

Veröffentlicht in

INSight

Nr. 4 / 2001

„Wertorientiertes Management“

S. 6-8

Mit freundlicher Genehmigung der  
INSight -Redaktion,  
Technokontakte Veranstaltungen GmbH, Wien

## Unternehmensführung

# Wertorientiertes Management

Nach dem Leitbild der wertorientierten Unternehmensführung ist es Ziel jedes Unternehmens, das Vermögen der Anteilseigner nachhaltig zu erhöhen. Während dies für börsenorientierte Unternehmen schon allein aufgrund des Zwangs zur Kapitalbeschaffung unstrittig ist, gilt dieser absolute Anspruch natürlich für eigentümergeführte Unternehmen weniger stark. Trotzdem macht es auch für diese Unternehmen Sinn, sich an den gleichen Wertmaßstäben zu orientieren und auf diese Weise regelmäßig den Erfolg der eigenen Strategie zu überprüfen.

In den USA hat sich seit längerem die Auffassung etabliert, dass die Maximierung des Unternehmenswertes die richtige Steuerungsgröße bei der Führung jedes Unternehmens ist. US-Manager werden seitens ihrer Kontrollorgane oder auch der Kapitalmärkte massiv unter Druck gesetzt, wenn dieses Ziel nicht erreicht wird. In Europa und wohl auch in Asien konnte man sich bisher nicht im gleichen Umfang dazu durchringen, dieses Primat des „Shareholder Value“ so konsequent zu formulieren. In unserem Kulturkreis spricht man deshalb noch häufiger von einem „Stakeholder Ansatz“, wobei mit Stakeholder neben den Aktionären respektive Gesellschaftern auch Kunden, Mitarbeiter, Prozesspartner in der Wertschöpfungskette sowie die Gesellschaft insgesamt als Bezugsgruppen des Unternehmens gemeint sind.



Prof. Dr. Arnold Weissman ist Vorstand der FutureValue Group AG und selbständiger Unternehmer und Berater. Er gilt als Spezialist für strategische Unternehmensentwicklung. Neben seinem Lehrstuhl für Unternehmensführung an der Fachhochschule Regensburg hat er mehrere Aufsichtsratsmandate sowie Sitze in Beiräten inne. Er ist Autor zahlreicher Managementbücher zum Thema Unternehmensentwicklung.

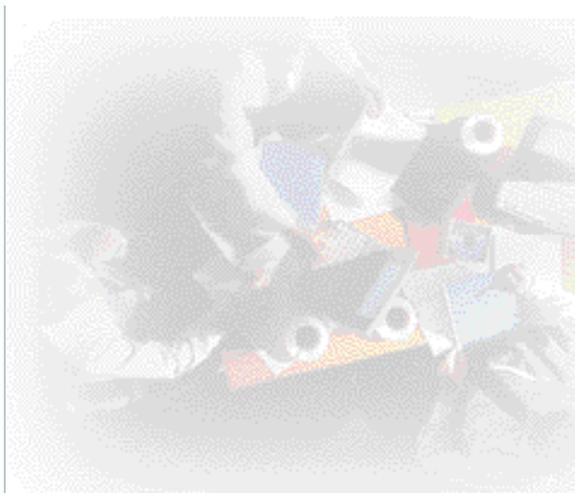
Der Druck auf Unternehmen (insbesondere natürlich börsenorientierte), sichtbaren Mehrwert zu schaffen, an denen die Aktionäre in Form von steigenden Aktienkursen und verbesserten Dividenden partizipieren, nimmt immer mehr zu. Dieser Ansatz des „Total Return to Shareholders“ (TRS) wird zunehmend zum Maßstab, um eine gute von einer schlechten Unternehmensleistung zu unterscheiden, Gewinner ist nach diesem Maßstab das Unternehmen, das die höchste Gesamtertragsrate für seine Eigner erzielt. Alle unternehmerischen Aktivitäten müssen konsequent auf den Unternehmenswert bezogen werden. Letztendlich müssen sich damit alle Aktivitäten an der Steigerung des Unternehmenswertes messen lassen. Dies erfordert, dass zumindest ein Vermutungszusammenhang zwischen den geplanten Maßnahmen und dem zukünftigen Mehrwert formuliert werden kann.

Empirische Daten zeigen, dass zwischen den beiden Ansätzen keine Unterschiede liegen: Unternehmen, die ihren Aktionären eine langfristig überdurchschnittliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals erwirtschaftet, haben in aller Regel auch bessere Möglichkeiten, die Interessen ihrer Kunden und Mitarbeiter zu wahren. Ebenfalls zeigen empirische Untersuchungen, dass die durchschnittlichen Renditen, die Unternehmen für die Gesellschafter erwirtschaftet haben, deutlich differieren. Erfolgreiche Unternehmen gibt es aber in allen Branchen, wie die Obergrenzen der angegebenen Spannbreiten zeigen. Die Erfordernis, eine am Unternehmenswert orientierte Unternehmenspolitik zu betreiben („Wertmanagement“), ergibt sich auch daraus, dass Unternehmen um die knappe Ressource „Kapital“ konkurrieren. Unternehmen, die keine adäquate Steigerung ihres Wertes erreichen, werden für Investoren unattraktiv. Sie werden es schwerer haben, zusätzliches Eigenkapital von neuen Gesellschaftern oder durch Kapitalerhöhung an der Börse zu bekommen. Auch die Kreditwürdigkeit aus Sicht der finanzierenden Banken ist im Fall adäquater Unternehmenswertsteigerungen höher einzustufen. Gerade an den internationalen Aktienmärkten zeigt sich zudem immer deutlicher, dass wertvolle Unternehmen allein durch ihren Wert einen wesentlichen Erfolgsfaktor aufgebaut haben, weil sie bei Fusionen oder Akquisitionen gegenüber anderen Unternehmen im Vorteil sind.

Der Wert eines Unternehmens ist die primäre strategische Zielgröße der Unternehmensführung. Er lässt sich grundsätzlich beschreiben als die Summe seiner – mit den erwarteten, risikoabhängigen Kapitalkosten diskontierten – zukünftigen freien Cash-flows abzüglich des Werts des Fremdkapitals („Discounted-Cash-flow-Methode“). Die freien Cash-flows sind dabei die Cash-flows vor Zinsaufwendungen abzüglich notwendiger Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen. Der Wert eines Unternehmens ist abhängig von zwei unternehmensspezifischen Faktoren: Ertrag (frei Cash-flow) und Risiko. Da die Kapitalanleger risikoavers sind, werden sie ein risikoreicheres Unternehmen nur dann so hoch bewerten wie ein risikoärmeres, wenn die Erträge höher sind. Anders ausgedrückt: Je höher das Risiko, desto größer auch die erwartete Kapitalrendite.

Hohe Risiken zeigen sich in erheblichen Schwankungsbreiten der zukünftigen Cash-flows. Während beispielsweise Kostensenkungsmaßnahmen auf eine Steigerung der (Erwartungswerte) free Cash-flows abzielen, ist

EIN WERTORIENTIERTER MANAGER  
MUSS FÜR JEDES VORHABEN  
UNTERNEHMENSSEZIFISCHE  
KAPITALKOSTEN ERMITTELN



es Aufgabe des Risikomanagements, die Streuung beziehungsweise die Schwankungsbreite der free Cash-flows zu reduzieren und so einen Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswertes zu leisten. Damit wird ein oft noch vernachlässigtes Risikomanagement zu einem zentralen Baustein jeder wertorientierten Unternehmensführung.

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 der Anlage- und Umlaufvermögen. Unternehmenswert ergibt sich durch die Abzinsung dieser zukünftigen freien Cash-flows – also der Liquiditätsüberschüsse – auf den heutigen Zeitpunkt. Damit Geschäftsfelder oder Investitionen einen positiven Beitrag zu diesem Unternehmenswert leisten, ist es erforderlich, dass die Rendite größer ist als die risikoabhängigen Kapitalkosten. Will ein Unternehmen nach dem Prinzip des wertorientierten Managements arbeiten, müssen für jedes Vorhaben unternehmensspezifische Kapitalkosten ermittelt werden, um den Wertbeitrag eines jeden Projektes berechnen zu können.

Wenn der Imperativ des Shareholder Value das Handeln der Unternehmensleitung bestimmt, dann müssen alle zukunftsgerichteten Maßnahmen plausibel den Wert des Unternehmens erhöhen. Nur wenn die Geschäftsleitung die Mechanismen der Wertschöpfung versteht, kann sie die Bereiche und Möglichkeiten ihres Beitrags zum Mehrwert klar erkennen.

ALLES WAS IN EINEM UNTERNEHMEN GESCHIEHT, SOLLTE SEINEN WERT NACHHALTIG STEIGERN

Aus der allgemeinen Definition zum Unternehmenswert lassen sich unmittelbar Konsequenzen für die wertorientierte Unternehmenssteuerung ableiten. Theoretisch kann man nämlich durch die Ableitung der erwarteten Wirkung bestimmter Maßnahmen auf Ertrag (freier Cash-flow) und Risiko eine fundierte Beurteilung vornehmen. Grundsätzlich zeigen sich somit vier maßgebliche Hebel zur Steigerung des Unternehmenswertes, wobei die beiden ersten zusammen die Gewinne und die Gewinnentwicklung beschreiben. Die Hebel sind

„Umsatzwachstum“ ( Marktdurchdringung, Marktentwicklung), „Steigerung der Umsatzrentibilität“ (durch Kostensenkung), effiziente Kapitalnutzung (Abbau von Forderungen und Vorräten) sowie die Reduzierung des Risikos.

Betrachtet man ein Unternehmen als Ganzes, erkennt man, dass es unterschiedlichste Ansatzpunkte für eine wertsteigernde Erhöhung der Cash-flows oder eine Senkung der risikoabhängigen Kapitalkosten gibt. Grundsätzlich bietet es sich an, zunächst eine Verbesserung der strategischen Ausrichtung einen Wertbeitrag zu generieren, weil hier oft der größte Hebel zu finden ist. Wenn man der Aussage – „Unternehmenserfolg = Steigerung des Unternehmenswertes“ – zustimmt, was wir für ratsam halten, dann lautet eine zwingende Konsequenz: „Alles was in einem Unternehmen geschieht, sollte seinen Wert nachhaltig steigern“.

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 Unternehmenswertes führen, also eine Rendite erwarten lassen, die über den (risikoabhängigen) Kapitalkosten liegt.

Um den Wert eines Unternehmens bestimmen zu können, muss man in der Lage sein, die Cash-flows aus verschiedenen Zeiträumen risikobereinigt zu vergleichen. Ohne diesen Kenntnisstand lassen sich kaum fundierte Entscheidungen treffen. Es liegt auf der Hand, dass der Wechsel zu einer wertorientierten Betrachtung zu erheblichen Kursveränderungen in der Ausrichtung des Unternehmens führen kann. Dies erfordert einen aussagefähigen Maßstab für den Unternehmenswert beziehungsweise Wertzuwachs.

Dipl. Wirtsch.-Ing.  
Dr. Werner Gleißner ist  
Vorstand der FutureValue  
Group AG Er ist zudem  
Lehrbeauftragter an der  
TU Dresden. Als  
Geschäftsführer der  
RMCE RiskCon GmbH  
befasst er sich zudem mit  
der Weiterentwicklung  
von Methoden der Risiko-  
aggregation sowie von  
Ansätzen zur Integration  
des Risikomanagements  
in umfassende Konzepte  
einer wertorientierten  
Unternehmenssteuerung.

WERTORIENTIERTE UNTERNEHMER UND MANAGERINNEN WERDEN ES SCHAFFEN, DEN WERT IHRES UNTERNEHMENS ZU ERHÖHEN, WENN SIE DIE ZUSAMMENHÄNGE ZWISCHEN WERTSTEIGERUNG UND DEN DAHINTERSTEHENDEN KERNKOMPETENZEN, WETTBEWERBSVORTEILEN UND PROZESSÜBERLEGENHEIT KENNEN



Nach unserer Einschätzung spricht vieles dafür, dass sich der Discounted Cash-flow (DCF) als Wertmaßstab durchsetzen wird. Im Gegensatz zu anderen Maßstäben lässt er durch seine langfristige Betrachtung der erwarteten Zukunft des Unternehmens keine kurzfristigen Fehleinschätzungen zu. Die Orientierung an aktuellen Erträgen kann zu einer einseitigen Ausrichtung an der Gewinn- und Verlustrechnung führen, unter Vernachlässigung von Umfang und zeitlicher Struktur des Cash-flows. Andere Maßstäbe wie Umsatzwachstum, Eigenkapitalrendite oder der ROCE (Return on Capital Employed) sind weniger umfassend und zeitlich begrenzter als der DCF.

Dieser Wert beschreibt die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens und deren zukünftige Entwicklung sehr realistisch. Dabei wird der Unternehmenswert in starkem Maße von den Wachstumsaussichten des Unternehmens geprägt. Die täglichen Erfahrungen an den Börsen zeigen uns, wie sensibel die Finanzmärkte auf die Ertrags- und Wachstumsaussichten eines Unternehmens reagieren. Für die Unternehmensführung bedeutet dies die strategisch herausfordernde Aufgabenstellung, in zunehmend stagnierenden Märkten die Kapitalertrags- und die Wachstumsaussichten des Unternehmens zu erhöhen.

Kennzahlen zur wertorientierten Unternehmensführung sollen sicherstellen, dass in allen Unternehmensbereichen eine Mindestrendite erzielt wird, die dem Risiko des jeweiligen Geschäftes entspricht. Die knappen Mittel sind dauerhaft nur den operativen Einheiten zu Verfügung zu stellen, die diesen Verzinsungsansprüchen gerecht werden. Aktivitäten, die diesen Ansprüchen (auf Sicht) nicht genügen, sind umzustrukturieren bis hin zur Desinvestition. Oberste Zielsetzung muss die nachhaltige und langfristige Steigerung des Unternehmenswertes sein.

Einen sehr interessanten, ergänzenden Ansatz zum DCF-Modell hierfür hat die amerikanische Beratungsfirma Stern/Stewart mit dem Konzept Economic Value Added (EVA) entwickelt. Beim EVA-Verfahren wird der in einer bestimmten Periode erwirtschaftete Netto-Gewinn nach Steuern durch das investierte Kapital (Kapitalbindung) dividiert, was als Resultat die Rendite aus dem investierten Kapital ergibt. Vergleicht man nun diese Rendite mit den Kapitalkosten, so erhält man einen guten Indikator dafür, ob Mehrwerte geschaffen werden oder nicht. Der Wertgewinn (Mehrwert) einer Unternehmensaktivität – sicher die interessanteste Kennzahl im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung – lässt sich dabei mit dem Economic Value Added (EVA) in Abhängigkeit der Differenz von Rendite und Kapitalkosten angeben:  $EVA = \text{Kapitalbindung} \times (\text{Rendite} - \text{Kapitalkosten})$ .

Wertorientierte Unternehmer und Manager werden es in aller Regel schaffen, den Wert Ihres Unternehmens zu erhöhen, wenn sie die (kausalen) Zusammenhänge zwischen Wertsteigerung und den dahinterstehenden Variablen (Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile und Prozessüberlegenheit) kennen. Dies erfordert zunächst eine Operationalisierung des Unternehmenswertes und seiner wesentlichen Determinanten und anschließend den Aufbau eines „Geschäftsmodells“, das die Ursache-Wirkungs-Beziehungen zwischen den betrieblichen Steuerungsinstrumenten und dem Unternehmenswert widerspiegelt.

Die wichtigsten Kernthesen des Paradigmas der Wertorientierung lauten deshalb:

- Indikator für unternehmerischen Erfolg ist der nachhaltig geschaffene Unternehmenswert.
- Gemessen wird der unternehmerische Erfolg an harten finanziellen Messgrößen, die gegen bilanzpolitische Maßnahmen robust sind.
- Wachstum, Marktattraktivität und Marktführerschaft sind entscheidende Werttreiber.
- Investitionen werden konsequent in die Bereiche mit dem höchsten Wertschöpfungspotenzial gelenkt.
- Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit sind nie Selbstzweck, sondern immer nur Mittel zum Zweck.
- Alle Maßnahmen im Unternehmen müssen konsequent auf ihr Wertschöpfungspotenzial geprüft werden.
- Selbstverantwortung der Mitarbeiter ist einer der wichtigsten Faktoren für Unternehmenserfolg. Nur wer unternehmerische Freiheiten zulässt, kann diesen Hebel nutzen.
- Die Vergütung der MitarbeiterInnen im Unternehmen sollte an der Wertschöpfung ausgerichtet sein.