

Veröffentlicht in
Der CreditManager
Nr. 4/2005

“Wertorientierte Unternehmensführung –
und die Konsequenzen für das Kreditrisikomanagement“

S. 28-30

Mit freundlicher Genehmigung der
CM-Redaktion, Verein Credit Management, Kleve

(www.credit-manager.de)

Wertorientierte Unternehmensführung – und die Konsequenzen für das Kreditrisikomanagement

Teil 1

Das Paradigma der Wertorientierung

Gemäß dem Paradigma der wertorientierten Unternehmensführung ist es das Ziel jedes Unternehmens, das Vermögen der Eigentümer nachhaltig zu erhöhen. Während dies für börsennotierte Unternehmen schon allein auf Grund des Zwangs zur Kapitalbeschaffung unstrittig ist, gilt diese Zielformulierung natürlich für eigentümergeführte Unternehmen weniger stark. Dennoch sollten sich auch diese Unternehmen an den gleichen Erfolgsmaßstäben orientieren und auf diese Weise regelmäßig den Erfolg der eigenen Strategie überprüfen.

Die Vorteile eines wertorientierten Managements werden zunehmend auch von mittelständischen Unternehmen erkannt: Die konsequente Zukunftsorientierung, die Nachvollziehbarkeit (von Erfolg oder Misserfolg) und insbesondere die durchgängige Berücksichtigung von Risiken machen den Unternehmenswert zu einem aussagefähigen Erfolgsmaßstab. Er erlaubt, den Erfolg von Geschäftsbereichen zu vergleichen und unternehmerische Handlungsalternativen hinsichtlich ihrer erwarteten Erträge und der damit verbundenen Risiken gegeneinander abzuwägen. Da die Kapitalanleger risikoavers sind, werden sie ein risikoreicheres Unternehmen nur dann so hoch bewerten wie ein risikoärmeres, wenn die Erträge höher sind. Damit wird ein vielerorts noch vernachlässigtes Risikomanagement zum zentralen Baustein einer wertorientierten Unternehmensführung.

Diese Entwicklung wird auch durch den so genannten Basel II-Akkord, der die Kreditvergabe der Banken

zukünftig vom Rating abhängig machen wird, getrieben und unterstreicht die Bedeutung eines wertorientierten Managements auch im Mittelstand. Unternehmen mit einem hohen Wert in Relation zum Fremdkapital werden es nämlich zukünftig besonders leicht haben, Kredite für die Finanzierung von Wachstum oder Investitionen zu erhalten (Merton-Modell).

Strategischer Ansatz

Das FutureValue™-Konzept ist ein Beispiel für einen durchgängigen strategischen Unternehmensführungsansatz, der bewährte betriebswirtschaftliche Instrumente einbezieht (vgl. Abb. 1 und Gleißner, 2004). Der FutureValue™-Ansatz ist wertorientiert, weil die langfristigen Zukunftsperspektiven des Unternehmens ebenso betrachtet werden wie die damit verbundenen Risiken. Erkenntnisse aus Risikomanagement und Rating sind im FutureValue™-Ansatz vollständig integriert, was

traditionelle strategische Unternehmensführungsansätze bisher nicht gewährleisten. Dies erlaubt eine Betrachtung der gewählten Unternehmensstrategie auch aus der Perspektive der Gläubiger (Rating) und entwickelt die Fähigkeiten im Unternehmen weiter, bei strategischen Entscheidungen die jeweils erwarteten Erträge und die damit verbundenen Risiken gegeneinander abzuwägen.

Ausgangspunkt der Entwicklung einer wertorientierten Strategie sind Vision, Ziele und Werte der Unternehmer. Um Erfolg zu haben, das heißt die Ziele zu erreichen, bedarf es einer Strategie, die auf bekannten Ursachen für Erfolg aufbaut. Deshalb sollten zunächst alle diese in der Branche potenziell relevanten Erfolgsfaktoren (z. B. Innovation, Qualität, Einkaufsmacht) und ihre Abhängigkeiten zusammengefasst werden („Geschäftslogik“). Anschließend sollten die für das Unternehmen interessanten Märkte hinsichtlich ihrer Attraktivität (z. B. Wachstum)

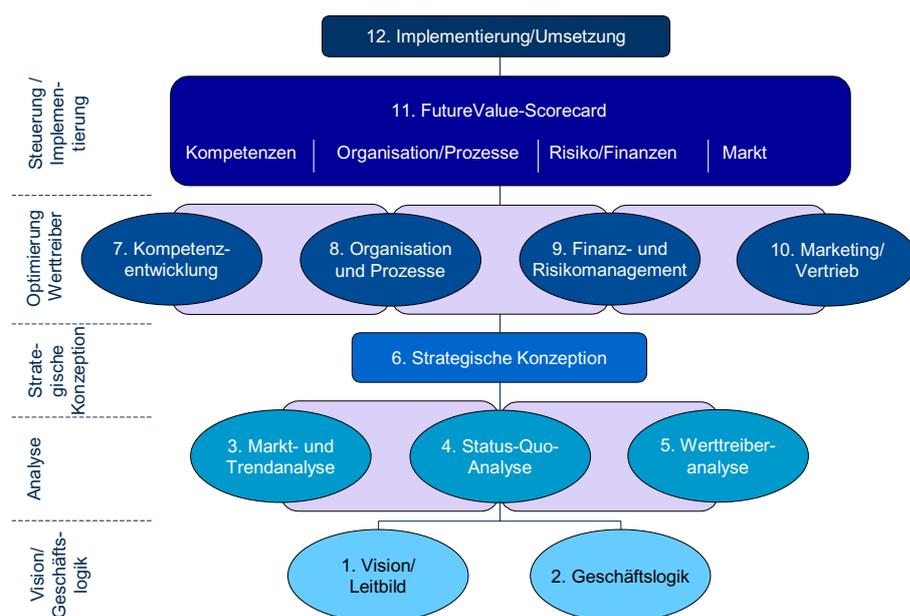


Abb 1.: Der FutureValue™-Ansatz

beurteilt werden. Die jeweils relevanten Zukunftstrends sollten dann hinsichtlich der zukünftigen Kompetenzerfordernissen diskutiert werden. Danach sind die Stärken und Schwächen des eigenen Unternehmens zu beurteilen. Dies erfordert die Einschätzung der Erfolgsfaktoren wie der Wettbewerbsvorteile (z. B. Preis, Service oder Image), der internen Stärken und Schwächen (z. B. Arbeitsproduktivität) und der besonderen Kompetenzen eines Unternehmens.

Operative Werttreiber

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 ab (vgl. Gleißner, 2004).

Basierend auf diesen Informationen kann die Strategie mit den größten Erfolgsaussichten abgeleitet werden. Um zwischen möglichen Strategievarianten auswählen zu können, benötigt man einen klar messbaren „Erfolgsmaßstab“. Sinnvoll ist dabei ein Maßstab, der die erwarteten Erträge und die unvermeidlichen Risiken gegeneinander abwägt, also vor allem der Unternehmenswert. Durch geeignete Software – wie dem „FutureValue™-Strategie-Navigator“¹ – können die Konsequenzen einer Strategie (oder Investition) für die zukünftigen Umsätze, Kosten und Gewinne simuliert werden. So wird die Unternehmensstrategie unmittelbar mit der operativen Unternehmensplanung verbunden und – quasi auf Knopfdruck – werden die Wirkungen bestimmter Strategien für den Erfolg (Unternehmenswert) und auch das Rating berechnet.

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 Unternehmenswerts führen, also eine Rendite erwarten lassen, die über dem (risikoabhängigen) Kapitalkostensatz liegt.

Ihre Umsetzung erfolgt durch die klare Ableitung strategischer Ziele (Kennzahlen) mit Maßnahmen, Risiken und Verantwortlichkeiten in einer Balanced Scorecard, wie sie z. B. im „FutureValue™-Strategie-Navigator“ integriert ist.

Zusammenfassend kann man die wichtigsten **Kernthesen des Paradigmas der Wertorientierung** in Anlehnung an den FutureValue™-Unternehmensführungsansatz wie folgt formulieren:²

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 Cashflow (DfCF), der von Wachstum, Rentabilität und Kapitalkosten (Risiko) abhängig ist.
3. Marktattraktivität, Marktführerschaft, Prozess-Effizienz und verteidigungsfähige Kernkompetenzen sind die entscheidenden Erfolgsfaktoren.
4. Die Unternehmensstrategie regelt und koordiniert alle Aktivitäten der langfristigen Erfolgsicherung, 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 bezüglich ihrer Wirkung auf den Unternehmenswert konsequent 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.

Methodische Grundlagen der Unternehmensbewertung

Grundlage jedes wertorientierten strategischen Managements ist die Definition eines präzisen Wertmaßstabs. Grundsätzlich benötigt man für die Berechnung des Unternehmenswertes (UW) eine Prognose aller zukünftigen freien Cashflows und eine Quantifizierung der Risiken, um damit den Kapitalkostensatz bestimmen zu können.

Mit diesem Kapitalkostensatz werden – wie schon erwähnt – die entsprechenden freien Cashflows risikoadäquat abgezinst, um deren Gegenwartswert (Kapitalwert) zu berechnen. Damit beruht die grundsätzliche Definition des Unternehmenswerts auf folgender Gleichung:

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

Der freie Cashflow (fCF) ist dabei definiert als EBIT (Betriebsergebnis) nach unternehmensbezogenen Steuern zuzüglich nichtzahlungswirksamer Aufwendungen (insbesondere Abschreibungen und Veränderungen bei langfristigen Rückstellungen) minus sämtlichen Investitionen in (betriebsnotwendige) Sachanlagen und Working Capital. Beim freien Cashflow wird also berücksichtigt, dass ein gewisser Teil der Gewinne für Investitionen im Unternehmen verbleiben

¹ www.Strategie-Navigator.de

² Vgl. Gleißner/Weissman (2001).

CM Background



Dr. Werner Gleißner,
Vorstand FutureValue Group AG
und Geschäftsführer
RMCE RiskCon GmbH,
Leinfelden-Echterdingen und Nürnberg

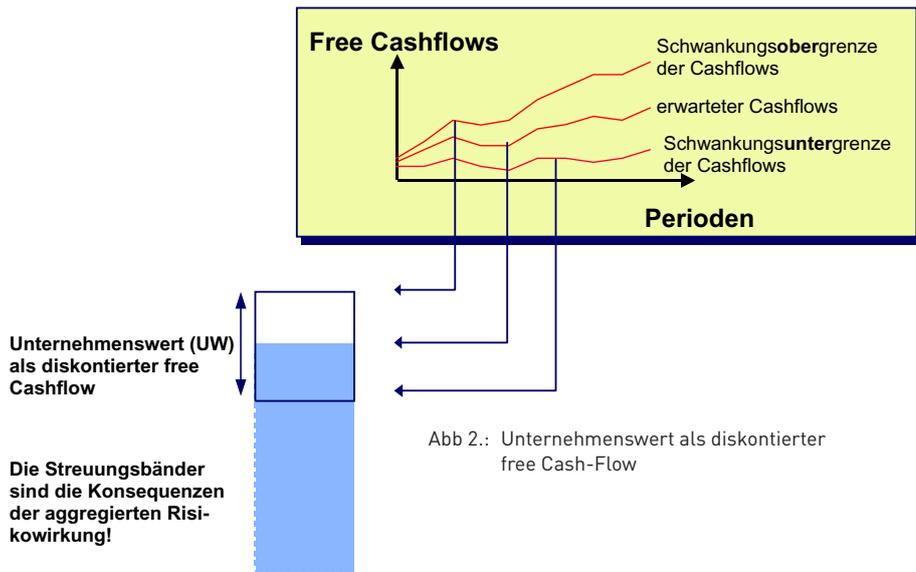


Abb 2.: Unternehmenswert als diskontierter free Cash-Flow

muss, um die Erträge langfristig zu sichern. Die dafür notwendigerweise aufzuwendenden Finanzmittel stehen den Kapitalgebern nicht zur Verfügung.

Mit vereinfachenden Zusatzannahmen wie einem erwarteten konstanten Ertragsniveau vereinfacht sich diese Formel erheblich. Der statische Ertragswert errechnet sich damit als (normalisiertes) gegenwärtiges Ertragsniveau nach Steuern, dessen Erwartungswert als zukünftig konstant angesehen wird, geteilt durch die gewichteten Kapitalkosten (WACC) des Unternehmens, abzüglich des Marktwerts des (Netto-) Fremdkapitals (FK_M).

$$\text{statischer Ertragswert} = \frac{EBIT(1-s)}{WACC} - FK_M$$

Aus der oben angeführten Definition des Unternehmenswerts lassen sich unmittelbare Konsequenzen für die wertorientierte Unternehmenssteuerung ableiten.

Theoretisch kann man nämlich erst durch die Ableitung der erwarteten Wirkung bestimmter Maßnahmen auf den Ertrag (free Cashflows) und das Risiko eine fundierte Beurteilung vornehmen. Grundsätzlich zeigen sich somit vier maßgebliche Hebel (die Werttreiber) zur Steigerung des Unternehmenswerts, wobei die beiden ersten zusammen die Gewinne (bzw. die Gewinnentwicklung) determinieren:

- 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 (und damit von Eigenkapitalbedarf und Kapitalkosten).

Betrachtet man ein Unternehmen als Ganzes, erkennt man, dass es unterschiedliche Ansatzpunkte für eine wertsteigernde Erhöhung der Cashflows oder eine Senkung der risikoabhängigen Kapitalkosten gibt. Grundsätzlich bietet es sich an, zunächst über eine Verbesserung der strategischen Ausrichtung einen Wertbeitrag zu generieren, da an dieser Stelle oftmals der größte Hebel zu finden ist.

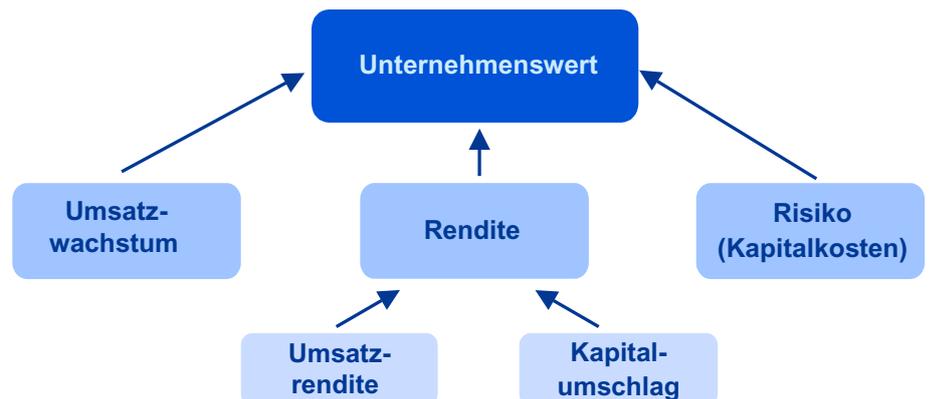


Abb 3.: Determinanten des Unternehmenswerts (Quelle: FutureValue Group AG)

Fortsetzung nächste Ausgabe

Wertorientierte Unternehmensführung – und die Konsequenzen für das Kreditrisikomanagement Teil 2

Wertorientierte Unternehmensführung, Kapitalkostensätze und Risikomanagement

In der Praxis der Unternehmensbewertung bestehen die größten Schwierigkeiten und Ermessensspielräume bei der Einschätzung der Kapitalkostensätze (Diskontierungszinsen). Entsprechend weisen auch die heute implementierten wertorientierten Steuerungssysteme (EVA®-Modelle) immer noch fast durchgängig eine gravierende Schwäche auf: Die grundsätzlich erforderlichen Kapitalkostensätze (Diskontierungszinssätze als Mindestrenditeanforderungen) sind bisher nur wenig fundiert.

Offensichtlich müssten die risikobehängigen Kapitalkostensätze (WACC) vom tatsächlichen Risikoumfang eines Unternehmens (und damit von der Planungssicherheit der bei der Unternehmensbewertung unterstellten zukünftigen Erträge bzw. Cash-Flows) abhängig sein. Genau diese Informationen sollte eine Risikoanalyse (bzw. das Risikomanagement) bereitstellen. Die Ableitung der Kapitalkostensätze aus Kapitalmarktdaten (wie den Beta-Faktor im Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM)) ist wenig überzeugend. Unter den vielfältigen Kritikpunkten solcher Kapitalmarktmodelle zur Herleitung von Kapitalkostensätzen ist besonders ein Problem augenfällig: Das CAPM unterstellt effiziente Kapitalmärkte, in denen alle Kapitalmarktakteure die Risikosituation des Unternehmens genauso gut kennen wie die Unternehmensführung selbst. Diese Annahme ist sicherlich unzutreffend. Offenkundig ist es sinnvoll, von der Annahme auszugehen, dass das Unternehmen selbst seine Risikosituation (und erst recht die möglichen Veränderungen der Risikosi-

tuation durch geplante Aktivitäten) besser einschätzen kann als der Kapitalmarkt. Daher sollten Unternehmen die Kapitalkostensätze für ihre wertorientierten Steuerungssysteme auf der Basis der Erkenntnisse des Risikomanagements ableiten.

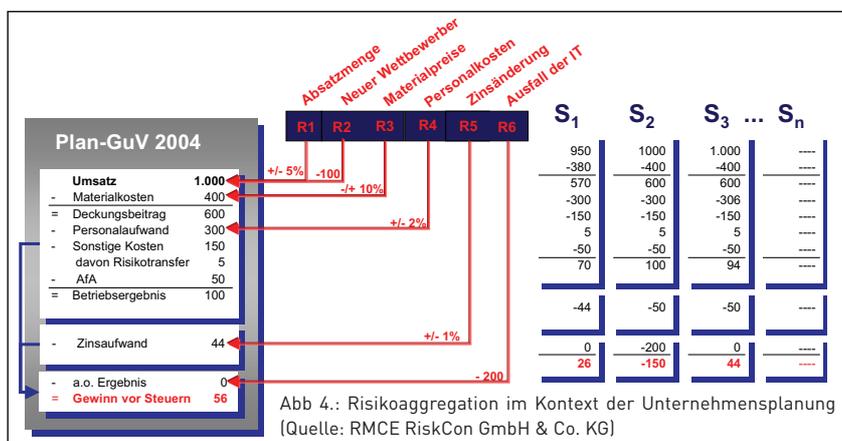
Der wichtigste Schritt für die bessere Fundierung von Unternehmenswerten und die Weiterentwicklung wertorientierter Steuerungssysteme einerseits und eine risikoadäquate Unternehmensbewertung andererseits ist somit die Ableitung fundierter Kapitalkostensätze. Methodisch ist dies ein durchaus mit überschaubarem Arbeitsaufwand lösbares Problem. Mit Hilfe so genannter Risikoaggregationsverfahren wird der Gesamtrisikoumfang eines Unternehmens bestimmt. Dabei werden die identifizierten und bewerteten Risiken in den Kontext der Unternehmensplanung gestellt und als Ursache für mögliche Planabweichungen interpretiert (vgl. Abb. 4 sowie für eine mögliche Softwarelösung: www.risiko-kompass.de). Mit Hilfe von Simulationsverfahren wird eine große, repräsentative Stichprobe möglicher risikobedingter Zukunftsszenarien des Unternehmens berechnet und analysiert.

Diese Zukunftsszenarien erlauben es, den Bedarf an (teurem) Eigenkapital zur Verlustabdeckung zu ermitteln, indem aus der Bandbreite der Verteilungsfunktion der Gewinne auf den realistischen risikobedingten Maximalverlust geschlossen wird.

Im nächsten Rechenschritt sind nur noch die gewichteten Kapitalkostensätze in Abhängigkeit des risikobedingten Eigenkapitalbedarfs (nicht des bilanziellen Eigenkapitals oder des Marktwerts des Eigenkapitals) zu berechnen.

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

Die Wirkungskette wird somit unmittelbar deutlich: Eine Reduzierung des Risikoumfangs (z. B. durch Abschluss einer Versicherung) wirkt unmittelbar auf die Höhe des zur Verlustdeckung nötigen Eigenkapitals, was wiederum – Eigenkapital ist teuer – einen sinkenden Kapitalkostensatz bewirkt. Jede Maßnahme kann nun einerseits hinsichtlich der Auswirkungen auf die erwarteten Erträge und andererseits hinsichtlich der Auswirkungen auf den Risikoumfang



beurteilt werden und damit (über die Höhe der Kapitalkostensätze) auch hinsichtlich der Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

3. Die Bedeutung des Kreditrisikomanagements für die wertorientierte Unternehmensführung

Das Kreditrisikomanagement spielt im Rahmen der hier vorgestellten wertorientierten Unternehmensführungsansätze eine nicht zu unterschätzende Rolle. Denn das Kreditrisikomanagement hat Einfluss auf mehrere der oben genannten Werttreiber. Evident ist die Wirkung auf den Risikoumfang. Durch leistungsfähige Risikobeurteilung (potenzieller) Kunden, eine restriktive Kreditrisikopolitik und eine kontinuierliche Überwachung bestehender Debitorenpositionen kann der Gesamtrisikoumfang gesenkt werden.

Die Wahrscheinlichkeit und der Umfang (die Volatilität) von Ergebnisschwankungen infolge eines De-

bitorenausfalls werden reduziert. Der damit reduzierte Gesamtrisikoumfang (und der niedrigere Eigenkapitalbedarf) führen tendenziell zunächst zu besseren Fremdkapitalkonditionen, weil die Wahrscheinlichkeit negativer Auswirkungen auf die Finanzkennzahlen im Rating, die die Kreditkonditionen maßgeblich bestimmen, reduziert wird. Der Gesamtrisikoumfang (bzw. der Eigenkapitalbedarf) bestimmt darüber hinaus – wie oben erläutert – in unvollkommenen Märkten auch den gesamten Kapitalkostensatz und damit den Unternehmenswert. Ein besseres Kreditrisikomanagement führt nämlich, über eine Reduzierung des Bedarfs an teurem Eigenkapital, zu einem steigenden Unternehmenswert, wenn man nicht – wie in der traditionellen Kapitalmarkttheorie vollkommener Märkte – lediglich so genannte „systematische“ (unternehmensübergreifende) Risiken (zu denen das Risiko der Forderungsausfälle ja nicht gehört), als für den Unternehmenswert maßgeblich betrachtet.

Auch die Rentabilität und sogar das Wachstum, also die beiden weiteren wesentlichen Werttreiber, werden durch das Kreditrisikomanagement beeinflusst. Die Reduzierung des durchschnittlichen Umfangs der Forderungsausfälle führt (ceteris paribus) zu höheren erwarteten Erträgen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass das Kreditrisikomanagement die Ertragssituation eines Unternehmens nicht nur über die Höhe der Forderungsausfälle beeinflussen kann. Durch die Vorabbeurteilung der Bonität potenzieller Kunden beeinflusst das Kreditrisikomanagement nämlich offensichtlich auch das gesamte Geschäftsvolumen, die Auswahl von Kunden und damit den Gesamtertrag aus den Kundenbeziehungen. Ein wertorientiertes Kreditrisikomanagement muss daher grundsätzlich die aus seiner Kundenbeziehung erwarteten Erträge gegen die dort zu sehenden (Bonitäts-)Risiken (Adressausfallrisiko) abwägen.

Fortsetzung nächste Seite



Prof. Schumann GmbH
Innovative Informationssysteme

Kreditmanagement mit System

Sichern Sie Ihre Zukunft, indem Sie

- Kreditlimite risikogesteuert vergeben,
- ein effizientes Frühwarnsystem aufbauen,
- Ihre Prozesse beschleunigen.

Erreichen Sie so

- eine Senkung Ihrer Forderungsausfälle,
- eine Verringerung Ihrer Außenstandsdauer,
- eine Erhöhung Ihrer Liquidität,
- eine Verbesserung Ihres Unternehmensergebnisses.

Sprechen Sie mit uns – wir gestalten Ihren Erfolg!

Prof. Schumann GmbH – moderne und professionelle Lösungen zu fairen Preisen

www.prof-schumann.de ♦ info@prof-schumann.de ♦ Tel. (0551) 383 15-0



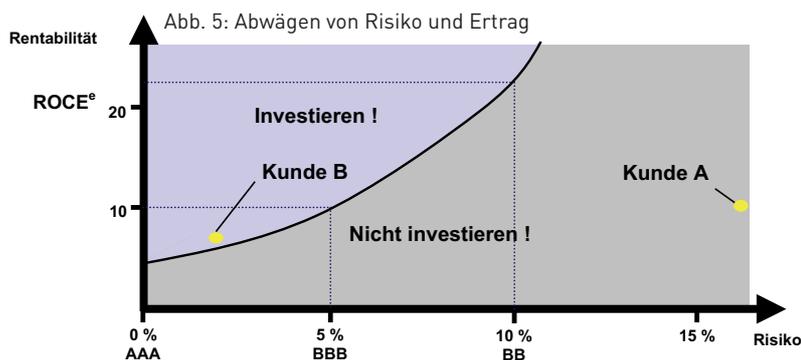
CAM



CM Background

Ein zu restriktives Kreditrisikomanagement behindert Ertragsmöglichkeiten (Chancen) und hat dann negative Auswirkungen auf den Werttreiber „Rentabilität“. Speziell die Vorgabe einer „Mindestbonität“ von Kunden, die unabhängig von den mit diesen Kunden zu erwartenden Erträgen ist, kann aus der Perspektive eines wertorientierten Unternehmensführungsansatzes nicht sinnvoll sein. Auch hohe Risiken durch den möglichen Ausfall von Forderungen sind bei einer Kundenbeziehung akzeptabel, wenn diesen noch größere erwartete Erträge gegenüberstehen und das Unternehmen die erforderliche Risikotragfähigkeit (Eigenkapital) aufweist.

Insgesamt muss sich ein wertorientiertes Kreditrisikomanagement seiner erheblichen Bedeutung für den Unternehmenswert bewusst sein. Wertorientiertes Kreditrisikomanagement muss seine Aufgabe im Hinblick auf den Beitrag zum Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab sehen – und nicht in der Minimierung von Forderungsausfällen. Der Unternehmenswert ist abhängig von den zukünftig erwarteten Erträgen und den damit verbundenen Risiken (dem Kapitalkostensatz). Entsprechend muss ein wertorientiertes Kreditrisikomanagement bei seinen Entschei-



dungen und Regelungen immer auf einen Vergleich der erwarteten Erträge mit den Risiken aus jeder einzelnen Kundenbeziehung abzielen. In einem wertorientierten Unternehmensführungsansatz gibt es damit auch keine Interessenkollision zwischen Kreditrisikomanagement und Verkauf.

Wenn sich beide für die Steigerung des Unternehmenswerts engagieren, werden sie jeweils das gleiche Kalkül bei der Beurteilung eines Kunden zugrunde legen. Möglicherweise hat der Vertrieb dabei bessere Informationen über die erwarteten Erträge eines Kunden, während das Kreditrisikomanagement die mit diesem Engagement verbundenen Risiken besser einschätzen kann. Durch das enge Zusammenspiel im Interesse des gemeinsamen Ziels, des Unternehmenserfolgs (gemessen durch den Unternehmenswert) kann das Kreditrisikomanagement seinen Platz

in einem wertorientierten Unternehmensführungsansatz beanspruchen. Der Schlüssel für die Entwicklung eines wertorientierten Kreditrisikomanagements ist die Einsicht, dass die alleinige Minimierung der Forderungsausfälle keine sinnvolle Zielsetzung darstellt. Wertorientiertes Kreditrisikomanagement setzt bei zwei Werttreibern an: beim Risiko und eben bei den erwarteten Erträgen gleichermaßen.



Dr. Werner Gleißner,
Vorstand FutureValue Group AG
und Geschäftsführer
RMCE RiskCon GmbH & Co. KG,
Leinfeld-Echterdingen und Nürnberg

Alles für den richtigen Kunden

Erfolgreiche Unternehmen konzentrieren sich auf die Kunden (und schenken ihnen einen Großteil an Zuwendung und Aufmerksamkeit), die die erbrachte Leistung fair und gerecht honorieren – und bezahlen!

In den vergangenen Jahren hat sich in der Managementdiskussion ein erstaunlicher Wandel vollzogen. Während die 80er und 90er Jahre (bis etwa 1995) durch Markt- und Kundenorientierung dominiert wurden, stand plötzlich unter dem

Schlagwort des Shareholder-Value das Anlegerinteresse im Mittelpunkt. Natürlich muss sich ein Unternehmen darauf ausrichten, seinen Vermögenswert zu verbessern. Doch bei der gegenwärtigen Diskussion wedelt ein bisschen der Schwanz mit dem Hund. Um Unternehmenswert zu schaffen, gibt es nur eine wesentliche Voraussetzung: Das Unternehmen muss bei seinen Kunden besser positioniert sein als der Wettbewerb. Die folgende Abbildung zeigt den Zusammenhang:

