

Veröffentlicht in

Modernes Risikomanagement

(Romeike Hrsg.)

2005

**“Wertorientierte Unternehmensführung, Strategie und
Risikomanagement - Die Kapitalkosten als Bindeglied“**

Seiten 33-51

Mit freundlicher Genehmigung der
WILEY-VCH Verlag GmbH & Co. KGaA, Weinheim
(www.wiley.de)

Wertorientierte Unternehmensführung, Strategie und Risikomanagement Die Kapitalkostensätze als Bindeglied

Werner Gleißner

Einleitung und Überblick

Dieser Fachbeitrag erläutert einleitend die Idee eines wertorientierten Managements. Dabei wird insbesondere auf die Bedeutung des Erfolgsmaßstabs »Unternehmenswert« für die Beurteilung strategischer oder operativer Handlungsmöglichkeiten der Unternehmensführung eingegangen. Für die Nutzung des Unternehmenswertes als Erfolgsmaßstab ist es erforderlich, dass in dieser Kennzahl sich auch die einzelnen Risiken widerspiegeln. Die Brücke zwischen den Unternehmensrisiken und dem Unternehmenswert stellt der Kapitalkostensatz (Diskontierungszinssatz der zukünftigen Erträge) dar. Höhere Risiken führen zu einem höheren Kapitalkostensatz, das heißt zu höheren Mindestanforderungen an die zu erwartende Rendite. Im Folgenden wird deshalb erläutert, wie mithilfe der Aggregation von Risiken auf einen dem jeweiligen Risiko angemessenen Kapitalkostensatz geschlossen werden kann.

Insgesamt verdeutlicht der Fachbeitrag damit die zentrale Bedeutung von (aggregierten) Risikoinformationen für die praktische Umsetzung der Idee eines wertorientierten Managements. Die hier vorgeschlagene Konzeption der Ableitung von Kapitalkostensätzen (zum Beispiel für Investitionen), die dem jeweiligen Risiko angemessen sind, stellt damit eine Alternative zum heute noch üblichen Weg der Ableitung aus Kapitalmarktdaten (zum Beispiel im so genannten CAP-Modell) dar. Dieser Weg ist speziell in unvollkommenen Kapitalmärkten (zum Beispiel mit Konkurskosten und asymmetrisch verteilten Informationen) vorzuziehen.

Grundlagen des strategischen wertorientierten Managements

Wertorientiertes Management zeichnet sich durch seine Orientierung am langfristigen Erfolg und die Berücksichtigung von Risiken durch die Unvor-

hersehbarkeit der Zukunft aus.¹⁾ Ein so verstandenes wertorientiertes Management findet man häufig auch bei mittelständischen Unternehmen – ohne dass diese zwingend ihre Unternehmensführung mit »wertorientiert« beschreiben würden. Unternehmensziele, wie ein »nachhaltiges profitables Wachstum« sind jedoch eng mit dem Unternehmenswert verwandt.

Aus der Grundidee eines wertorientierten Managements ergeben sich bestimmte Leitlinien für die Unternehmensführung (vergleiche beispielhaft die folgenden zehn Kernthesen des FutureValueTM Ansatzes, Gleißner, W.: *Future Value*, 2004, S. 28).

- 1) Strategisches Oberziel und Erfolgsindikator des Unternehmens ist der Unternehmenswert.
- 2) Gemessen wird der Unternehmenserfolg an objektiven finanziellen Kennzahlen, wie dem Discounted free Cash Flow (DfCF).
- 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 durch ein strategisches Kennzahlensystem unterstützt wird.
- 5) Wertorientierte strategische Steuerung basiert auf fundierten Annahmen über die Abhängigkeiten von Erfolgsfaktoren und dem Unternehmenswert (»Geschäftslogik«).
- 6) Alle wesentlichen Maßnahmen im Unternehmen müssen konsequent bezüglich ihrer Wirkung auf den Unternehmenswert geprüft werden.
- 7) Das Kapital wird konsequent in die Bereiche mit der höchsten Wertgenerierung gelenkt.
- 8) Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit sind nie Selbstzweck.
- 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.

Natürlich können alleine mit solchen Leitlinien nicht sämtliche Entscheidungsprobleme eines Unternehmens eindeutig gelöst werden. Deshalb er-

1) Vergleiche zum Beispiel Schierenbeck, R.: *Value Controlling*, 2002 sowie Pfennig, M.: Shareholder Value durch unternehmensweites Risikomanagement, in: Johanning, L./Rudolph, B.: *Handbuch Risikomanagement*, 2002, S. 1295–1332 und Günther, T.: *Unternehmenswertorientiertes Controlling*, 1997.

fordern wertorientierte Unternehmensführungsansätze einen klar definierten Erfolgsmaßstab, wie den Unternehmenswert oder den Wertbeitrag einer Periode (beziehungsweise dem ähnlichen Economic Value Added (EVA)). Alle wertorientierten Unternehmensführungsansätze, wie das in Abbildung 1 dargestellte FutureValue™-Konzept, zeichnen sich durch einen solchen klar definierten Erfolgsmaßstab aus (siehe Modul 5 in Abbildung 1).

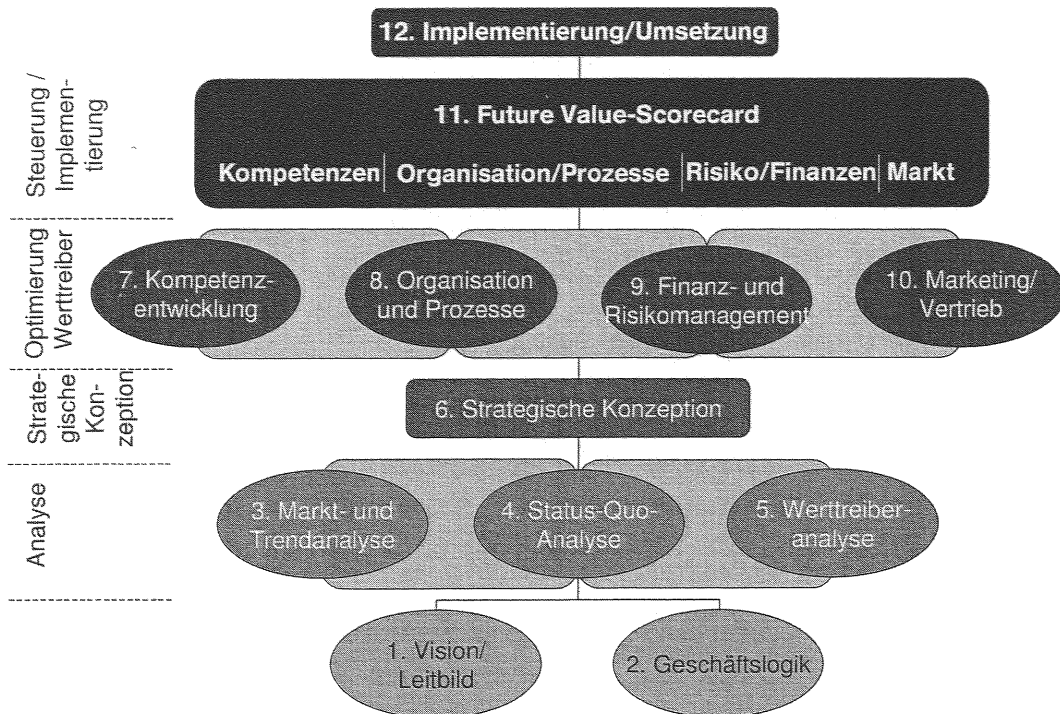


Abbildung 1: Module einer wertorientierten Unternehmensführung (FutureValue™-Konzept)

Sie verbinden also immer ein Management-Leitbild (für die Gestaltung und Planung des Unternehmens) mit einem Erfolgsmaßstab (Performance Measurement; siehe Abbildung 2). Darüber hinaus sollten sie gewährleisten, dass basierend auf einer fundierten Situationsanalyse eine wertsteigernde Strategie abgeleitet wird (siehe Modul 6 in Abbildung 1), die operative Maßnahmen zur Konsequenz hat und so Erfolgspotenziale ausbaut. Die Risikopolitik, die beispielsweise Obergrenzen (Limite) für Risiken fixiert, ist Teil einer solchen Strategie. Schließlich sollte eine wertorientierte Unternehmensführung ein Steuerungssystem (wie eine Balanced Scorecard) umfassen, das die Strategieumsetzung und Erfolgsmessung unterstützt.

Erfolge zu messen, zu vergleichen und auch zu prognostizieren, muss man sicherlich zu den Schlüsselaufgaben jeder unternehmerischen Tätig-

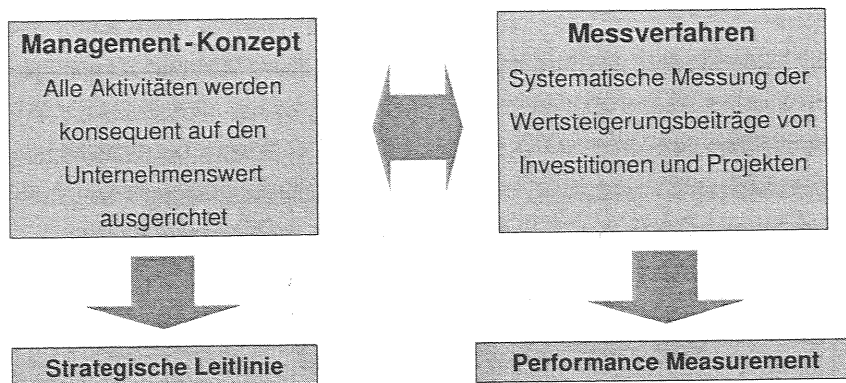


Abbildung 2: Die zwei Säulen eines wertorientierten Managements

keit zählen. Welcher Geschäftsbereich eines Unternehmens war am erfolgreichsten? War das Unternehmen im aktuellen Geschäftsjahr erfolgreicher als im Vorjahr? Wird eine Investition einen Beitrag für den nachhaltigen Erfolg des Unternehmens bringen? Welche unternehmerische Handlungsalternative verspricht den größten Erfolg?

Diese Fragen beschäftigen jede Unternehmensführung. Sie zu beantworten, erfordert zwangsläufig zunächst eine Messgröße (Maßstab). Erfolgsorientierte und erfolgreiche Unternehmensführung hängt nicht zuletzt davon ab, dass Erfolg überhaupt gemessen wird. Die Rendite ist dabei alleine kein sinnvoller Erfolgsmaßstab. Ob zum Beispiel acht Prozent erwartete Rendite gut oder schlecht ist, hängt vom dabei eingegangenen Risiko ab.

Gerade bei der Beurteilung alternativer Strategien ist immer zu bedenken, dass diese durchaus mit unterschiedlichen Risiken verbunden sein können. So ist beispielsweise eine Marktdurchdringungsstrategie meist weniger risikobehaftet als eine Diversifikationsstrategie, bei der neu zu entwickelnde Produkte auf Märkten platziert werden sollen, die für das Unternehmen ebenfalls neu sind. Die unterschiedlichen Risiken dieser Strategien machen ein Vergleich allein anhand der zukünftig erwarteten Erträge oder Rendite wenig sinnvoll. Die Risiken müssen explizit im Entscheidungskalkül – also im Erfolgsmaßstab – berücksichtigt werden.

Zur Beurteilung beispielsweise von Strategien oder Investitionsprojekten ist es also erforderlich, Risiken und erwartete Erträge abzuwägen, wie die Abbildung 3 zeigt.

Dabei kann man im einfachsten Fall das Projekt wählen, das bei einem vorgegebenen maximalen Risiko die höchste Rendite erwarten lässt. Oder man gibt (wie in Abbildung 3) für jede Risikohöhe eine zugehörige Mindestrendite an, wobei der »richtige« Zusammenhang zwischen Rendite (Ertrag) und Risiko nicht einfach zu bestimmen ist.

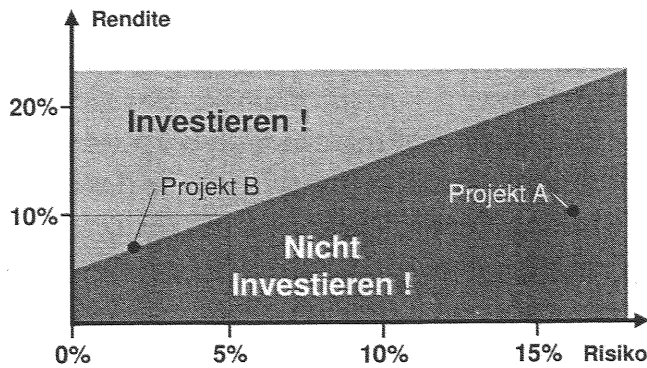


Abbildung 3: Rendite und Risiko

Am besten verwendet man einen Erfolgsmaßstab (als Entscheidungskriterium für die Auswahl), der erwartete Rendite und Risiken in nachvollziehbarer Weise in einer Kennzahl verbindet.

Der Unternehmenswert ist ein solcher Maßstab und berücksichtigt den Risikoumfang über den Kapitalkostensatz, also die Höhe des Zinssatzes, mit dem zukünftig erwartete Erträge auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst werden. Ebenfalls denkbar als wertorientierter Erfolgsmaßstab ist die Verwendung von Wertbeitrag oder der Economic Value Added (EVA):

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

Ein Problem des EVA-Ansatzes ist die einperiodige Betrachtung des Erfolgs, also die Vernachlässigung langfristiger Konsequenzen auf die zukünftigen Erträge, weshalb er hier nicht weiter betrachtet wird.

Unternehmenswert und der Werttreiber Kapitalkostensatz

Im Folgenden wird der zentrale Erfolgsmaßstab »Unternehmenswert« und seine wesentlichen Einflussfaktoren (die Werttreiber) noch etwas näher erläutert (vergleiche auch Gleißner, W.: *Wertorientierte strategische Steuerung*, 2001b).

Für die Bewertung eines Unternehmens ist die (unsichere) zukünftig erwartete Ertragslage maßgeblich. Grundsätzlich wird also für die Berechnung des Unternehmenswertes (UW) eine Prognose aller zukünftigen freien Cash Flows und eine Quantifizierung der Risiken benötigt, um damit den Kapitalkostensatz (also die risikoabhängigen Mindestrenditeanforderungen) bestimmen zu können. Mit diesem Kapitalkostensatz (WACC) werden die erwarteten zukünftigen freien Cash Flows (fCF) risikoadäquat abgezinst, um deren

Gegenwartswert (Kapitalwert) zu berechnen.²⁾ Der freie Cash Flow (fCF) ist dabei definiert als EBIT (Betriebsergebnis, also Gewinn vor Steuern und Zinsen) nach unternehmensbezogenen Steuern zuzüglich nichtzahlungswirksamer Aufwendungen (insbesondere Abschreibungen und Veränderungen bei langfristigen Rückstellungen) minus sämtliche Investitionen in (betriebsnotwendige) Sachanlagen und Working Capital (siehe Abbildung 4). Beim freien Cash Flow wird also berücksichtigt, dass ein gewisser Teil der Gewinne für Investitionen im Unternehmen verbleiben muss, um die Erträge langfristig zu sichern oder zu steigern. Die dafür notwendigerweise aufzuwendenden Finanzmittel stehen den Kapitalgebern nicht zur Verfügung.

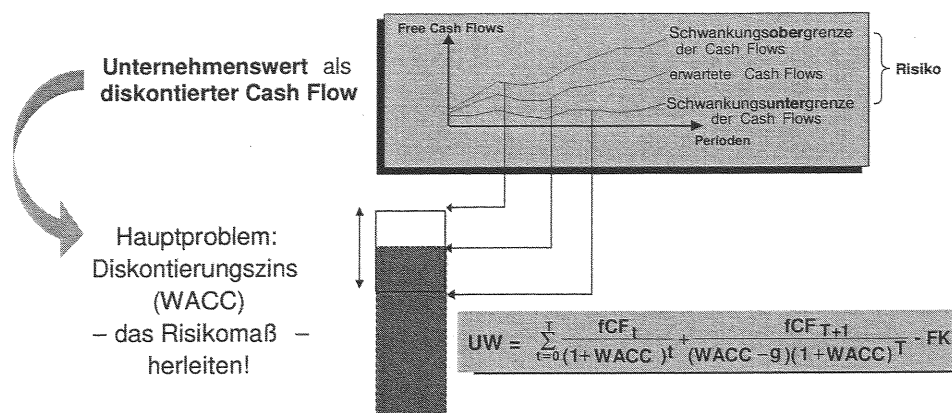


Abbildung 4: Unternehmenswert als diskontierter Cash Flow

Die grundlegende Definition des Unternehmenswertes (Ertragswert; Discounted Cash Flow) auf Basis der freien Cash Flows (Zahlungsströme) lautet damit wie folgt:

$$\text{Unternehmenswert} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{fCF_t}{(1+WACC_t)^t} - FK_M$$

Finanziert wird das betriebsnotwendige Vermögen mit Eigen- und Fremdkapitalkosten (FK). Die Kapitalkosten ergeben sich daher als Mittelwert der Fremdkapitalkosten k_{FK} und der Eigenkapitalkosten k_{EK} , wobei die steuerli-

2) Vergleiche zum Beispiel Küting, K./Heiden, M./Lorson, P.: *Neuere Ansätze der Bilanzanalyse – Externe unternehmenswertorientierte Performancemessung*, 2000; Rappaport, A.: *Shareholder Value*, 1999; Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: *Unternehmenswert*, 1993; Gleißner, W.: Wertorientierte strategische Steuerung, in: Gleißner, W./Meier, G.: *Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel*, S. 63–100, 2001.

chen Vorteile des Fremdkapitals (s) erfasst werden müssen. Üblicherweise wird in der Literatur empfohlen bei der Berechnung des Kapitalkostensatzes (WACC) die Gewichtung von Eigen- und Fremdkapital zu Marktpreisen vorzunehmen, was zu dem – aber zumindest iterativ lösbaren – »Zirkularitätsproblem« führen kann (vergleiche Nippel, P.: *Zirkularitätsproblem in der Unternehmensbewertung*, 1999). Die Formel stellt sich wie folgt dar:

$$\text{WACC} = k_{\text{EK}} \times \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{\text{FK}} \times \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \times (1 - s)$$

Die Eigenkapitalkosten werden dabei meist mittels des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) berechnet:

$$k_{\text{EK}} = r_0 + (r_m - r_0) \cdot \beta$$

wobei r_0 der risikolose Zinssatz, r_m die erwartete Rendite für risikobehaftetes Eigenkapital und β das Maß für das relative systematische (also unternehmensübergreifende) Risiko eines Unternehmens darstellt.

Mit sinnvollen ergänzenden Annahmen (zum Beispiel im Mittel zukünftig unveränderte Erträge) kann man den Unternehmenswert relativ einfach bestimmen. Der statische Ertragswert eines (nicht wachsenden) Unternehmens berechnet sich beispielsweise nach der folgenden Formel in Abhängigkeit des erwarteten Betriebsergebnisses (EBIT):

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{EBIT}^e \times (1 - s)}{\text{Kapitalkostensatz}} - \text{Bankverbindlichkeiten}$$

Aus dieser Definition des Unternehmenswertes lassen sich unmittelbar vier maßgebliche Hebel (Werttreiber) zur Steigerung des Unternehmenswertes ableiten, wobei die beiden ersten zusammen die Gewinn- beziehungsweise Cash Flow-Entwicklung beschreiben:

- Umsatzwachstum (zum Beispiel durch Marktdurchdringung, Diversifikation)
- Steigerung der Umsatzrentabilität (zum Beispiel durch Kostensenkung)
- Effizientere Kapitalnutzung (zum Beispiel durch Abbau von Vorräten)
- Reduzierung des Risikos (Senkung der Kapitalkostensätze zum Beispiel durch Versicherungen)

Gerade die Bestimmung des letzten Werttreibers stellt jedoch die Unternehmensführung vor die größten Herausforderungen und begründet die beson-

dere Bedeutung des Risikomanagements im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung (vergleiche Abschnitt *Die Herleitung risikoabhängiger Kapitalkostensätze*).

Die Anwendung: Vergleich alternativer Strategien

Mit dem Unternehmenswert als nachvollziehbaren Maßstab für Unternehmenserfolg ergibt sich ein grundlegender Vorteil für die praktische Unternehmenssteuerung: Es besteht die Möglichkeit, verschiedene (strategische) Handlungsalternativen (Maßnahmenbündel) hinsichtlich ihrer erwarteten Erfolgswirkung (erwartete Rendite und Risiko) zu vergleichen, also erwartete Erträge und Risiken gegeneinander abzuwägen. Ein solcher Erfolgsmaßstab trägt damit zu einer Verbesserung von Transparenz, Diskussionsfähigkeit und letztlich der Qualität unternehmerischer Entscheidungen bei. In Anbetracht der Unvorhersehbarkeit der Zukunft muss ein sinnvoller Erfolgsmaßstab den jeweiligen Grad dieser Unsicherheit – also das Risiko³⁾, das mit einer Entscheidung verbunden ist – mit in der Bewertung berücksichtigen. Diese Anforderung erfüllt, wie erwähnt, der Unternehmenswert.

Aufgrund seiner besonderen Eignung als Erfolgsmaßstab wird deshalb gerade der Unternehmenswert genutzt, um die Unternehmensführung bei der Auswahl verschiedener Varianten der Unternehmensstrategie (strategische Handlungsoptionen) zu unterstützen. Abbildung 5 verdeutlicht zusammenfassend das Vorgehen bei der Strategieentwicklung und Bewertung strategischer Handlungsoptionen in einem wertorientierten Managementansatz (in Anlehnung an die Struktur der Software Strategie-Navigator der FutureValue Group AG).

Man erkennt, dass zunächst durch eine Analyse der Unternehmenssituation und des Umfelds die wesentlichen Grundlagen für die eigentliche Strategie-Entwicklung gelegt werden. Anschließend werden die grundlegenden Aussagen zur Unternehmensstrategie abgeleitet und schriftlich fixiert, wobei insbesondere Aussagen zu treffen sind hinsichtlich

- der heutigen und zukünftig angestrebten Kernkompetenz
- den Geschäftsfeldern und den dort angestrebten Wettbewerbsvorteilen
- der grundsätzlichen Gestaltung der Wertschöpfungskette sowie
- der strategischen Stoßrichtung, also der relativen Bedeutung der maßgeblichen Werttreiber (Wachstum, Rendite und Risiko).

3) Das Risiko ist dabei als mögliche Ursache einer Planabweichung zu verstehen. Die Risiken bestimmen damit den Umfang möglicher Planabweichungen und damit die Planungssicherheit.



Logik der Strategiesimulation

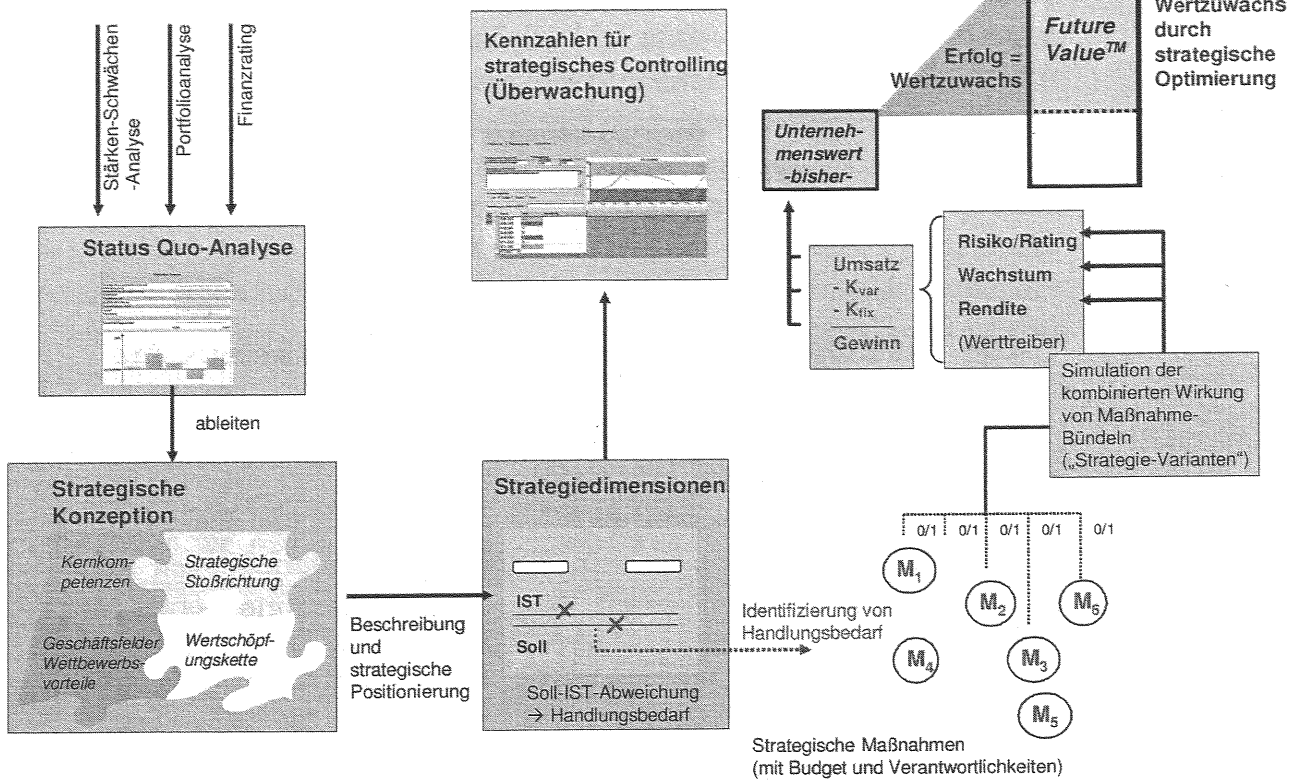


Abbildung 5: Die Logik der Strategiesimulation im wertorientierten Management

Einzelne strategische Handlungsalternativen werden schließlich zunächst qualitativ und anschließend hinsichtlich ihrer Wirkung auf die Werttreiber und damit auf den Unternehmenswert beurteilt. Die letztlich ausgewählte Strategie und die zugehörigen Maßnahmen, die zur Erreichung der strategischen Ziele erforderlich sind, werden mithilfe zum Beispiel einer (in die Software integrierten) Balanced Scorecard einer kontinuierlichen Überwachung und Steuerung unterzogen. Dabei werden die strategischen Ziele jeweils durch geeignete Kennzahlen beschrieben, sodass ein Vergleich der aktuellen Situation mit den angestrebten Werten möglich wird!

An sich ist der Unternehmenswert (richtig spezifiziert) der ideale Erfolgsmaßstab für eine solche Bewertung von Strategien, Investitionen oder auch Risikotransferinstrumenten (wie Versicherungen). In der Praxis zeigt sich jedoch heute noch fast durchgängig ein gravierendes Problem: Die offenkundigen entscheidungsrelevanten Risiken der zu vergleichenden Handlungsalter-

nativen (zum Beispiel Strategien) werden nicht explizit analysiert und hinsichtlich ihrer Konsequenzen für den Kapitalkostensatz ausgewertet. Statt dessen wird der Kapitalkostensatz (Diskontierungszins) mehr oder weniger willkürlich festgesetzt oder überhaupt nicht in Abhängigkeit des Risikoumfangs differenziert. Eine solche fehlende Fundierung der Diskontierungszinssätze auf Grundlage unternehmensinterner Risikoinformationen macht ein wertorientiertes Management im eigentlichen Sinne unmöglich. Gerade der wesentlichste Vorteil wertorientierter Managementansätze, die Verbindung von Erträgen und Risiken in einem Erfolgsmaßstab, kann nicht genutzt werden.

Die Herleitung risikoabhängiger Kapitalkostensätze

Den wertorientierten Steuerungssystemen fehlt heute noch häufig eine klare Fundierung ihrer Kapitalkostensätze. Offensichtlich müssten die risikoabhängigen Kapitalkostensätze (WACC) vom tatsächlichen Risikoumfang eines Unternehmens abhängig sein. Genau diese Informationen sollte das Risikomanagement bereit stellen. Der häufig im wertorientierten Management anzutreffende »Umweg« bei der Bestimmung der Kapitalkostensätze, nämlich die ausschließliche Beschaffung von Kapitalmarktdaten, ist wenig überzeugend. Unter der vielfältigen theoretischen und empirischen Kritik an dem hier meist verwendeten Capital Asset Pricing Modell (CAPM⁴⁾ zur Herleitung von Kapitalkostensätzen ist besonders eine Annahme sehr kritisch zu betrachten: Das CAPM unterstellt vollkommene, effiziente Kapitalmärkte. Dies bedeutet vor allem, dass alle Kapitalmarktakteure die Risikosituation des Unternehmens genauso gut einschätzen können, wie die Unternehmensführung selbst. Diese Annahme ist sicherlich nicht haltbar. Es ist sinnvoller anzunehmen, dass das Unternehmen selbst seine Risikosituation besser einschätzen kann als der Kapitalmarkt (vergleiche Shleifer, A.: *Inefficient Markets*, 2000, S. 34). Es besteht also eine Informationsasymmetrie. Diese besteht natürlich erst recht für die möglichen Veränderungen der Risikosituation durch *geplante* Maßnahmen der Unternehmensführung, die oft nicht öffentlich kommuniziert wurden. Gerade bei kleinen und mittelständischen Unternehmen dürfte zudem eine Orientierung am Kapitalmarkt sowieso äußerst schwierig sein, weil eine Börsenbewertung fehlt.

Aufgrund der bestehenden Informationsvorteile sollten Unternehmen daher die Kapitalkostensätze für ihre wertorientierten Steuerungssysteme auf

4) Franke, G./Hax, H.: *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 2004, S. 357 ff.

Grundlage der Erkenntnisse des Risikomanagements ableiten. Unternehmenswert (oder EVA) werden auf Grundlage von Kapitalkostensätzen berechnet, die die tatsächliche Risikosituation des Unternehmens widerspiegeln, und die Erkenntnisse des Risikomanagements fließen über den Weg der Kapitalkostensätze unmittelbar in unternehmerische Entscheidungen ein. So wird ein wirkliches Abwägen von erwarteten Erträgen und den damit verbundenen Risiken bei wichtigen Entscheidungen erst ermöglicht.

Für die Bestimmung eines geeigneten Kapitalkostensatzes bietet sich die schon vorgestellte Berechnung der WACC (Weighted Average Costs of Capital = gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten) unter Verwendung unternehmensinterner Risikodaten an. Hier wird unterstellt, dass nur risikotragendes Eigenkapital (Eigenkapitalbedarf, RAC) auch eine Risikoprämie verdient (siehe Abbildung 6). Der Eigenkapitalkostensatz basiert hierbei auf einem Opportunitätskostenkalkül: welche Rendite wäre *langfristig* für das benötigte Eigenkapital in einer Alternativanlage erzielbar, wenn man eine bestimmte Ausfallwahrscheinlichkeit (gegebenenfalls auch weitere Risiko-Parameter) unterstellt? Durch die Ableitung des Eigenkapitalbedarfs zu einem vorgegebenen (zum Beispiel aus dem angestrebten Rating abgeleiteten) Sicherheitsniveau lässt sich eine (weitgehende) Normierung für alle Unternehmen erreichen.

Mit der so genannten Risikoaggregation (vergleiche Abschnitt *Exkurs: Bestimmung des Eigenkapitalsbedarfs mittels Risikoaggregation*) kann man unmittelbar auf den risikobedingten Eigenkapitalbedarf (Risk Adjusted Capital, RAC) des Unternehmens schließen. Zur Vermeidung einer Überschuldung benötigt man so viel Eigenkapital, wie (mit einer definierten Restwahrscheinlichkeit) Verluste auftreten können, die das Eigenkapital verzehren.

Etwas vereinfacht kann man folgende Betrachtung anstellen: Möchte ein Unternehmen beispielsweise ein Rating von BBB+ erreichen, so impliziert dies eine Ausfallwahrscheinlichkeit von circa 4 Prozent, bezogen auf zehn Jahre. Aus dem angestrebten Rating, das beispielsweise durch die Risikoneigung der Unternehmensführung bestimmt wird, ergibt sich, dass mit 96-prozentiger Wahrscheinlichkeit das verfügbare Eigenkapital ausreichen muss, um die (kumulierten) möglichen Verluste abzudecken.

Bei dieser Betrachtung wird das einem Unternehmen insgesamt zur Verfügung stehende Eigenkapital gedanklich getrennt in einen risikotragenden Eigenkapitalbedarf (RAC) und einen Teil, der zur Abdeckung risikobedingter Verluste (mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit) eigentlich nicht erforderlich ist, und somit keinen (kalkulatorischen) Kostenaufschlag gegenüber einer Fremdkapitalfinanzierung (mit identischer Ausfallwahrscheinlichkeit) rechtfertigt (siehe Abbildung 6).

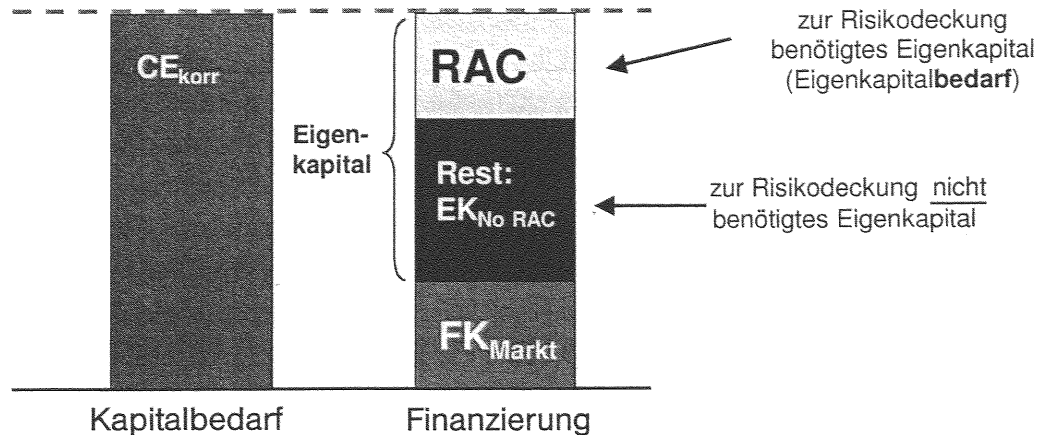


Abbildung 6: Kapitalbedarf und Finanzierung

Der Kapitalkostensatz berechnet sich nun in Abhängigkeit des risikoabhängigen Eigenkapitalbedarfs wie folgt:

$$WACC = k_{EK} \times \frac{\text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK} \times \frac{\text{Gesamtkapital} - \text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} \times (1 - s)$$

Die Einzelrisiken bestimmen den aggregierten Gesamtrisikoumfang und damit über den Eigenkapitalbedarf den Kapitalkostensatz (WACC), der wiederum bei der Bestimmung des Unternehmenswertes benötigt wird. Je höher die Risiken des Unternehmens sind, desto mehr teures Eigenkapital wird als Risikodeckungspotenzial benötigt (vergleiche auch das Fallbeispiel bei Gleißner, W./Berger, T.: *Die Ableitung von Kapitalkostensätzen aus dem Risiko-Inventar eines Unternehmens*, 4/2004).

Exkurs: Bestimmung des Eigenkapitalbedarfs mittels Risikoaggregation

Wie bestimmt man den Eigenkapitalbedarf eines Unternehmens im Risikomanagement?

Das Eigenkapital und die Liquiditätsreserven sind das Risiko-Deckungspotenzial eines Unternehmens, weil sie sämtliche risikobedingten Verluste zu tragen haben (vergleiche Gleißner, W.: *Identifikation, Messung und Aggregation von Risiken*, 2001a sowie Gleißner, W.: *Wertorientierte Analyse der Unter-*

nehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, 2002). Um die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung bestimmen zu können, sind Risikoaggregations-Verfahren erforderlich, die mehr leisten, als identifizierte und bewertete Risiken einfach zu addieren. Mithilfe solcher Risikoaggregations-Verfahren ist es auch möglich, die Angemessenheit der Rating-Einstufung durch die Hausbank gemäß Basel II, die sich letztlich auch auf einen Vergleich des Gesamtrisikoumfangs und der Risiko-Tragfähigkeit eines Unternehmens stützt, kritisch zu hinterfragen (vergleiche hier Gleißner, W./Füser, K.: *Leitfaden Rating*, 2. Auflage, 2003).

Eine Voraussetzung für die Bestimmung des Gesamtrisikoumfangs mittels Risikoaggregation stellt die Verbindung von Risiken und Unternehmensplanung dar (siehe Abbildung 7). Jedes Risiko wirkt auf eine Position der Plan-Erfolgsrechnung (GuV) und kann dort Planabweichungen verursachen. Dabei können Risiken beispielsweise als Schwankungsbreite um einen Planwert modelliert werden (zum Beispiel +/- 10 Prozent Absatzmenschwankung). Zudem können jedoch auch ereignisorientierte Risiken (wie zum Beispiel eine Betriebsunterbrechung durch Feuer) einbezogen werden, die in das außerordentliche Ergebnis einfließen. Ein Blick auf die

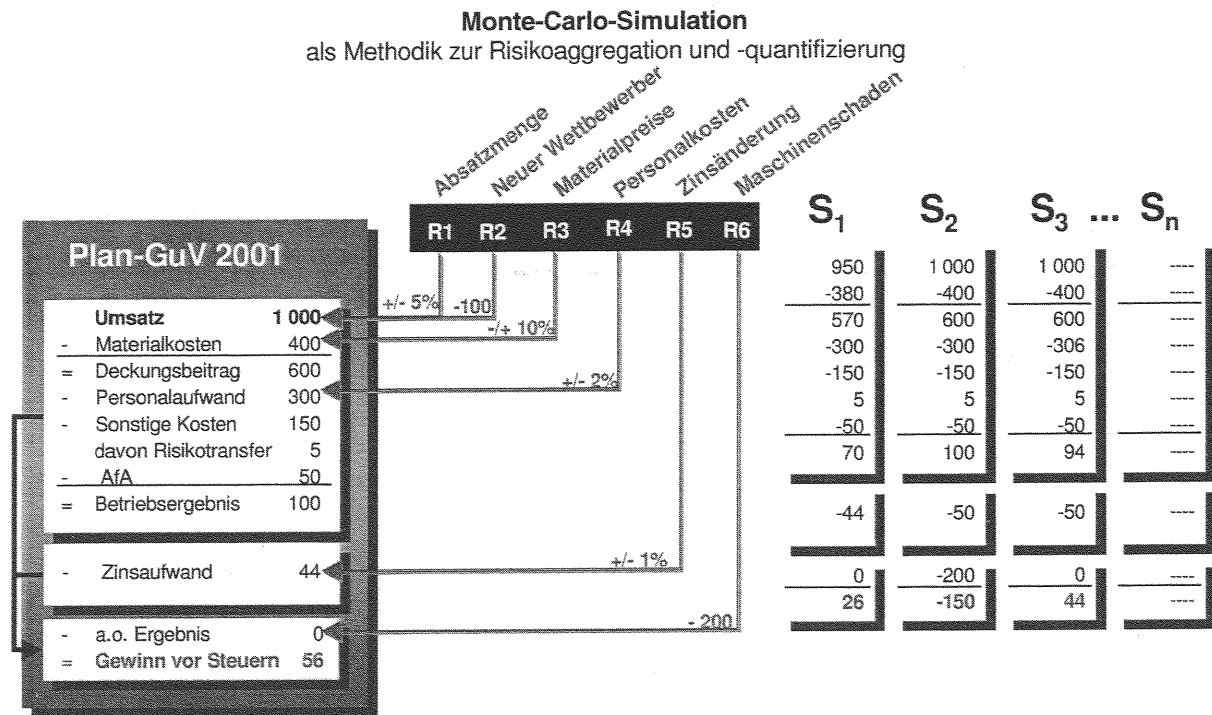


Abbildung 7: Integration der Risiken in die Unternehmensplanung⁵⁾

5) Quelle: RMCE RiskCon GmbH & Co. KG.

verschiedenen Simulationsläufe (S_1 bis S_n) veranschaulicht, dass sich bei jedem Simulationslauf andere Kombinationen von Ausprägungen der Risiken ergeben. Damit erhält man jeweils (unter Berücksichtigung von Wechselwirkungen (Korrelationen) zwischen den Risiken) einen simulierten Wert für die betrachtete Zielgröße (zum Beispiel Gewinn oder Cash Flow). Die Menge aller Simulationsläufe liefert eine »repräsentative Stichprobe« aller möglichen risikobedingten Zukunftsszenarien des Unternehmens, die dann analysiert wird. Aus den ermittelten Realisationen der Zielgröße (zum Beispiel Gewinn) ergeben sich aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilungen (Dichtefunktionen).⁶⁾

Ausgehend von der durch die Risikoaggregation ermittelten Verteilungsfunktion der Gewinne kann man unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf (RAC) des Unternehmens schließen. Zur Vermeidung einer Überschuldung wird nämlich, wie erwähnt, zumindest soviel Eigenkapital benötigt, wie auch Verluste auftreten können, die dieses aufzehren. Analog lässt sich der Bedarf an Liquiditätsreserven unter Nutzung der Verteilungsfunktion der Zahlungsflüsse (freie Cash Flows) ermitteln. Schließlich können Kennzahlen wie die Eigenkapitaldeckung, also des Verhältnisses von verfügbarem Eigenkapital zu risikobedingtem Eigenkapitalbedarf, abgeleitet werden. Der Eigenkapitalbedarf steht zudem als Kennzahl für die oben erläuterte Ableitung von Kapitalkostensätzen und anderen Erfolgs-Kennzahlen, die Ertragsstärke und Risiko miteinander verbinden, zur Verfügung.

$$1. \text{ Sharpe-Ratio} = \frac{\text{EBIT} - R_0 \times \text{CE}}{\sigma_{\text{EBIT}}}$$

$$2. \text{ RORAC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{RAC}}$$

$$3. \text{ RORACE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{RAC} + \text{CE}}$$

Das Sharpe-Ratio ist der Quotient aus Betriebsergebnis (abzüglich der Verzinsung des eingesetzten Kapitals (CE) mit einem risikolosen Zins) zum zugehörigen Risiko, nämlich der zufallsbedingten Schwankung dieses Betriebsergebnisses (seiner Standardabweichung σ). Bei den beiden anderen

6) Im Unterschied zur Kapitalmarkttheorie für vollkommene Märkte (zum Beispiel CAP-Modell) sind hier systematische und unsystematische Risiken relevant, was zum Beispiel durch Konkurskosten zu begründen ist; vergleiche auch zum Beispiel Amit R./Wernerfelt, B.: *Why Do Firms Reduce Risk?*, 1990 und Hommel, U./Pritsch, G.: *Hedging im Sinne des Aktionärs*, S. 672–693, 1997.

Kennzahlen wird EBIT (Betriebsergebnis) als Ertragsmaß in Relation zum Eigenkapitalbedarf (RAC) gesetzt (RORACE = Return on Risk Adjusted Capital Employed).

Anwendung: Wertbeitrag der Risikobewältigung und integrierte Unternehmenssteuerungssysteme

Die Risiken lassen sich in der Praxis einer wertorientierten Unternehmensführung leicht bei Entscheidungen berücksichtigen, was Abbildung 8 für die Beurteilung des Wertbeitrags einer Risikobewältigungsmaßnahme (zum Beispiel einer Versicherung) zeigt.

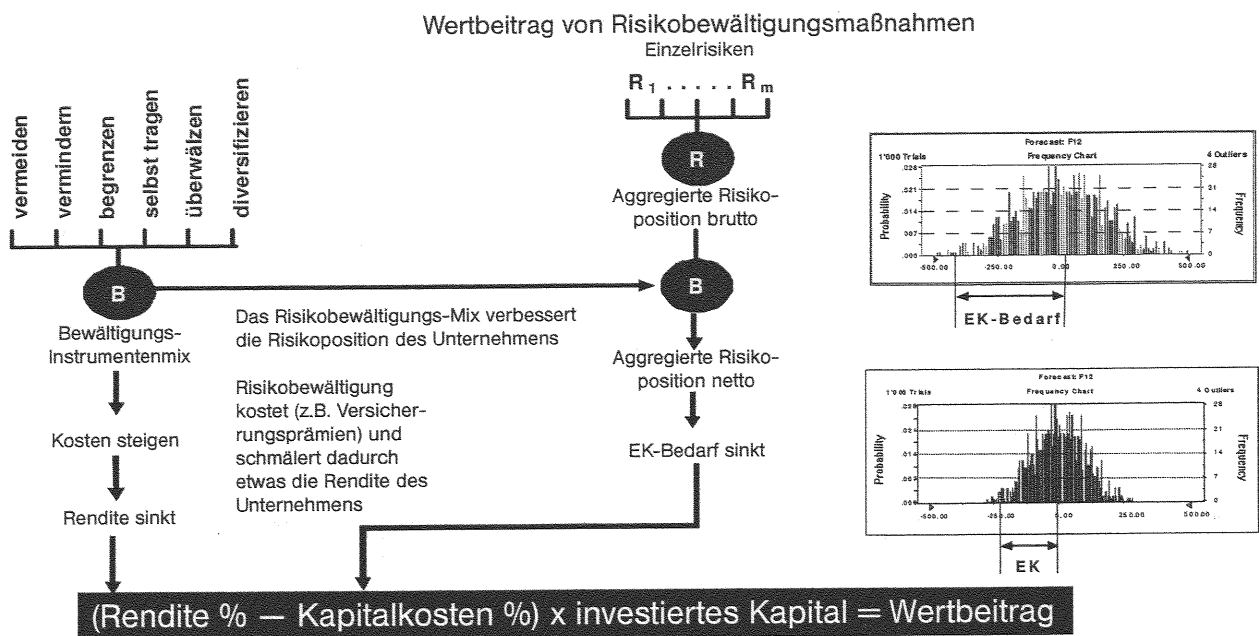


Abbildung 8: Der Wertbeitrag von Risikobewältigungsmaßnahmen⁷⁾

Als weitere Herausforderung im wertorientierten Management stellt sich die Verknüpfung der verschiedenen existierenden Managementsysteme (wie die Balanced Scorecard, Risikomanagement und operative Planung) dar. Ziel ist es, das traditionelle Controlling um Erkenntnisse des Risikomanagements zu erweitern, um die Planungssicherheit zu beurteilen.

7) Quelle: RMCE RiskCon GmbH & Co. KG.

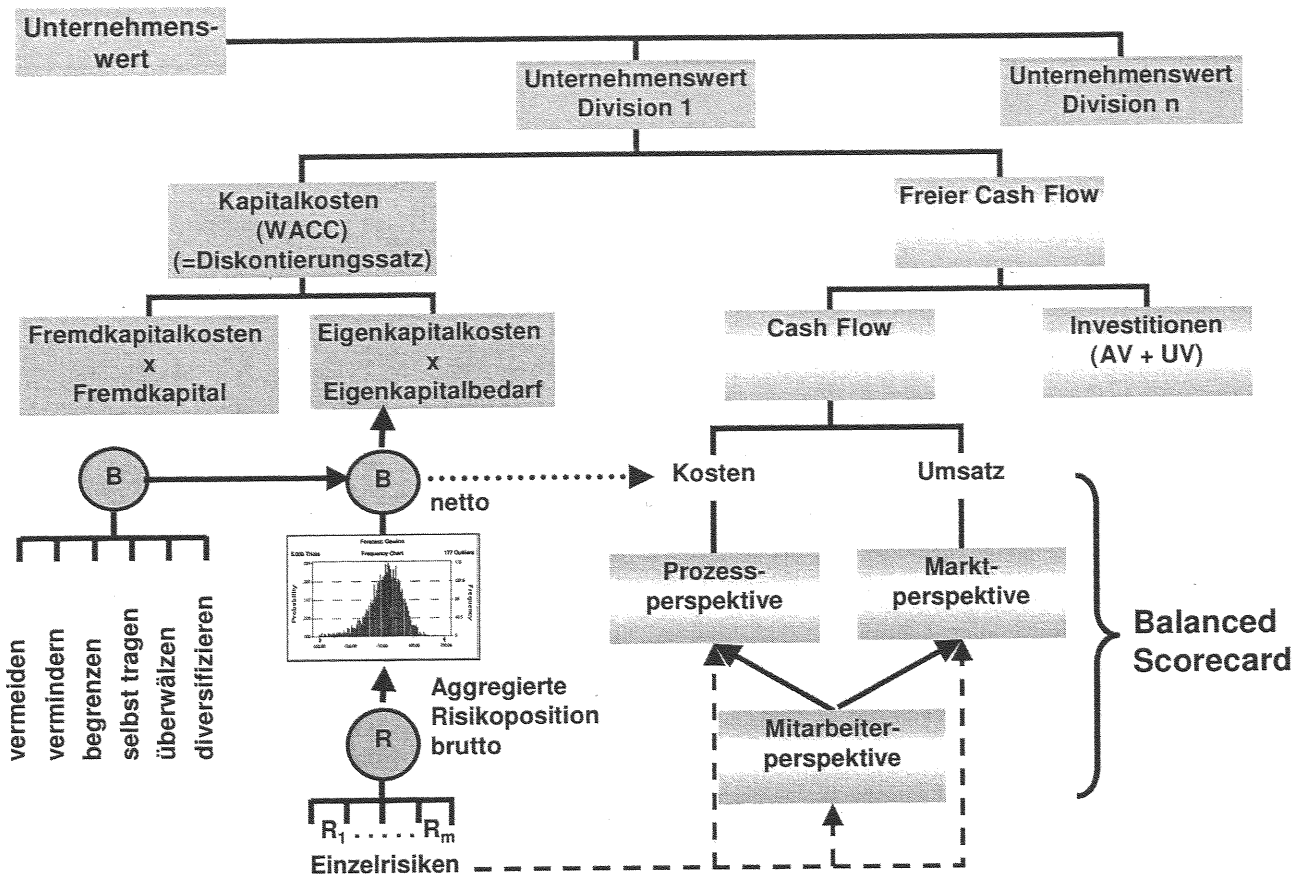


Abbildung 9: Integration von Balanced Scorecard und Risikomanagement⁸⁾

Abbildung 9 zeigt, wie Risikomanagement einerseits (in der Abbildung links unten) und die Balanced Scorecard andererseits (in der Abbildung rechts unten) in einem wertorientierten Steuerungssystem verbunden sind. Ein solches integriertes wertorientiertes Steuerungssystem stellt eine wertorientierte strategische Planung auf eine fundierte Datengrundlage. Die Kennzahlen der Balanced Scorecard werden für die Erklärung und Steuerung des Cash Flows genutzt und die Risikoaggregation dient der Abschätzung des zur Risikodeckung erforderlichen Eigenkapitalbedarfs und damit der Kapitalkostensätze.

Zudem ermöglicht es die Zuordnung von Risiken zu strategischen Kennzahlen, die Ursachen von Planabweichungen bei der Umsetzung einer Unternehmensstrategie (mittels Balanced Scorecard) transparent zu machen, und die Verantwortlichkeit von Planabweichungen richtig zuzuordnen (vergleiche Konzept der FutureValueTM Scorecard als Weiterentwicklung der

8) Quelle: RMCE RiskCon GmbH & Co. KG.

traditionellen Balanced Scorecard, in: Gleißner, W.: *FutureValue*, 2004, S. 258–281 sowie zu den Grundlagen: Kaplan, R.S./Norton, D.P.: *Balanced Scorecard*, 1997).

Zusammenfassung und Ausblick

Für eine fundierte Bewertung alternativer unternehmerischer Maßnahmen ist die Rendite allein als Erfolgsmaßstab untauglich. Grundsätzlich ist es erforderlich, neben der Betrachtung der Wirkung auf die Rentabilität auch die Wirkungen auf den Risikoumfang und damit den Eigenkapitalbedarf und den Kapitalkostensatz zu erfassen. Damit bietet es sich an direkt den Wertbeitrag von verschiedenen unternehmerischen Maßnahmen (zum Beispiel alternativen Strategien oder Risikobewältigungsmaßnahmen) zu bestimmen.⁸⁾ Diese Nutzung des Unternehmenswertes als Erfolgsmaßstab ist ein Grundgedanke des wertorientierten Managements. Größtes Problem ist heute noch die Bestimmung der Kapitalkostensätze, die den Risikoumfang widerspiegeln, und die Mindesthöhe für eine angemessene Rendite angeben.

Risiken beeinflussen die Kapitalkostensätze (Diskontierungszinssätze) von Unternehmen und damit den Unternehmenswert. Genau wie die Optimierung der Umsätze und das Kostenmanagement gehört damit das Risikomanagement zu denjenigen Aktivitäten, die zu einer Steigerung des Unternehmenswertes und damit zum Unternehmenserfolg maßgeblich beitragen.

Der wichtigste Schritt für die Weiterentwicklung von wertorientierten Steuerungssystemen einerseits und Risikomanagementsystemen andererseits ist somit die Ableitung fundierter Kapitalkostensätze. Methodisch ist dies ein durchaus mit überschaubarem Arbeitsaufwand lösbares Problem.

Die heute vorhandenen wertorientierten Managementsysteme – zum Beispiel der EVA-Ansatz – können in ihrer Leistungsfähigkeit ohne größere konzeptionelle »Umbauarbeiten« in ihrer Leistungsfähigkeit erheblich gesteigert werden. Der Schlüssel dazu ist die Fundierung der Kapitalkostensätze auf Basis der Informationen des Risikomanagements. Die hierfür erforderliche Verbindung von wertorientierten Managementsystemen und Risikomanagement (Risikoaggregation) ist auch durch IT-Systeme relativ einfach möglich. Die Palette reicht dabei von Zusatzsoftware zu Excel (zum Beispiel ChrystalBall oder @Risk) über spezielle Standardsoftware für die Risikoaggregation (zum Beispiel Risiko-Kompass) bis hin zur speziellen

9) Vergleiche zum Beispiel Rappaport, A.: *Shareholder Value*, S. 91–118, 1999.

Business-Intelligence-Lösung, die die übliche Funktionalität von ERP-Systemen ergänzt (zum Beispiel MIS Risk Management^{powered by RMCE}).

Das Risikomanagement kann und muss sich zu einem Eckpfeiler des wertorientierten Managements entwickeln. Nur integrierte wertorientierte Steuerungskonzepte – unter Einbeziehung von Risikoinformationen – ermöglichen das Abwägen von erwarteten Erträgen und der mit ihnen verbundenen Risiken. Genau die Möglichkeit dieser Abwägung durch einen risikoabhängigen Erfolgsmaßstab, den Unternehmenswert, ist einer der grundlegenden Vorteile eines wertorientierten Managements.

Literatur

- Amit R./Wernerfelt, B. Why do Firms Reduce Risk?, in: *Academy of Management Journal*, S. 520–533, 1990.
- Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. *Unternehmenswert, Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*, Campus, Frankfurt am Main 1993.
- Franke, G./Hax, H. *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, Springer, Berlin/Heidelberg 2004.
- Gleißner, W. Identifikation, Messung und Aggregation von Risiken, in: Gleißner, W./Meier, G. (Hrsg.): *Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel*, Gabler, Wiesbaden 2001a.
- Gleißner, W. Wertorientierte strategische Steuerung, in: Gleißner, W./Meier, G. (Hrsg.): *Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel*, Gabler, Wiesbaden 2001b.
- Gleißner, W. Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: *Finanzbetrieb*, 7–8/2002.
- Gleißner, W. *Future Value – 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung*, Gabler, Wiesbaden 2004.
- Gleißner, W./Berger, T. Die Ableitung von Kapitalkostensätzen aus dem Risiko-Inventar eines Unternehmens, in: *UM – Unternehmensbewertung und Management*, 4/2004.
- Gleißner, W./Füser, K. *Leitfaden Rating*, 2. Auflage, Vahlen, München 2003.
- Günther, T. *Unternehmenswertorientiertes Controlling*, Vahlen, München 1997.
- Hommel, U./Pritsch, G. Hedging im Sinne des Aktionärs, in: *DBW Die Betriebswirtschaft*, 57, 5, S. 672–693, 1997.
- Kaplan, R. S./Norton, D. P. *Balanced Scorecard*, Schäffer Poeschel, Stuttgart 1997.

- Küting, K./Heiden, M./
Lorson, P. Neuere Ansätze der Bilanzanalyse – Externe unternehmenswertorientierte Performancemessung, in: *BBK*, Beilage zu Heft 1/2000.
- Nippel, P. Zirkularitätsproblem in der Unternehmensbewertung, in: *BfuP*, 3/99, S. 333–347. 1999.
- Pfennig, M. Shareholder Value durch unternehmensweites Risikomanagement, in: Johannig, L./Rudolph, B.: *Handbuch Risikomanagement*, S. 1295–1332, Uhlenbruch Verlag, 2000.
- Rappaport, A. *Shareholder Value*, Schäffer Poeschel, Stuttgart 1999.
- Schierenbeck, R./
Lister, Michael *Value Controlling*, Oldenbourg, München 2002.
- Shleifer, A. *Inefficient Markets*, Oxford University Press, 2000.