

Veröffentlicht in

“DSWR”

Heft 1-2/2000

“Risikomanagement als integraler Bestandteil der
wertorientierten Unternehmensführung”

Seite 6-10

Mit freundlicher Genehmigung der DSWR-Redaktion,
Verlag C. H. Beck, München
(<http://www.beck.de>)

DR. WERNER GLEISNER UND GÜNTER MEIER

■ Risikomanagement als integraler Bestandteil der wertorientierten Unternehmensführung

Strategische und operative Risiken erkennen, bewerten und überwachen heißt, der Planung und den Gewinnchancen eine reale Grundlage geben. Dies bedeutet mehr als die Sicherung des Fortbestands des Unternehmens. Es stellt eine reale Wertsteigerung dar.



Durch das Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Mai 1998 wird die Einrichtung eines Risikomanagementsystems 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.

Risikomanagement 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 nahelegend, die „Pflicht“ des KonTraG – bei vertretbarem Mehraufwand – mit der „Kür“ eines wertorientierten, strategischen Risikomanagements 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 Risikomanagement zum unverzichtbaren Bestandteil jeder strategischen Unternehmensführung.

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 Planzahlen sind mit Unsicherheit behaftet. Die Gefahr, 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 nicht gegeben ist. Damit ein Geschäftsfeld oder eine Investition einen positiven Beitrag zum Unternehmenswert leisten, ist es erforderlich, dass ihre Rendite größer ist als ihre risikoabhängigen Kapitalkosten [2]. Der Wertbeitrag einer Unternehmensaktivität lässt sich dabei mit dem Economic Value Added (EVA) in Abhängigkeit der Differenz von Rendite und Kapitalkosten angeben:

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

Finanziert werden eine Investition oder ein Geschäftsfeld mit Eigen- und Fremdkapital. Die Kapitalkosten ergeben sich daher als Mittelwert der Fremdkapitalkosten k_f (Darlehenszinssatz) und der 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):

$$\text{WACC} = (1-s) \times \text{FK} \times k_f + \text{EK} \times k_e$$

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 Risikomanagements in eine wertorientierte Unternehmensführung erfordert. 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 unten die Methode der Risikoaggregation). Eine Möglichkeit der Bestimmung der Eigenkapitalkosten k_e bietet das „Capital-Asset-Pricing-Modell“ von *Sharpe*:

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

Dabei drückt β das „systematische Risiko“ aus, also die Wirkungen allgemeiner, nicht unternehmensspezifischer Einflüsse auf die Rentabilität (zum Beispiel Konjunktur- und Zinsentwicklung). Ein β von 1 bedeutet 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 (Portfeuille) – zu beseitigen ist. Aber 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:

Eigenkapitalkosten

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

Fremdkapitalkosten

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

Durchschnittliche Gesamtkapitalkosten =
 $0,5 \times 13,5\% + 0,5 \times 6,5\% = 10\%$

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

Risikoaggregation als Basis einer wertorientierten Unternehmensführung

Ein systematischer und praktischer Ansatz für ein Risikomanagementkonzept sollte folgende Elemente umfassen:

- Risikoanalyse,
- Risikoaggregation und Kapitalkosten,
- Risikobewältigung,
- organisatorische Gestaltung von Risikomanagementsystemen und Monitoring.

Risiken sind dabei die aus der Ungewissheit der Zukunft resultierenden, durch „zufällige“ Störungen verur-

sachten Gefahren, Ziele zu verfehlen (Risiken als „Streuung“ um einen Erwartungs- oder Zielwert). Risiken entsprechen somit mathematisch weitgehend der Standardabweichung der betrachteten Zielvariable (also zum Beispiel der Eigen- oder Gesamtkapitalrendite). Alternativ oder zumindest ergänzend kann man Risiken auch als sogenannten Value-at-Risk – eine Art „wahrscheinlicher Höchstschaten“ – 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%) nicht überschritten wird.

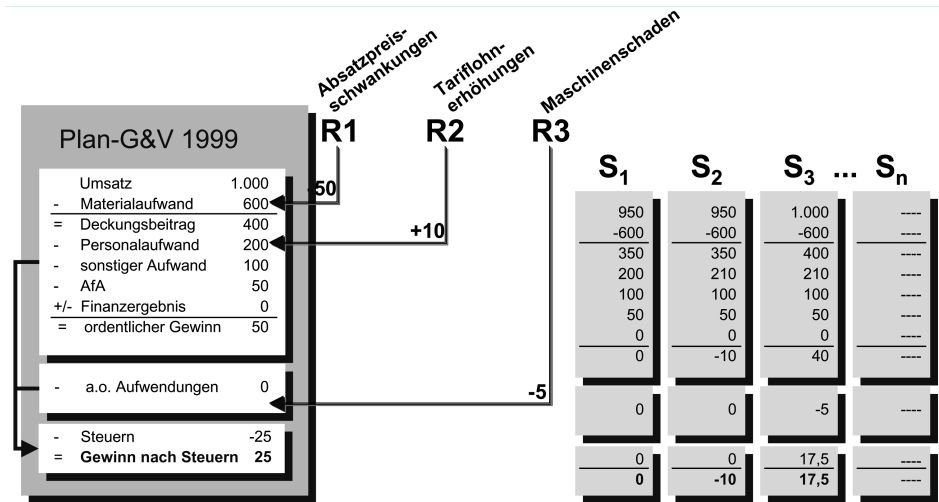
Risikoanalyse

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.

Perspektiven

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



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.

Risikoaggregation und Kapitalkosten

Zielsetzung der Risikoaggregation ist die auf die Risikoanalyse aufbauende Bestimmung des Gesamtrisikoumfangs („Risk exposure“) der Unternehmen 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-G&V) integriert, was die Verbindung zwischen Risikomanagement und „traditioneller“ Unternehmensplanung ermöglicht.

Das geeignetste Verfahren zur Risikoaggregation stellt die Risikosimulation („Monte-Carlo-Simulation“) dar (vgl. Abb. 1). 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 werden 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 Wahrschein-

lichkeitsverteilungen. Aus diesen kann der Value-at-Risk als ein Höchstschaden, der mit beispielsweise 95%iger Wahrscheinlichkeit 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 (= Value-at-Risk; „Risikokapital“) berechnen lässt. Diese Kennzahlen können dann beispielsweise in eine Balanced Scorecard [6] 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.

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 „gefährlichen“ 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 Risikomanagement 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.

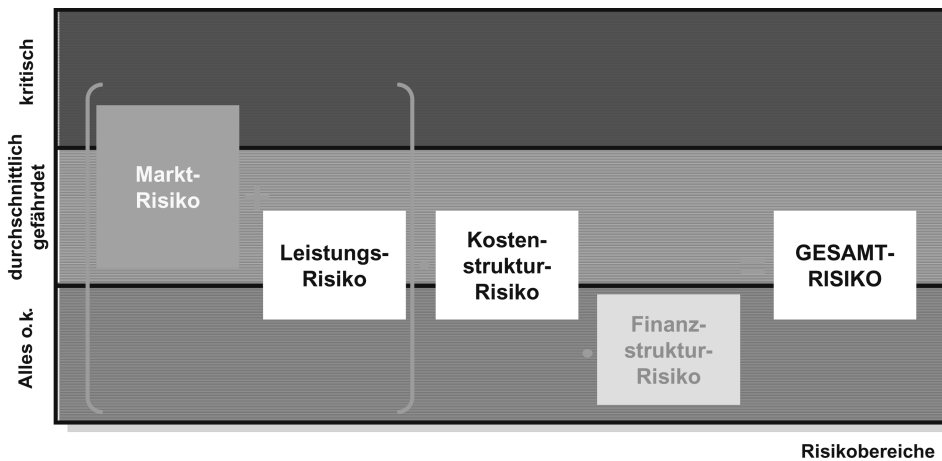


Abb. 2: Fundamentale Gleichung des Risikomanagements

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

Organisatorische Gestaltung von Risikomanagementsystemen und Monitoring

Wirksames Risikomanagement 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 Risikomanagementsystem hat daher durch organisatorische Regelungen – insbesondere durch eine klare Verantwortungszuordnung – sicherzustellen, dass Risiken frühzeitig identifiziert und regelmäßig bewertet werden [7]. Außerdem sind für ein Risikomanagementsystem, das den Vorschriften des KonTraG entspricht [8], die Berichtswege zu Vorstand und Aufsichtsrat festzulegen.

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

- Risikopolitik und Limitsystem,
- Verantwortlichkeiten im Risikomanagement,
- Prozess der Risikoidentifikation,
- Prozess der Risikobewertung und Risikoüberwachung,
- Berichtswesen.

Strategisches Risikomanagement: Markt- und Leistungsrisiken bestimmen die angemessene Kosten- und Finanzierungsstruktur

Das strategische Risikomanagement 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 (vgl. oben), was ebenfalls nicht im Sinn einer wertorientierten Unternehmensführung ist. Die folgende vereinfachte Darstellung erläutert den Zusammenhang zwischen Unternehmensrisiko – speziell Umsatzenschwankungen 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.

Marktrisiko

Primärer Ausgangspunkt der unternehmerischen Risiken ist insbesondere der (Absatz-)Markt, weil die zukünftigen Umsätze nicht sicher bekannt

sind. Je unsicherer die zukünftigen Umsätze prognostizierbar sind (in der Regel also, wenn sie sehr stark schwanken), desto höher ist das Marktrisiko. Konjunktur- oder modeabhängige Branchen und solche ohne langfristige 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 der Grundlage des Porter'schen Modells der Wettbewerbskräfte, weil Änderungen der Wettbewerbskräfte besonders gravierende Marktrisiken darstellen.

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.

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 Anteil fixer, also umsatzunabhängiger Kosten, ist, desto gefährlicher ist ein Umsatzrückgang.

Finanzstrukturrisiko („Financial Leverage“)

Die Auswirkungen der Gewinnschwankungen auf die Rentabilität des Unternehmens (bzw. auf den Unternehmenswert) hängen von der Kapitalbindung und der Finanzierungsstruktur ab. Bei einer geringen Eigenkapitalquote (zu Marktpreisen) 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 [9]. Letztendlich ist auch die Bestimmung der angemessenen Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens – und damit der Kapitalkosten – nur möglich, wenn man

Markt- und Leistungsrisiken kennt. Traditionelle Methoden der Jahresabschlussanalyse und der Bonitätsprüfung mittels Ratingsystemen können dies nicht leisten.

Steigerung des Unternehmenswertes als Ziel

Eine moderne, wertorientierte Unternehmensführung fördert die bewusste Auseinandersetzung mit strategischen und operativen Risiken. Risikomanagement soll unternehmerische Initiativen, Innovationen und Wachstum nicht verhindern, sondern mit-helfen, Gewinnpotenziale realistisch einzuschätzen und zu realisieren. Ein derart verstandenes Risikomanagement 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 – Ein Expertensystem für strategische Kompetenz und Entscheidungsfindung, Seite 72–82 und Seite 136–140, Wiesbaden 1999.
- [4] Vgl. Amit, R./Wernerfelt, B., Why Do Firms Reduce Risk?, in: Academy of Management Journal, Vol. 33, Seite 520–523, 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. Füser, K./Gleißner, W./Meier, G., Risikomanagement (KonTraG) – Erfahrungen aus der Praxis, in: Der Betrieb, 15/1999, Seite 753–758.
- [8] Siehe hierzu nachfolgenden Beitrag „Neuerungen des KonTraG und des KWG“, Seite 11 ff.

[9] Für weitere Maßnahmenvorschläge vgl. Checkliste zum strategischen Risikomanagement, in: Gleißner, W., Faustregeln für Unternehmer – Ein Expertensystem für strategische Kompetenz und Entscheidungsfindung, Abschnitt 3.1, Wiesbaden 1999.

Die Autoren

Dr. Werner Gleißner ist geschäftsführender Gesellschafter der WIMA Gesellschaft für angewandte Betriebswirtschaft mbH, Leinfelden-Echterdingen; Günter Meier ist geschäftsführender Gesellschafter der Günter Meier & Cie., Nürnberg. Beide Autoren sind Partner im RMCE Risk Management CompetenceCenter Europe.