispielsweise durch die Rendite von Bundesanleihen abschätzen lässt; r_m ist der durchschnittliche Marktzins für riskante Kapitalanlagen wie Aktien.

Nur das systematische Risiko gilt hier als bewertungsrelevant, weil es nicht durch Diversifikation – also die Zusammenfassung verschiedener Projekte bzw. Anlagen in einem Pool (Portefeuille) – zu beseitigen ist. Es lässt sich jedoch empirisch belegen, dass niedrigere Risiken – beispielsweise wegen niedrigerer Kosten durch bessere Planbarkeit der Produk-

tion – auch zu einer Steigerung der Cash-Flows beitragen können.⁴ Zumindest über diesen „Umweg“ ist die Reduzierung von systematischen und unsystematischen Risiken – also Risiko-Management – sinnvoll. Auch die Existenz von Konkurskosten und der beschränkte Zugang vieler Unternehmen zu den Kapitalmärkten sprechen für eine Relevanz auch der unsystematischen Risiken für den Unternehmenswert.

Das folgende **Beispiel** zeigt die Berechnung der Kapitalkosten (WACC) eines fiktiven Unternehmens:

(1) Eigenkapitalkosten

Risikoloser Zinssatz (r_0)	6,5 Prozent
Allgemeiner Risikozuschlag für Eigenkapital ($r_m - r_0$)	5,0 Prozent
Geschätzter β -Koeffizient	1,4
⇒ Eigenkapitalkosten	13,5 Prozent
Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital (zu Marktwerten):	50 Prozent

(2) Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalzinssatz	8,0 Prozent
Gewinnsteuersatz (bei Vollausschüttung)	20 Prozent
⇒ Fremdkapitalzinssatz nach Steuern	6,5 Prozent
Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital (zu Marktwerten)	50 Prozent

Durchschnittliche Gesamtkapitalkosten = 0,5 * 13,5 Prozent + 0,5 * 6,5 Prozent = 10 Prozent

Um eine positive Wertentwicklung für seine Gesellschafter zu erzielen, um dieses Unternehmen mindestens eine durchschnittliche jährliche Rendite von 10 Prozent – die Höhe der Kapitalkosten – erzielen.

3. Risikoaggregation als Basis einer wertorientierten Unternehmensführung

Ein systematischer und praktischer Ansatz für ein Risiko-Managementkonzept sollte folgende Elemente umfassen:

- (1) Risikoanalyse;
- (2) Risikoaggregation und Kapitalkosten;
- (3) Risikobewältigung;
- (4) organisatorische Gestaltung von Risiko-Managementsystemen und Monitoring.

Risiken sind dabei die aus der Unvorhersehbarkeit der Zukunft resultierenden, durch „zufällige“ Störungen verursachten Möglichkeiten, geplante Ziele zu verfehlen (Risiken als „Streuung“ um einen Erwartungs- oder Zielwert). Risiken entsprechen somit mathematisch weitgehend der Standardabweichung des Erwartungswertes der betrachteten Zielvariable (also z. B. der Eigen- oder Gesamtkapitalrendite). Alternativ oder zumindest er-

gänzend kann man Risiken auch als sogenannten Value-at-Risk – eine Art „wahrscheinlicher Höchstschaden“ – messen. Der Value-at-Risk (VaR), der sich unmittelbar aus der Schadensverteilung ableiten lässt, ist dabei definiert als Schadenshöhe, die in einem bestimmten Zeitraum („Halteperiode“, z. B. ein Jahr) mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit („Konfidenzniveau“, z. B. 95 Prozent) nicht überschritten wird.

(1) Risikoanalyse: Bei der Risikoanalyse werden alle auf das Unternehmen einwirkenden Einzelrisiken systematisch identifiziert und anschließend hinsichtlich Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitativen Auswirkungen bewertet. Es sind folgende Risikofelder zu betrachten:

- strategische Risiken, z. B. akute Gefährdung wichtiger Wettbewerbsvorteile;
- Marktrisiken, z. B. konjunkturelle Absatzmengenschwankungen;
- Finanzmarktrisiken, z. B. Zins- und Währungsveränderungen;
- rechtliche und politische Risiken, z. B. Änderungen der Steuergesetze;
- Risiken aus Corporate Governance, z. B. unklare Aufgaben- und Kompetenzregelungen;
- Leistungsrisiken der primären Wertschöpfungskette und der Unterstützungsfunktionen, z. B. Kalkulationsfehler oder Ausfall der EDV.

Eine fundierte Risikoanalyse geht durch den Einsatz spezifischer Analysemethoden (z. B. Marktrisikoanalyse mittels Auswertung der Wettbewerbskräfte) in den einzelnen Risikofeldern über das Sammeln bekannter Risiken hinaus und sichert so die vorhandenen Risikobetrachtungen in Unternehmen ab.

(2) Risikoaggregation und Kapitalkosten: Zielsetzung der Risikoaggregation ist die auf die Risikoanalyse aufbauende Bestimmung des Gesamtrisikoumfangs („Risk exposure“) der Unternehmungen sowie der relativen Bedeutung der Einzelrisiken. Dabei sind Wechselwirkungen der Risiken – durch Risikosimulationsverfahren – explizit zu berücksichtigen. Hierzu werden die Wirkungen der Einzelrisiken im Kontext der im Unternehmen genutzten Planungsmodelle (z. B. Plan-GuV) integriert, was die Verbindung zwischen Risiko-Management und „traditioneller“ Unternehmensplanung ermöglicht.

Das geeignetste Verfahren zur Risikoaggregation stellt die Risikosimulation („Monte-Carlo-Simulation“) dar (vgl. Abbildung 1).⁵ Hierzu werden die Wirkungen der Einzelrisiken in einem Rechenmodell des Unternehmens, beispielsweise den entsprechenden Posten der GuV oder Bilanz, zugeordnet. Solche Risikowirkungen werden durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben. In unabhängigen Simulationsläufen wird mit Hilfe von Zufallszahlen ein Geschäftsjahr mehrere tausend Mal durchgespielt und jeweils eine Ausprägung der GuV oder Bilanz berechnet.

Damit erhält man in jedem Simulationslauf einen Wert für die betrachtete Zielgröße (z. B. Gewinn, Cash-Flow oder Unternehmenswert). Aus den ermittelten Realisationen der Zielgrößen ergeben sich aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Aus diesen kann der Value-at-Risk als ein Höchstschaden, der mit beispielsweise 95-prozentiger Wahrscheinlich-

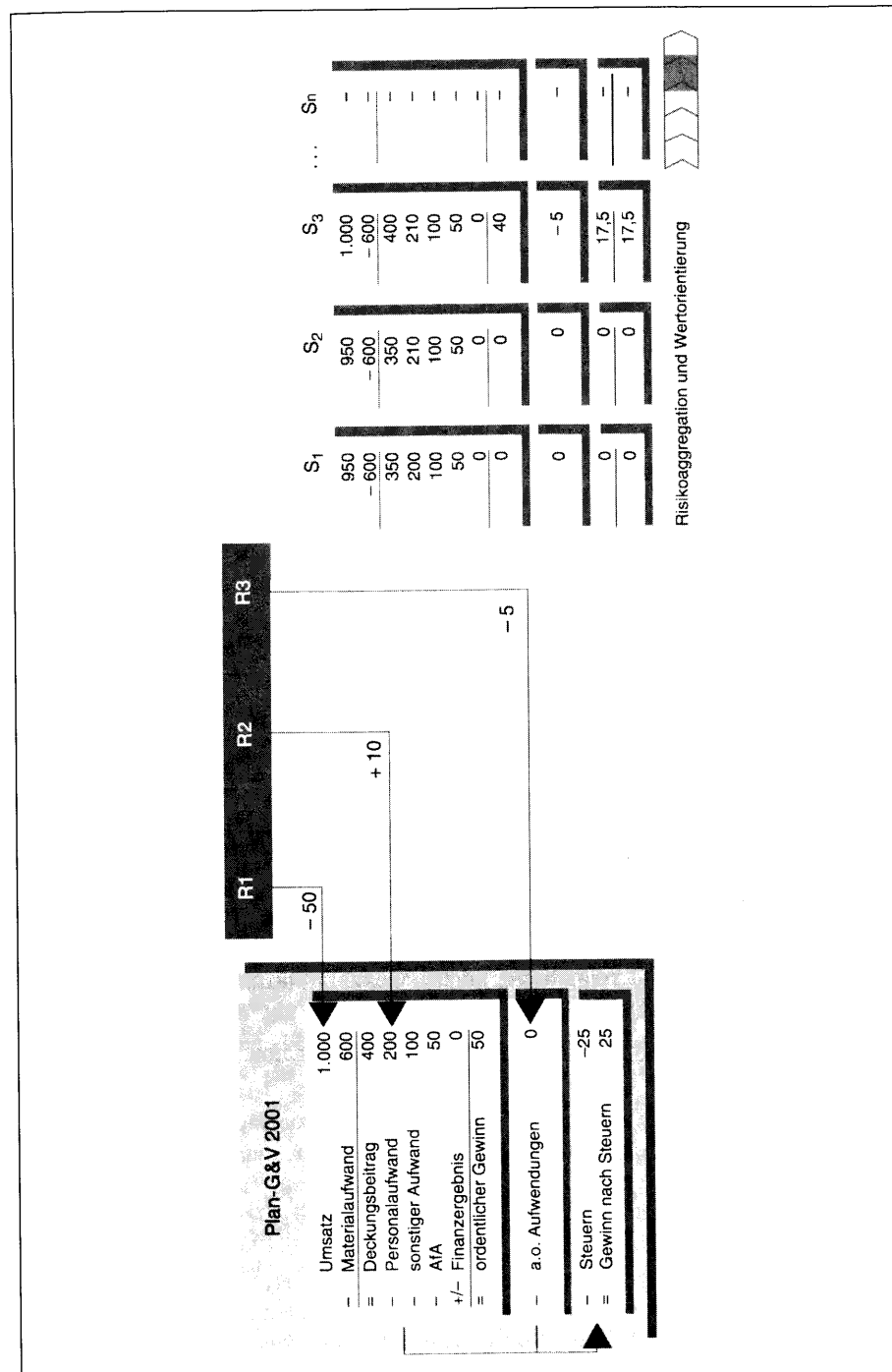


Abbildung 1: Monte-Carlo-Simulation als Methodik zur Risikoaggregation (R = Risiko, S = Szenario)

lichkeit nicht überschritten wird, ermittelt werden. Durch Sensitivitätsanalysen ist es weiterhin möglich, die wesentlichen Einflussfaktoren (Einzelrisiken) auf die Zielvariablen zu bestimmen („Varianzanalyse“).

Auf der Basis der Aggregationsergebnisse werden risikoorientierte Kapitalkosten (WACC) oder durch Risiken verursachte „Streuungsbänder“ der zukünftigen Cash-Flows ermittelt, was letztlich zu einer fundierten Beurteilung der Zuverlässigkeit und einer Verbesserung der unternehmerischen Planungen beiträgt. Insbesondere lässt sich auch der für die Berechnung der Kapitalkosten erforderliche Eigenkapitalbedarf jedes Unternehmensbereichs, der sich unmittelbar aus dessen Gesamtrisikoumfang ableiten lässt, bestimmen. Zudem kann man aus dem Value-at-Risk auch risikoadjustierte Rentabilitätsmaße ableiten, wie z. B. den RORAC (= „Return on risk adjusted capital“), der sich als Quotient von Gewinn und Eigenkapitalbedarf (= „Risikokapital“) berechnen lässt. Diese Kennzahlen können dann beispielsweise in eine Balanced Scorecard⁶ als zentralem strategischen Steuerungsinstrument integriert werden und die dort oft erkennbaren Defizite in Bezug auf den Umgang mit Risiken beheben.

Insgesamt wird so durch die Risikoaggregation das Fundament geschaffen, um den Wertbeitrag (EVA) jedes Unternehmensbereichs und jeder Investition zu ermitteln und damit eine fundierte wertorientierte Unternehmensführung überhaupt erst zu ermöglichen.

(3) Risikobewältigung: Ein Unternehmen ganz ohne Risiko ist in der Realität nicht denkbar. Es genügt aber nicht, Risiken nur zu analysieren. Es müssen auch geeignete Maßnahmen getroffen werden, die Risikoposition des Unternehmens zu optimieren – nicht zu minimieren, weil dadurch gleichzeitig auf Gewinnchancen verzichtet würde. Grundsätzlich gibt es dabei mehrere Strategien zum Umgang mit Risiken (Risikobewältigung):

- Risikovermeidung (z. B. Ausstieg aus einem „gefährlichem“ Geschäftsfeld);
- Risikoreduzierung durch
 - ursachenorientierte Minderung der Eintrittswahrscheinlichkeit (z. B. redundante Auslegung wichtiger Maschinen) oder eine
 - wirkungsorientierte Minderung der Schadenshöhe (z. B. Substitution fixer durch variable Kosten; Outsourcing);
- Überwälzen von Risiken (z. B. durch Versicherungen, geeignete Verträge mit Lieferanten);
- Risiko selbst tragen (und Schaffung eines adäquaten Risikodeckungspotenzials, in der Regel in Form von Eigenkapital- und Liquiditätsreserven).

Wie zu sehen ist, beschränkt sich Risiko-Management also nicht auf das Abschließen von Versicherungen. Zum Teil kann es sogar sinnvoll sein, auf Versicherungen zu verzichten und eine Verlustgefahr, aber damit eventuell auch eine Gewinnchance selbst zu tragen.

Dabei gilt folgender allgemeiner Grundsatz des Risiko-Managements: *Das Risikodeckungspotenzial – also insbesondere das Eigenkapital – eines Unternehmens sollte dem vorhandenen, selbst zu tragenden Risikoumfang entsprechen.*

(4) Organisatorische Gestaltung von Risiko-Managementsystemen und Monitoring: Wirksames Risiko-Management erfordert die Einbeziehung aller Mitarbeiter und die Verankerung in den Geschäftsprozessen des Unternehmens. Durch die sich ständig ändernden Umweltbedingungen verändert sich auch permanent die Risikosituation des Unternehmens.

Das Risiko-Managementsystem hat daher durch organisatorische Regelungen – insbesondere durch eine klare Verantwortungszuordnung – sicherzustellen, dass Risiken frühzeitig identifiziert und regelmäßig bewertet werden.⁷ Außerdem sind für ein KonTraG-konformes Risiko-Managementsystem, das den Vorschriften des KonTraG entspricht, die Berichtswege zu Vorstand und Aufsichtsrat festzulegen.

Die Elemente eines „Risikohandbuchs“, das die wesentlichen organisatorischen Regelungen zum Risiko-Managementsystem zusammenfasst, sind typischerweise:

- Risikopolitik und Limitsystem;
- Verantwortlichkeiten im Risiko-Management;
- Prozess der Risikoidentifikation;
- Prozess der Risikobewertung und Risikoüberwachung;
- Berichtswesen.

4. Strategisches Risiko-Management: Markt- und Leistungsrisiken bestimmen die angemessene Kosten- und Finanzierungsstruktur

Das strategische Risiko-Management befasst sich außer mit der Identifikation von Risiken, die die Wettbewerbsvorteile oder Kernkompetenzen des Unternehmens bedrohen, mit der Bestimmung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung für das Unternehmen. Eine zu geringe Eigenkapitalausstattung erhöht beispielsweise die Konkurswahrscheinlichkeit und mindert so den Unternehmenswert. Eine zu hohe Eigenkapitalausstattung ist dagegen mit zu hohen Kapitalkosten verbunden, was ebenfalls nicht im Sinn einer wertorientierten Unternehmensführung ist. Die folgende vereinfachte Darstellung erläutert den Zusammenhang zwischen Unternehmensrisiko – speziell Umsatzschwankungen aus Markt- und Leistungsrisiken – einerseits und Eigenkapitalbedarf (Finanzierungsstruktur) andererseits.

Das Gesamtrisiko eines Unternehmens soll hier also vereinfachend nur durch zwei – besonders wichtige – der oben angesprochenen Risikofelder beschrieben werden, nämlich Marktrisiko und Leistungsrisiko. Ergänzend werden aber die Kostenstruktur (→ Kostenstrukturrisiko) und die Finanzierungsstruktur (→ Finanzstrukturrisiko) betrachtet, die im Kontext der „strategischen Risiken“ von Bedeutung sind (vgl. Abbildung 2).

(1) Marktrisiko: Primärer Ausgangspunkt der unternehmerischen Risiken ist insbesondere der (Absatz-)Markt, weil die zukünftigen Umsätze nicht sicher bekannt sind. Je un-

sicherer die zukünftigen Umsätze prognostizierbar sind (i. d. R. also, wenn sie sehr stark schwanken), desto höher ist das Marktrisiko. Konjunktur- oder modeabhängige Branchen und solche ohne langfristigen Lieferverträge oder mit starken Änderungen oder ungünstigen Ausprägungen der Wettbewerbskräfte sind tendenziell riskanter. Marktrisiken werden ermittelt durch

- eine statistische Analyse historischer Absatzschwankungen und der statistisch belegbaren Abhängigkeiten des Unternehmens von makroökonomischen Störungen, wie Zinsen oder Geschäftsklima;
- eine Analyse der Marktattraktivität (Marktqualität) auf Grundlage des Porter'schen Modells der Wettbewerbskräfte, weil Änderungen der Wettbewerbskräfte besonders gravierende Marktrisiken darstellen.

(2) Leistungsrisiko: In diese Kategorie der Leistungsrisiken gehören insbesondere Risiken, die mit der Leistungserstellung (Wertschöpfung) und den dafür eingesetzten Ressourcen in Zusammenhang stehen, also z. B. Feuerschäden, Maschinenausfall oder Arbeitsunfälle. Im Gegensatz zu den nachfrageseitigen Marktrisiken umfassen sie die angebotsseitigen Risiken, die zu einem teilweisen oder vollständigen Ausfall der Leistungserstellung (Produktion) oder zumindest zu ungeplanten Erhöhungen der Leistungserstellungskosten führen.

(3) Kostenstrukturrisiko („Operating Leverage“): Die Höhe der Auswirkungen von Umsatzschwankungen in Folge des Markt- und Leistungsrisikos auf die Unternehmensgewinne hängt von der Kostenstruktur ab. Entscheidend ist, wie schnell die Kosten bei rückläufigen Umsätzen abgebaut werden können. Etwas vereinfachend kann man deshalb den Anteil der Fixkosten am Umsatz als Maß für das Kostenstrukturrisiko ansehen. Je höher der relative Anteil fixer, also umsatzunabhängiger Kosten ist, desto gefährlicher ist ein Umsatzrückgang.

(4) Finanzstrukturrisiko („Financial Leverage“): Die Auswirkungen der Gewinnschwankungen auf die Rentabilität des Unternehmens (bzw. auf den Unternehmenswert) hängt von der Kapitalbindung und der Finanzierungsstruktur ab. Bei einer geringen Eigenkapitalquote sind die Wirkungen von Gewinnschwankungen besonders gravierend, was sich beispielsweise in einer hohen Volatilität der Eigenkapitalrendite – einer wesentlichen betriebswirtschaftlichen Zielgröße – zeigt.

Von entscheidender Bedeutung ist, dass sich die vier Risikokomponenten – wie man mathematisch zeigen kann – etwa multiplikativ verstärken. Dies hat beispielsweise zur Konsequenz, dass Unternehmen mit einem hohen Marktrisiko besonders bestrebt sein sollten, Kostenstruktur- und Finanzstrukturrisiko zu reduzieren, um das Gesamtrisiko in akzeptablen Grenzen zu halten. Konkret könnte dies in der Praxis bedeuten, dass das Unternehmen den Fixkostenanteil durch Outsourcing und eine Reduzierung der Fertigungstiefe senkt und die Eigenkapitalquote erhöht.⁸ Letztendlich ist auch die Bestimmung der angemessenen Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens – und damit der Kapitalkosten –

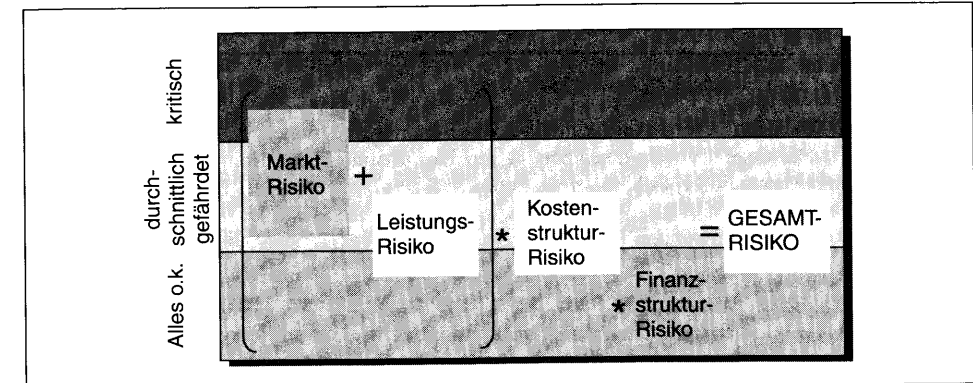


Abbildung 2: Fundamentalgleichung des Risiko-Managements

nur möglich, wenn man Markt- und Leistungsrisiken kennt. Traditionelle Methoden der Jahresabschlussanalyse und der Bonitätsprüfung mittels Ratingsystemen können dies nicht leisten.

5. Steigerung des Unternehmenswertes als Ziel

Eine moderne, wertorientierte Unternehmensführung fördert die bewusste Auseinandersetzung mit strategischen und operativen Risiken. Risiko-Management soll unternehmerische Initiativen, Innovationen und Wachstum nicht verhindern, sondern mithilfe, Gewinnpotenziale realistisch einzuschätzen und zu realisieren. Ein derart verstandenes Risiko-Management wird die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens verbessern, die Wahrscheinlichkeit von Krisen reduzieren und den Unternehmenswert steigern.

Anmerkungen

- 1 Präziser spricht man von Risiko dann, wenn die Wahrscheinlichkeitsverteilungen bekannt sind. Ansonsten spricht man von Ungewissheit.
- 2 Vgl. Rappaport, A.; Wertorientierte Unternehmensführung – Strategien zur Schaffung von Shareholder Value, in: Montgomery, C. A.; Porter, M. E. (Hrsg.): Strategie, S. 433–458, 1996
- 3 Vgl. Gleißner, W.; Faustregeln für Unternehmer – Leitfaden für strategische Kompetenz und Entscheidungsfindung, Seite 72–82 und Seite 136–140, Gabler-Verlag, 2000
- 4 Vgl. Amit, R.; Wernerfelt, B.: Why Do Firms Reduce Risk?, in: Academy of Management Journal, Vol. 33, Seite 520–533, 1990
- 5 Vgl. Gleißner, W.; Meier, G.; Risikoaggregation mittels Monte-Carlo-Simulation, in: Versicherungswirtschaft, Nr. 13/1999, Seite 926–929.

- 6 Vgl. Norten, R. S.; Kaplan, D. P.; Balanced Scorecard, 1997
- 7 Vgl. Fuser, K.; Gleißner, W.; Meier, G.; Risiko-Management (KonTraG) – Erfahrungen aus der Praxis, in: Der Betrieb, 15/1999, Seite 753–758
- 8 Für weitere Maßnahmenvorschläge vgl. Checkliste zum strategischen Risiko-Management in: Gleißner, W.; Faustregeln für Unternehmer – Leitfaden für strategische Kompetenz und Entscheidungsfindung, Abschnitt 3.1, Gabler-Verlag, 2000