

Veröffentlicht in

RISKNEWS

Heft 4/2005

“Immer auf Kurs - Wertorientierte Unternehmensführung:
Risikomanagement, Strategie und Controlling verbinden“

S. 27-37

Mit freundlicher Genehmigung der
Der RISKNEWS-Redaktion, Wiley-VCH Verlag, Weinheim
(www.risknews.de)



CHARLES CHESE
A. A. ROCHELLE
1708

SUNFLOWER

Choctaw Bend
Gladston
Maritime
Landing
Choctaw

Helena
Swain
Elizabeth
Melina

Immer auf Kurs

Wertorientierte Unternehmensführung: Risikomanagement, Strategie und Controlling verbinden

Wertorientiertes Management zeichnet sich durch seine Orientierung am langfristigen Erfolg und die Berücksichtigung von Risiken durch die Unvorhersehbarkeit der Zukunft aus. Ein so verstandenes wertorientiertes Management findet man häufig auch bei mittelständischen Unternehmen – allerdings ohne, dass diese ihre Unternehmensführung zwingend mit „wertorientiert“ beschreiben würden. Unternehmensziele, wie ein „nachhaltiges profitables Wachstum“ sind jedoch eng mit dem Unternehmenswert verwandt.

Alle wertorientierten Unternehmensführungsansätze zeichnen sich durch einen klar definierten Erfolgsmaßstab aus. Sie verbinden also immer ein Management-Leitbild (für die Gestaltung und Planung des Unternehmens) mit einem Erfolgsmaßstab (Performance Measurement). Darüber hinaus sollten sie gewährleisten, dass – basierend auf einer fundierten Situationsanalyse – eine wertsteigernde Strategie abgeleitet wird, die operative Maßnahmen als Konsequenz hat und so Erfolgspotenziale ausbaut. Die Risiko-Politik, die beispielsweise Obergrenzen (Limiter) für Risiken fixiert, ist Teil einer solchen Strategie. Schließlich sollte eine wertorientierte Unternehmensführung ein Steuerungssystem (wie etwa 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 Tätigkeit zählen. Welcher Geschäftsbereich eines Unternehmens war am erfolgreichsten? War das Unternehmen im aktuellen Geschäftsjahr erfolgreicher als im Vorjahr? Wird eine Investition einen Beitrag zum nachhaltigen Erfolg des Unternehmens leisten? 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 Er-

folg überhaupt gemessen wird. Die Rendite ist dabei kein alleine sinnvoller Erfolgsmaßstab. Ob beispielsweise acht Prozent erwartete Rendite „gut“ oder „schlecht“ sind, hängt vom dabei eingegangen Risiko ab.

Gerade bei der Beurteilung alternativer Strategien ist immer zu bedenken, dass diese durchaus mit unterschiedlichen Risiken verbunden sein können. So ist etwa eine Marktdurchdringungsstrategie meist weniger risiko-behaftet 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 einen Vergleich allein anhand der zukünftig erwarteten Erträge oder Renditen 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 (vgl. Abb. 1).

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 Abb. 1) für jedes Risiko eine zugehörige Mindestrendite an, wobei der „richtige“ Zusammenhang zwischen Rendite (Ertrag) und Risiko nicht einfach zu bestimmen ist.

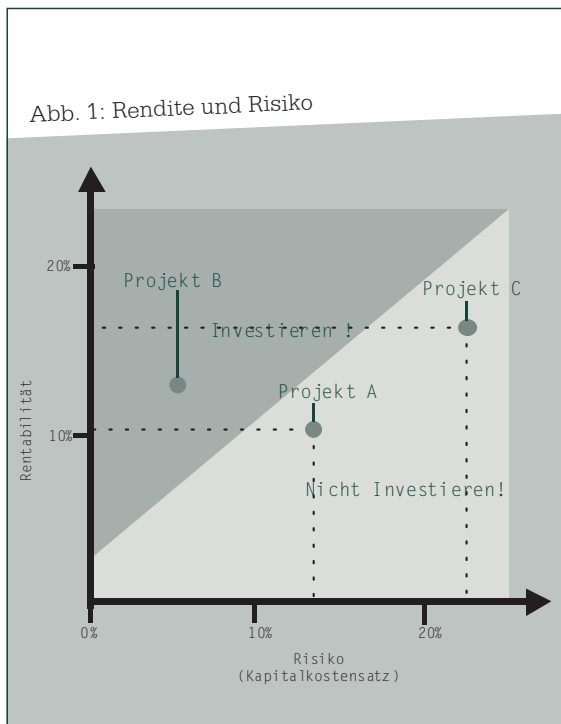
Am besten verwendet man als Entscheidungskriterium für die Auswahl einen Erfolgsmaßstab,



Autor

**Dr. Werner
Gleißner**

ist Geschäftsführer der
RMCE RiskCon GmbH &
Co. KG und Vorstand der
FutureValue Group AG,
Leinfelden-Echterdingen



der erwartete Rendite und Risiken in nachvollziehbarer Weise in einer Kennzahl verbindet. Der Unternehmenswert ist ein solcher Maßstab und berücksichtigt den Risiko-Umfang über den Kapitalkostensatz – also die Höhe des Zinssatzes, mit dem zukünftig erwartete Erträge auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst werden.

Unternehmenswert und der Werttreiber Kapitalkostensatz

Für die Bewertung eines Unternehmens ist die (unsichere) zukünftig erwartete Ertragslage maßgeblich. Grundsätzlich wird also für die Berechnung des Unternehmenswerts (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, Weighted Average Costs of Capital = gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten) werden die erwarteten zukünftigen freien Cash-Flows (fCF) risiko-adäquat abgezinst, um deren Gegenwartswert (Kapitalwert) zu berechnen [vgl. etwa Küting/Lorson 1997; Rappaport 1999; Copeland/Koller/Murrin 1990; Gleißner 2001].

Der freie Cash-Flow (fCF) ist dabei definiert als EBIT (Betriebsergebnis, also Gewinn vor Steuern und Zinsen) abzüglich unternehmensbezogenen Steuern zuzüglich nichtzahlungswirksamer Aufwendungen (insbesondere Abschrei-

bungen und Veränderungen bei langfristigen Rückstellungen) minus sämtliche Investitionen in (betriebsnotwendige) Sachanlagen und Working Capital. 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.

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

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

FK_M entspricht dem Fremdkapital zu Marktwerten.

Die Kapitalkosten ergeben sich als Mittelwert der Fremdkapitalkosten k_{FK} und der Eigenkapitalkosten k_{EK} , wobei die steuerlichen 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 [vgl. Nippel 1999] führen kann. Die Formel stellt sich wie folgt dar:

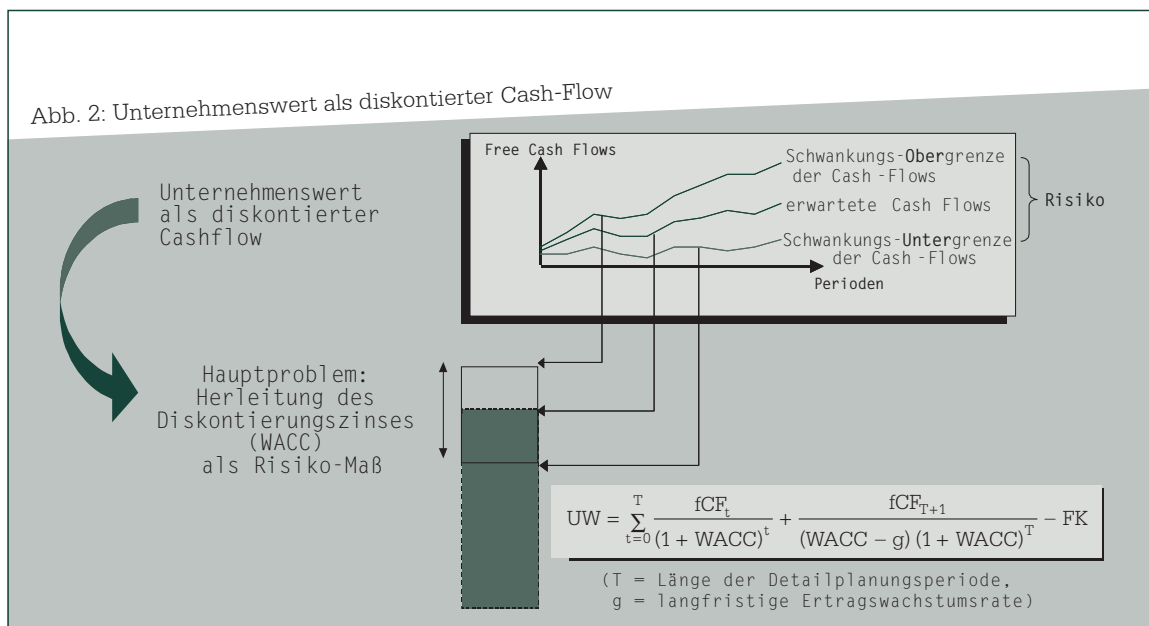
$$WACC = k_{EK} \times \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK} \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \times (1 - s)$$

Die Eigen-Kapitalkosten werden dabei meist mittels des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM) berechnet:

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

wobei r_0 der risiko-lose Zinssatz, r_m die erwartete Marktrendite für risiko-behaftetes Eigenkapital und β das Maß für das relative systematische (also unternehmensübergreifende) Risiko eines Unternehmens darstellt.

Mit sinnvollen ergänzenden Annahmen (etwa 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):



$$\text{Unternehmenswert} = \frac{EBIT^e}{\text{Kapitalkostensatz}} - \text{Bankverbindlichkeiten}$$

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 (Marktdurchdringung, Diversifikation etc.)
- Steigerung der Umsatzrentabilität (etwa durch Kostensenkung)
- Effizientere Kapitalnutzung (etwa Abbau von Vorräten)
- Reduzierung des Risikos (Senkung der Kapitalkostensätze etwa durch Versicherungen).

Gerade die Bestimmung des letzten Werttreibers stellt die Unternehmensführung jedoch vor die größten Herausforderungen und begründet die besondere Bedeutung des Risikomanagements im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung.

Anwendung: Vergleich alternativer Strategien

Mit dem Unternehmenswert als nachvollziehbarem Maßstab für Unternehmenserfolg ergibt sich ein grundlegender Vorteil für die praktische Unternehmenssteuerung: es besteht die Möglichkeit, verschiedene (strategische) Handlungsalternativen (Maßnahmenbündel) hin-

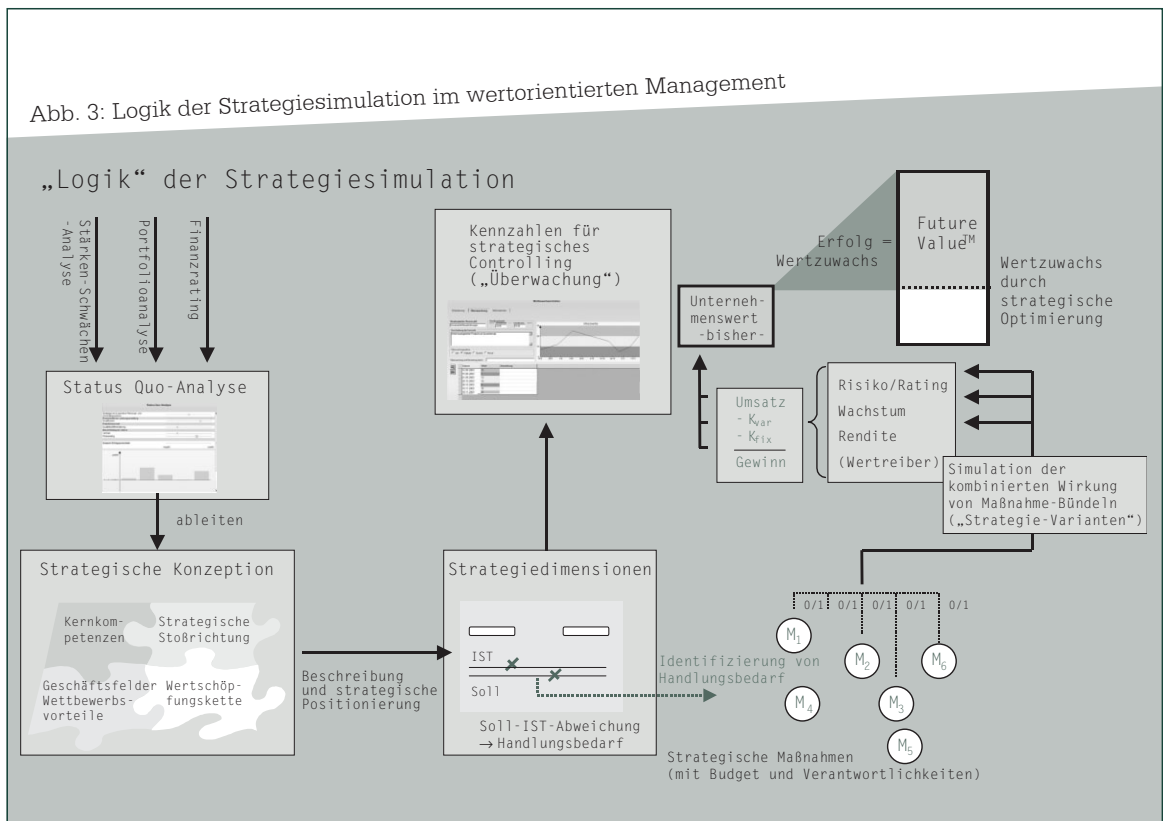
sichtlich ihrer erwarteten Erfolgswirkung (erwartete Rendite und Risiko) zu vergleichen, also erwartete Erträge und Risiken gegeneinander abzuwägen. Ein solcher Erfolgsmaßstab trägt damit zu einer Verbesserung von Transparenz, Diskussionsfähigkeit und letztlich Qualität unternehmerischer Entscheidungen bei. In Anbetracht der Unvorhersehbarkeit der Zukunft muss ein sinnvoller Erfolgsmaßstab den jeweiligen Grad dieser Unsicherheit – also das Risiko, das mit einer Entscheidung verbunden ist – mit in der Bewertung berücksichtigen. Wie erwähnt, erfüllt der Unternehmenswert diese Anforderung.

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. Abb. 4 verdeutlicht zusammenfassend das Vorgehen bei der Strategieentwicklung und Bewertung strategischer Handlungsoptionen in einem wertorientierten Managementansatz.

Man erkennt, dass zunächst durch eine Analyse der Unternehmenssituation und des Umfelds die wesentlichen Fundamente 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).

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 mit Hilfe zum Beispiel einer Balanced Scorecard einer kontinuierlichen Überwachung und Steuerung unterzogen. Dabei werden die strategischen Ziele jeweils durch geeignete Kennzahlen beschrieben, so dass 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 Risiko-Transferinstrumenten (wie Versicherungen). In der Praxis zeigt sich jedoch heute noch fast durchgängig ein gravierendes Problem: Die offenkundigen und entscheidungsrelevanten Risiken der zu vergleichenden

Handlungsalternativen (etwa unterschiedliche Strategien) werden nicht explizit analysiert und hinsichtlich ihrer Konsequenzen für den Kapitalkostensatz ausgewertet. Stattdessen wird der Kapitalkostensatz (Diskontierungszins) mehr oder weniger willkürlich festgesetzt oder überhaupt nicht in Abhängigkeit des Risiko-Umfangs differenziert. Eine solche fehlende Fundierung der Diskontierungszinssätze auf der Grundlage unternehmensinterner Risiko-Informationen macht ein wertorientiertes Management im eigentlichen Sinne unmöglich. Gerade der wesentlichste Vorteil wertorientierter Managementansätze – die Verbindung von Erträgen und Risiken in einem Erfolgsmaßstab – bleibt somit ungenutzt.

Die Herleitung risiko-abhängiger Kapitalkostensätze

Den wertorientierten Steuerungssystemen fehlt noch häufig eine klare Fundierung ihrer Kapitalkostensätze. Offensichtlich müssten die risiko-abhängigen Kapitalkostensätze (WACC) vom tatsächlichen Risiko-Umfang eines Unternehmens abhängig sein. Genau diese Informationen sollte das Risikomanagement bereitstellen.

Der häufig im wertorientierten Management anzutreffende „Umweg“ bei der Bestimmung der Kapitalkostensätze – nämlich über die aus-

schließliche Beschaffung von Kapitalmarktdaten – ist wenig überzeugend. Unter der vielfältigen theoretischen und empirischen Kritik an dem hier meist verwendeten Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) 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 Risiko-Situation des Unternehmens genau so gut einschätzen können, wie die Unternehmensführung selbst. Diese Annahme ist sicherlich nicht haltbar. Es ist sinnvoller anzunehmen, dass das Unternehmen selbst seine Risiko-Situation besser einschätzen kann als der Kapitalmarkt [vgl. Shleifer, 2000]. Es ergibt sich also eine „Informationsasymmetrie“. Diese besteht natürlich erst recht für die möglichen Veränderungen der Risiko-Situation durch geplante (!) Maßnahmen der Unternehmensführung, die oft nicht öffentlich kommuniziert wurden. Gerade bei kleinen und mittelständischen Unternehmen dürfte zudem eine Orientierung am Kapitalmarkt sowie so äußerst schwierig sein, weil eine Börsenbewertung fehlt.

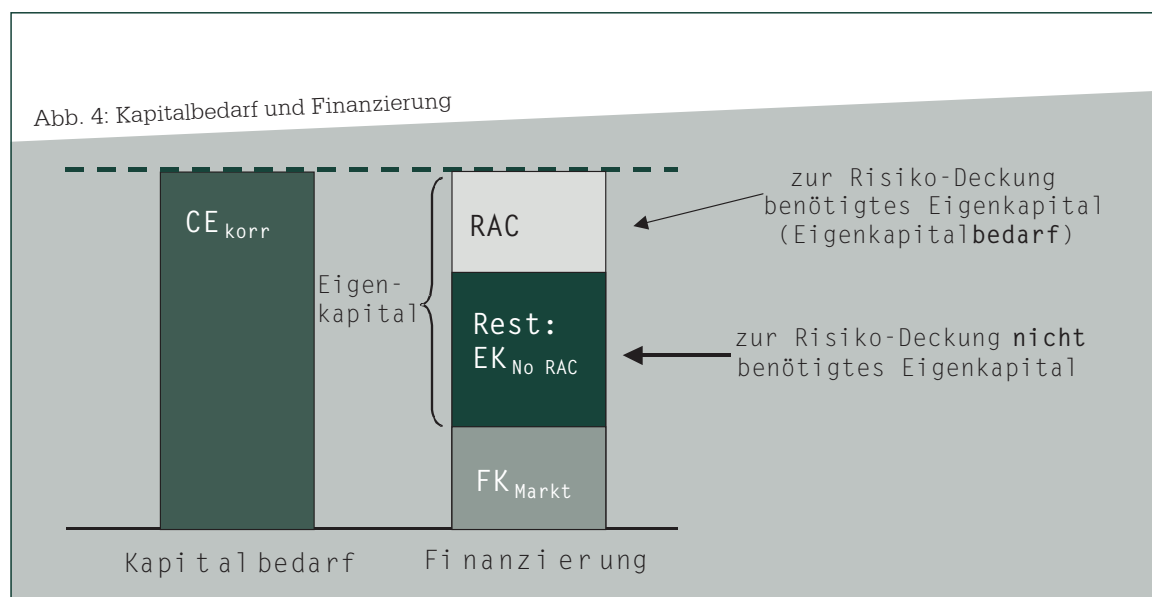
Auf Grund der bestehenden Informationsvorteile sollten Unternehmen daher die Kapitalkostensätze für ihre wertorientierten Steuerungssysteme auf der Grundlage der Erkenntnisse des Risikomanagements ableiten. Unternehmenswert (oder EVA) werden auf der Basis von Kapitalkostensätzen berechnet, welche die tatsächliche Risiko-Situation des Unternehmens widerspiegeln. Die Erkenntnisse des Risikoma-

agements fließen über den Weg der Kapitalkostensätze also unmittelbar in unternehmerische Entscheidungen ein. Erst auf diese Weise wird ein wirkliches Abwägen von erwarteten Erträgen und den damit verbundenen Risiken bei wichtigen Entscheidungen ermöglicht.

Für die Bestimmung eines geeigneten Kapitalkostensatzes bietet sich die schon vorgestellte Berechnung der WACC unter Verwendung unternehmensinterner Risiko-Daten an. Hier wird unterstellt, dass nur risiko-tragendes Eigenkapital auch eine Risiko-Prämie verdient (vgl. Abb. 4). 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 (beispielsweise aus dem angestrebten Rating abgeleiteten) Sicherheitsniveau lässt sich eine (weit gehende) Normierung für alle Unternehmen erreichen.

Mit der so genannten „Risiko-Aggregation“ kann man unmittelbar auf den risiko-bedingten 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.

Eine Voraussetzung für die Bestimmung des Gesamtrisikoumfangs mittels Risiko-Aggregation





stellt die Verbindung von Risiken und Unternehmensplanung dar. Jedes Risiko wirkt auf eine Position der Plan-Erfolgsrechnung (GuV) und kann dort Planabweichungen verursachen. Mittels Computersimulation erhält man eine repräsentative Stichprobe aller möglichen risiko-bedingten Zukunftsszenarien des Unternehmens, die dann analysiert wird. Aus den ermittelten Realisationen der Zielgröße (etwa dem Gewinn) ergeben sich aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilungen (Dichtefunktionen).

Ausgehend von der durch die Risiko-Aggregation ermittelten Verteilungsfunktion der Gewinne kann man unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf (RAC) des Unternehmens schließen. Zur Vermeidung einer Überschuldung wird nämlich – wie bereits erwähnt – zumindest soviel Eigenkapital benötigt, wie auch Verluste auftreten können, die dieses Eigenkapital 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 das Verhältnis von verfügbarem Eigenkapital zu risiko-bedingtem Eigenkapitalbedarf, abgeleitet werden. Der Eigenkapitalbedarf steht zudem als Kennzahl für die oben erläuterte Ableitung von Kapitalkostensätzen und anderen wertorientierten Kennzahlen zur Verfügung.

Bei dieser Betrachtung wird das einem Unternehmen insgesamt zur Verfügung stehende Eigenkapital gedanklich getrennt in einen risiko-tragenden Teil (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.

Der Kapitalkostensatz berechnet sich nun auf der Basis des risiko-tragenden Eigenkapitalbedarfs wie folgt:

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

Die Einzelrisiken bestimmen den aggregierten Gesamtrisiko-Umfang 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 Risiko-Deckungspotenzial benötigt.

Der auf diese Weise ermittelte Kapitalkostensatz ($WACC^{ra}$) kann für die Bestimmung des Gesamtunternehmenswertes oder des Barwertes einer einzelnen Investition genutzt werden, indem die erwarteten Zahlungsströme mit dem jeweiligen risiko-adjustierten $WACC^{ra}$ diskontiert werden:

$$UW(\tilde{Z}) = \frac{E(\tilde{Z})}{1 + WACC^{ra}}$$

Der Wert des Eigenkapitals – hier vereinfacht dargestellt für eine Periode – errechnet sich durch Abzug des verzinnten Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert.

Ein Problem jeder risiko-orientierten Diskontierung besteht darin, dass bei negativen Erwartungswerten (hohen Risiken) dieses Vorgehen fehlerhafte Ergebnisse liefert [vgl. Spreemann 2004]. Das Sicherheitsäquivalent einer Zahlung mit negativem Erwartungswert bei Risiko-Aversion wird kleiner als der Erwartungswert sein, während sich bei einer Diskontierung mit einer positiven Risiko-Prämie ein Wert ergibt, der größer als der Erwartungswert ist. Alternativ dazu kann die Berechnung des Unternehmenswertes über das Sicherheitsäquivalent erfolgen. Der Eigenkapitalbedarf dient auch hier als Risiko-Maß und ersetzt einen risiko-adjustierten Eigenkapitalkostensatz. Eine Berechnung der WACC ist hier nicht notwendig [vgl. Gleißner 2005].

$$UW(\tilde{Z}) = \frac{SA(\tilde{Z})}{1 + r_0} = \frac{E(\tilde{Z}) - r_p \times EK^{Bedarf}}{1 + r_0}$$

Die Risiko-Prämie kann auch wie folgt dargestellt werden: die Ermittlung der Risiko-Prämie muss wie beschrieben aus realwirtschaftlichen Modellen basierend auf Fundamentaldaten gewonnen werden. In der Risiko-Prämie zeigt sich die Risiko-Präferenz, im risiko-losen Zinssatz r_0 die Zeitpräferenz.

Mit Hilfe solcher Risiko-Aggregationsverfahren ist es auch möglich, die Angemessenheit der Rating-Einstufung durch die Hausbank gemäß Basel II, die sich ja letztlich auch auf einen Vergleich des Gesamtrisiko-Umfangs und der Risiko-Tragfähigkeit eines Unternehmens stützt, kritisch zu hinterfragen [vgl. Gleißner/Füser 2003].

Wertbeitrag der Risiko-Bewältigung und integrierte Unternehmenssteuerungssysteme

Die Risiken sind sinnvoll in der wertorientierten Unternehmensführung zu berücksichtigen, was Abb. 5 für die Beurteilung des Wertbeitrags einer Risiko-Bewältigungsmaßnahme zeigt.

Als weitere Herausforderung stellt sich die Verknüpfung der verschiedenen Managementsysteme (wie die Balanced Scorecard, Risikomanagement und operative Planung) dar. Es gilt hier, das traditionelle Controlling um Erkenntnisse des Risikomanagements zu erweitern.

Abb. 6 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 die strategische Planung auf eine fundierte Datengrundlage. Die Kennzahlen der Balanced Scorecard werden für die Erklärung und Steuerung des Cash-Flows genutzt und die Risiko-Aggregation dient der Abschätzung des zur Risiko-Dekung erforderlichen Eigenkapitalbedarfs und der Kapitalkostensätze (Mindestrendite-Anforderung).

Zudem ermöglicht 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 [vgl. Gleißner 2004].

Gerade auch eine enge Verbindung zwischen operativem Controlling und Risk Management kann entscheidend dazu beitragen, die Idee eines integrierten wertorientierten Unternehmensführungsansatzes zu realisieren und dabei die Effizienz des Risikomanagements zu steigern. Das operative Controlling kann sehr leicht bestimmte Aufgaben des Risikomanagements mit übernehmen. So bietet es sich beispielsweise an, dass die bei jeder operativen Planung und Budgetierung erforderlichen Annahmen fixiert und dahingehend überprüft werden sollten, ob diese unsicher sind.

Das Auffinden einer unsicheren Planannahme ist immer als Identifikation eines Risikos zu interpretieren, das dem Risikomanagement verfügbar gemacht und beispielsweise im Risiko-Inventar erfasst werden sollte. Zudem ist es auch bei operativen Budgets möglich, den Verantwortlichen für eine Kostenstelle zum Risiko-Verantwortlichen (Risk-Owner) all derjenigen Risiken zu machen, die Budgetabweichungen verursachen können.

Schließlich bieten auch die im Controlling durchzuführenden Abweichungsanalysen interessante Erkenntnisse für ein integriertes Risikomanagement. Planabweichungen sollen

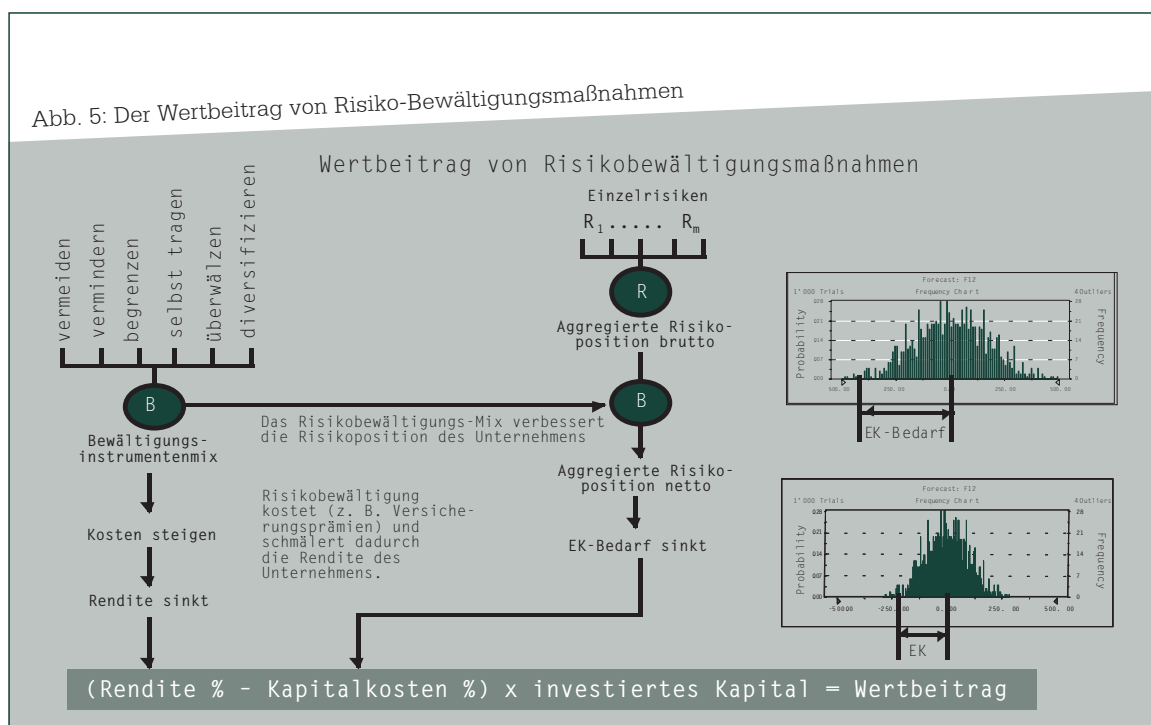
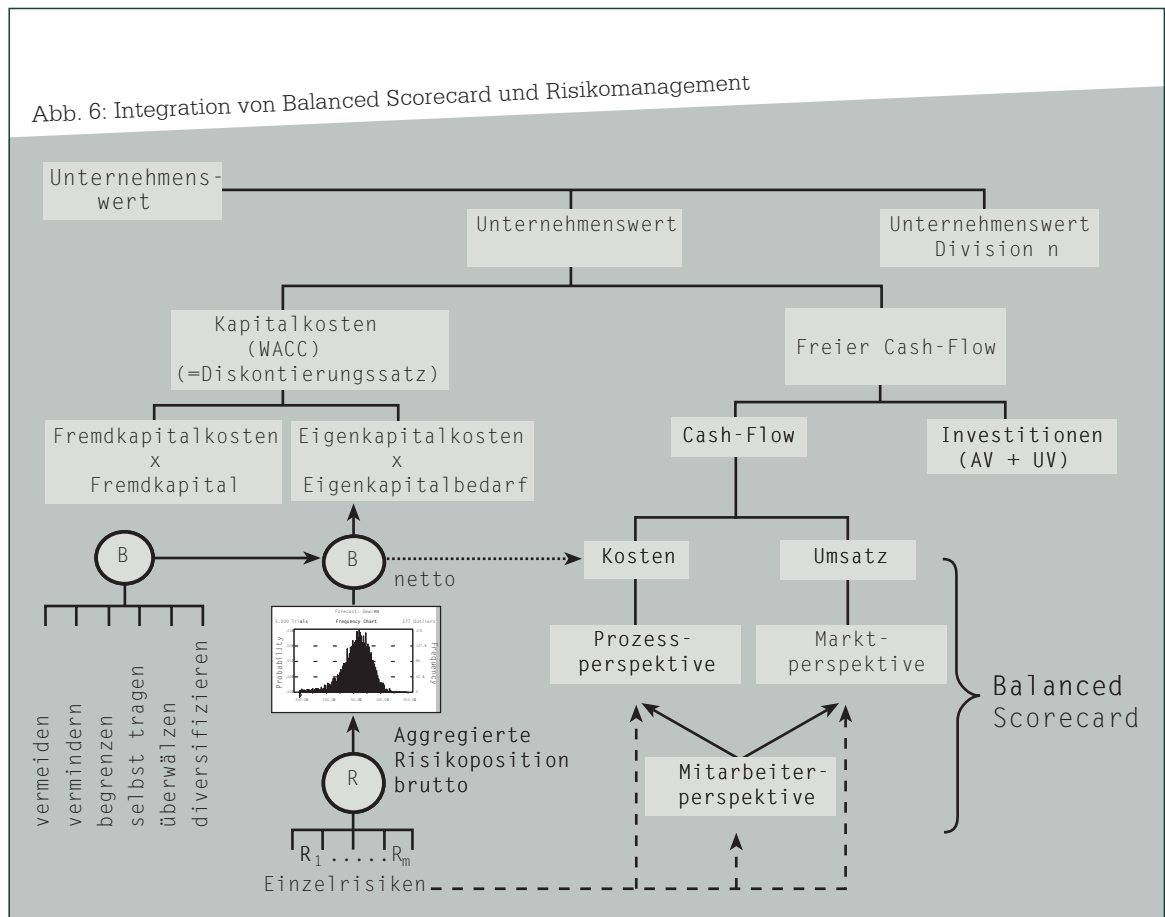




Abb. 6: Integration von Balanced Scorecard und Risikomanagement



grundsätzlich auf eingetretene (möglichst bereits vorab bekannte) Risiken zurückzuführen sein. Tatsächlich eingetretene Planabweichungen können deshalb genutzt werden, um neue Risiken zu identifizieren. Ein neues Risiko ist immer dann zum Tragen gekommen, wenn Planabweichungen nicht auf bekannte Risiko-Faktoren zurückgeführt werden können. Aus einer großen Anzahl eingetretener Planabweichungen (in der Zeitreihe) kann zudem mittels statistischer Analysen eine Risiko-Quantifizierung vorgenommen werden (also die Bestimmung der Parameter einer entsprechenden Wahrscheinlichkeitsverteilung zu einem Risiko).

Zusammenfassung

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 Risiko-Umfang und damit den Eigenkapitalbedarf und den Kapitalkostensatz zu erfassen. Damit bietet es sich an, direkt den Wertbeitrag verschiedener unternehmerischer Maßnahmen (etwa alternativer

Strategien oder Risiko-Bewältigungsmaßnahmen) zu bestimmen [vgl. Rappaport 1999]. Diese Nutzung des Unternehmenswertes als Erfolgsmaßstab ist ein Grundgedanke des wertorientierten Managements. Größtes Problem ist heute noch die Bestimmung der Kapitalkostensätze, die den Risiko-Umfang 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 [vgl. Loderer, C. et. al. 2002].

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

Die heute vorhandenen wertorientierten Managementsysteme – beispielsweise der EVA-Ansatz – lassen sich in ihrer Leistungsfähigkeit ohne größere konzeptionelle Umbauarbeiten in ihrer Leistungsfähigkeit erheblich steigern. Der Schlüssel dazu ist die Fundierung der Kapitalkostensätze auf der Basis der Informationen des Risikomanagements. Die hierfür erforderliche Verbindung von wertorientierten Managementsystemen und Risikomanagement (Risiko-Aggregation) ist auch durch IT-Systeme relativ einfach möglich. Die Palette reicht dabei von Zusatzsoftware zu Excel über spezielle Standardsoftware für die Risiko-Aggregation bis hin zur speziellen Business-Intelligence-Lösung, welche die übliche Funktionalität von ERP-Systemen ergänzt.

Das Risikomanagement kann und muss sich zu einem Eckpfeiler des wertorientierten Managements entwickeln und auch dabei konsequent Informationen über unsichere Planannahmen des Controllings nutzen. Nur integrierte wertorientierte Steuerungskonzepte – unter Einbeziehung von Risiko-Informationen – ermöglichen das Abwägen von erwarteten Erträgen und der mit ihnen verbundenen Risiken. Genau die Möglichkeit dieser Abwägung (etwa bei Investitionsentscheidungen) durch einen risikoabhängigen Erfolgsmaßstab – den Unternehmenswert – ist einer der grundlegenden Vorteile eines wertorientierten Managements. ■

Quellenverzeichnis und weiterführende Literaturhinweise:

Copeland, Th. E.; Koller, T.; Murrin, J.: Unternehmenswert – Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Campus Verlag, 1993 / Gleißner, W.; Berger, Th.: Die Ableitung von Kapitalkostensätzen aus dem Risiko-Inventar eines Unternehmens, UM – Unternehmensbewertung und Management, Heft 4, 2004 / Gleißner, W.; Füsler, K.: Leitfaden Rating, 2. Auflage, Verlag Vahlen, 2003 / Gleißner, W.: Identifikation, Messung und Aggregation von Risiken, in: Gleißner, W.; Meier, G. (Hrsg.): Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, Gabler Verlag, 2001a / Gleißner, W.: Wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: Gleißner, W.; Meier, G. (Hrsg.): Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, Gabler Verlag, 2001b / Gleißner, W.: Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: Finanzbetrieb Heft 7-8, 2002 / Gleißner, W.: Future Value – 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung, Gabler Verlag, 2004 / Gleißner, W.: Auf nach Monte Carlo – Simulationsverfahren zur Risikoaggregation, in: RISKNEWS, Heft 1, 2004b / Gleißner, W.: Kapitalkosten: der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: Finanzbetrieb, Heft 4, 2005 / Günther, Th.: Unternehmenswertorientiertes Controlling, Vahlen Verlag, 1997 / Kaplan, R. S.; Norton, D. P.: Balanced Scorecard, Schäffer Poeschel Verlag, 1997 / Küting, K., Lorson, P.: Messung der Profitabilität strategischer Geschäftsfelder, in: Controlling, Heft 1, 1997 / Loderer, C. et al.: Handbuch der Bewertung, Frankfurter Allgemeine Buch Verlag, 2002 / Nippel, P.: Zirkularitätsproblem in der Unternehmensbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 3, 1999 / Pfennig, M.: Shareholder Value durch unternehmensweites Risikomanagement, in: Johannung, L.; Rudolph, B.: Handbuch Risikomanagement, Uhlenbruch Verlag, 2000 / Rappaport, A.: Shareholder Value, Schäffer Poeschel Verlag, 1999 / Schierenbeck, R.: Value Controlling, Oldenbourg Verlag, 2002 / Shleifer, A.: Clarendon Lectures – Inefficient Markets, Oxford University Press, 2000 / Spremann, K.: Valuation, Oldenbourg Verlag, 2004 / Stern, J. M.; Shiely, J. S., Ross, I.: Wertorientierte Unternehmensführung mit Economic Value Added (EVA), Econ Verlag 2001