

Veröffentlicht in  
interview Magazin  
Heft 01/2008

„Wertorientierung  
versus  
Kapitalmarktorientierung“  
S. 10-15

Mit freundlicher Genehmigung  
der interview Magazin-Redaktion,  
Profmedia GmbH Verlag, Sissach (Schweiz)

([www.interview-magazin.ch](http://www.interview-magazin.ch))

# Wertorientierung versus Kapitalmarktorientierung

Von einem modernen Controlling wird zunehmend eine stärkere Kapitalmarktorientierung gefordert, die auch in der Rechnungslegung gemäß IFRS erkennbar wird.

von Dr. Werner Gleißner, Vorstand FutureValue Group AG, [www.FutureValue.de](http://www.FutureValue.de), [www.werner-gleissner.de](http://www.werner-gleissner.de)

In der, unter dem Stichwort einer neuen «Kapitalismuskritik» bekannt gewordenen öffentlichen Diskussion in Deutschland wird andererseits der Führung vieler Unternehmen vorgeworfen, eine zu starke wert- und kapitalmarktorientierte Politik zu betreiben. Besonders in der Kritik stehen die LBOs der Private Equity Gesellschaften, aber auch der Rückzug deutscher Unternehmen aus (vermeintlich) «wertvernichtenden» Geschäftsfeldern. Wertorientierung und Kapitalmarktorientierung werden da-

ist beim Verständnis eines wertorientierten Managements jedoch in vielen Unternehmen eine unangemessene «Kapitalmarktgläubigkeit» erkennbar, die völlig unabhängig von der aktuellen Kapitalismuskritik ein grundlegendes Umdenken in der Unternehmenssteuerung erfordert. Tatsächlich zeigen sich nämlich z.B. am Kapitalmarkt («Heuschrecken») erhebliche Fehlbewertungen, was erhebliche Konsequenzen zur Folge hat. Beide Aspekte werden im Folgenden erläutert. Dabei wird das grund-

» beleuchtet (zu Spezialproblemen eines «kapitalmarktorientierten Controllings» sei beispielsweise auf Klingelhöfer, H., 2007, verwiesen.

Die Idee einer wertorientierten Unternehmensführung basiert auf der Vorstellung, dass sich die Unternehmensführung (als Agent) bei ihren Entscheidungen an den Interessen der Eigentümer (des Principals) orientieren muss. Nur wenn dies gewährleistet ist und der Wert des Unternehmens, als Vermögensbestandteil der Eigentümer, adäquat wächst, ist ein Unternehmen so attraktiv, dass ihm auch zukünftig die erforderlichen finanziellen Mittel für den Ausbau oder zumindest die Aufrechterhaltung der Geschäftsaktivitäten (Investitionen, Wachstum) zur Verfügung gestellt werden. Der Unternehmenswert ist aus dieser Perspektive ein offensichtlich relevanter Erfolgsmaßstab, der zudem erhebliche konzeptionelle Vorteile als Beurteilungskriterium für unternehmerische Entscheidung unter Unsicherheit aufweist: Er basiert auf (weitgehend Bilanzpolitik unabhängigen) Zahlungsströmen, berücksichtigt durch seinen Zukunftsbezug alle langfristigen Konsequenzen der Entscheidung und verbindet erwartete Erträge und die damit verbundenen Risiken in einer Kennzahl (vgl. zur Performancemessung Gleich, R., 2001, und Klingebiel, N., 2001) Die Zielsetzung einer Maximierung des Unternehmenswerts macht es zudem (zumindest in einem vollkommenen Kapitalmarkt) unnötig, die durchaus differierenden Zeit- und Risikopräferenzen bezüglich zukünftiger (Dividenden-)Zahlungen der einzelnen Gesellschafter zu berücksichtigen (vgl. Hachmeister, D., 1995). Im Gegensatz zu dem Vorteil eines einheitlichen klaren Maßstabes gibt es in den häufig als Alternative zum wertorientierten Management (Shareholder ValueAnsatz) propagierten StakeholderAnsatz keinen klaren, theoretisch

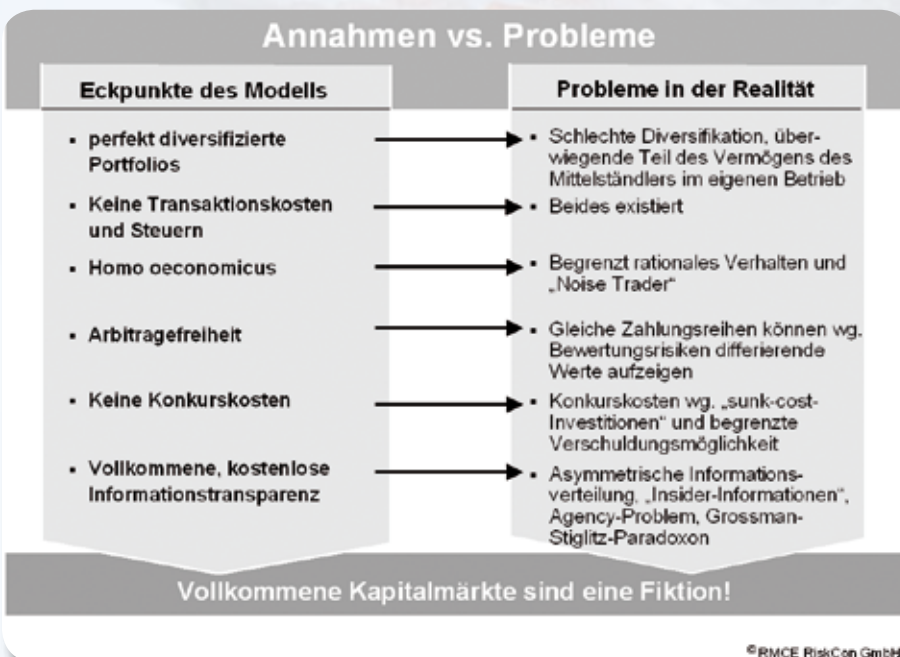


Abb. 1: Beyond CAPM: Probleme der Theorie vollkommener Kapitalmärkte

bei weitgehend synonym betrachtet, was – wie in diesem Beitrag gezeigt wird – keinesfalls korrekt ist. Dabei

legende Verständnis der fachlich oft gleichgesetzten Begriffe «Wertorientierung» und «Kapitalmarktorientie-



fundierten Erfolgsmaßstab, sondern eine Vielzahl von Einzelerfolgskriterien, deren geeignete Gewichtung praktisch beliebige unternehmerische Maßnahmen begründen lässt. Entgegen einer häufig vorgetragenen Kritik wird zudem auch einem wertorientierten Management natürlich den Interessen von Kunden, Lieferanten und Mitarbeitern Rechnung getragen, weil diese Interessen durch freiwillig vereinbarte Verträge adäquat berücksichtigt werden. Eine Optimierung des Unternehmenswerts muss immer auch die Interessen der anderen Zielgruppen mit im Kalkül haben, weil beispielsweise offensichtlich steigende Unternehmenswerte mit extrem unzufriedenen Kunden kaum realisierbar sein dürften.

Aus den genannten Gründen zielt ein erheblicher Teil der heutigen öfters zu hörenden Kritik an Kapitalismus und wertorientierter Unternehmensführung offensichtlich an den Realitäten vorbei. Wertorientiertes Management ist beispielsweise gerade eben nicht auf kurzfristige Gewinnmaximierungen ausgerichtet, sondern berücksichtigt die gesamten Zukunftsperspektiven einer Entscheidung und dabei ebenso die Konsequenzen für Kunden und Mitarbeiter. So unbegründet weite Teile der öffentlich vorgetragenen Kritik sind, darf doch nicht übersehen werden, dass ein meist komplett vernachlässigter Aspekt eine sehr kritische Betrachtung des üblichen Verständnisses einer wertorientierten Unternehmensführung gerade größerer börsennotierter Unternehmen erfordert.

Das Problem entsteht in einer unangemessenen Verbindung der Idee eines wertorientierten Managements und einer kapitalmarktorientierten Unternehmenspolitik. Beides stimmt nämlich nur überein, wenn man der Fiktion vollkommener Kapitalmärkte glaubt. Der Wert eines Unter-

nehmens, der sich bei vollständiger Verfügbarkeit aller relevanten Informationen in einem vollkommenen Kapitalmarkt ergeben würde, weicht nämlich von dem tatsächlichen Börsenwert, dem Preis der Aktien, unter Umständen erheblich ab (Stotz, O., 2004). Zunächst zeigt der Aktienkurs immer nur den Preis einer marginal kleinen Veränderung von Eigentumsanteilen – speziell bleibt der Wert einer Kontrolle über das Unternehmen meist außer Betrachtung. Kapitalmärkte sind zudem unvollkommen, weil beispielsweise – entgegen den Annahmen der traditionellen Theorie – Konkurskosten existieren, die Portfolios der Investoren nicht perfekt diversifiziert sind und Informationsasymmetrien bestehen. Eine Vielzahl empirischer Untersuchungen belegt den erheblichen Grad der Unvollkommenheit von Kapitalmärkten auf kurze und mittlere Sicht, der beispielsweise auch durch psychologisch bedingte «Anomalien» des Anlegerverhaltens bestimmt ist (vgl. Tversky, A./Kahneman, D., 1992 und 1979 sowie Siebenmorgen, N./Weber, M., 1999) – man denke hier speziell auch an die bekannten «Börsen-Bubbles» (Shiller, R. J., 2001), wie im Jahr 2000.

In unvollkommenen Märkten muss die Politik des Unternehmens auf die Optimierung des Unternehmens-

werts ausgerichtet sein, der dann vom Börsenpreis abweichen kann. Den Wert eines Unternehmens bestimmt auch eine den tatsächlichen Risiken adäquate Diskontierung der zukünftig aufgrund der (eventuell gar nicht vollständig veröffentlichten) Unternehmensplanung zu erwartenden Erträge bzw. Cash Flows, womit Informationsvorteile der Unternehmensführung («InsiderInformationen») genutzt werden (vgl. Gleißner, W., 2005). Langfristig werden Börsenkurse und Unternehmenswerte nicht beliebig weit voneinander abweichen, weil selbst bei unterschiedlichen Erwartungen von Unternehmensführung und Kapitalmarkt langfristig tatsächlich eingetretene Gewinne die Kursentwicklung bestimmen werden, auch das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von Aktien z.B. nicht beliebig gegen Null absinken wird. Die Orientierung am (intern bestimmten) Unternehmenswert nutzt die Vorteile eines wertorientierten Ansatzes, weil beispielsweise anstelle eines kurzfristigen Kapitalmarktbezogenen «Quartalsdenkens» auch ein konsequenter Aufbau von erst nachhaltig wirksamem Erfolgspotential möglich wird. Man denke an das Beispiel der Porsche AG.

Eine zurückhaltende Informationspolitik bezüglich Investoren und Analysten kann natürlich temporär

	„Übliches Verständnis“ der Kapitalmarktorientierung	Wertorientierung
<i>Primäres Ziel</i>	Steigerung des Börsenwerts	Steigerung des fundamentalen Unternehmenswertes
<i>Zielgruppe</i>	Momentan engagierter (kurzfristiger) Investor	Langfristig engagierter Investor
<i>Informationsrelevanz des Kapitalmarkts</i>	Nutzung von Kapitalmarktdaten (z.B. Beta-Faktor) für unternehmerische Entscheidungen	Nutzung auch <u>überlegener</u> unternehmensinterner Informationen für unternehmerische Entscheidungen
<i>Schwerpunkt Informationspolitik</i>	Schaffung von Transparenz und Reputation (IR)	Starke Beschränkung der IR („wettbewerbsrelevante Informationen“)
<i>Credo</i>	Kapitalmarkt (Börse) hat immer Recht	Börsenkurse können wegen Kapitalmarktineffizienzen temporär vom Fundamentalwert abweichen.

Abb. 2: Kapitalmarktorientierung versus Wertorientierung

dazu führen, dass sich der Börsenwert schlechter entwickelt als dies bei einer, an den Wünschen des Kapitalmarkts orientierten Politik möglich wäre. Die Frage ist, welchen Schaden eine temporäre Unterbewertung eines Unternehmens auslösen könnte. Aus Sicht der Unternehmensleitung ist der mögliche Worst Case die Übernahme des unterbewerteten Unternehmens. Tatsächlich ist dies jedoch zumindest kein zu großes Risiko für die Aktionäre, weil in diesem Fall – anstelle einer langfristig positiven Entwicklung – zumindest temporär durch die Übernahmeprämie eine deutliche Höherbewertung der Aktien erreicht wird. Auch ein Vorstand, der gegenüber einem neuen Mehrheitsgesellschafter die langfristige Sinnhaftigkeit und Wertsteigerungspotentiale seiner Strategie verdeutlichen kann, muss auch bei einer Übernahme nicht zwangsläufig um seinen Arbeitsplatz fürchten. Eine extreme Unterbewertung eines Unternehmens kann zudem unter Umständen Schwierigkeiten bei der Finanzierung mit Fremdkapital auslösen. Tatsächlich ist die Abhängigkeit von Fremdkapital bei vielen Unternehmen jedoch nicht sehr stark ausgeprägt und der Umfang der durchführbaren (wertsteigernden) Investition zudem, wie empirische Untersuchungen zeigen, in besonderem Umfang durch die verfügbaren Cash Flows bedingt (vgl. empirische Untersuchungen bei Fazzari, S. M./Hubbard, R. G./Petersen, B. C., 1988, Deutsche Bundesbank, 2001) sowie die als theoretische Grundlage dienende Pecking Order-Theorie (vgl. Baskin, J., 1989)). Die Abhängigkeit der durchführbaren Investition von den Cash Flows belegt eher die Bedeutung einer konsequenten Risikomanagementpolitik, die Volatilitäten der Erträge reduziert, und nicht die Relevanz der Forderungen des Kapitalmarkts. Umgekehrt könnte man argumentieren, dass selbst eine fundamental nicht gerechtfertigte Überbewertung von Aktien, die der Vorstand durch eine geeignete Kommunikations-

politik erreicht, im Sinne der Aktionäre sei, weil diese dann eben überbewertete Aktien verkaufen könnten. Hier ist jedoch zu beachten, dass der Verkauf von Aktien durch einen Aktionär immer zugleich den Kauf der entsprechenden Aktien zum gleichen Wert durch einen anderen Aktionär darstellt. Bei der Betrachtung der heutigen und zukünftigen Aktionäre insgesamt ist also durch das temporäre «Hochtreiben» von Aktienkursen kein Vorteil realisierbar – es handelt sich weitgehend um einen Nullsummenspiel. Einzig bei der Verfolgung einer aktiven M&A-Strategie entsteht durch überbewertete Aktien ein erkennbarer Vorteil, weil diese überbewerteten Aktien als «Akquisitionswährung» eingesetzt werden können.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass ein wertorientiertes Management unter Nutzung der oben genannten Vorteile nicht verwechselt werden darf mit einer Orientierung an den oft kurzfristigen Interessen des Kapitalmarkts. Wertorientiertes Management ist zwangsläufig langfristig orientiert, basiert auf dem strategisch orientierten Aufbau von Erfolgspotentialen und wägt erwartete Erträge gegen die Risiken konsequent ab. Aufgrund des Informationsvorsprungs der Unternehmensführung gegenüber dem Kapitalmarkt ist es zudem insbesondere nicht sinnvoll, wenn die Unternehmensführung wesentliche unternehmerische Entscheidungen (z.B. bezüglich Investitionen oder strategischen Handlungsoptionen) auf schlechtere Informationen des Kapitalmarkts basiert. Genau diesen Fehler weisen jedoch die heute implementierten wertorientierten Steuerungssysteme aufgrund eines Missverständnisses der Kapitalmarktorientierung in den meisten Unternehmen auf. In wertorientierten Steuerungssystemen (wie z.B. dem EVA-Konzept, oder BRIC für das Performance-Management) werden eine Vielzahl von Informationen verwertet und für unternehmerische Entscheidungen genutzt, die vom Kapi-

talmarkt abgeleitet werden. Zu nennen sind insbesondere der Marktwert des Eigenkapitals, die Risikoprämie des Marktportfolios (Differenz von erwarteter Rendite des Marktportfolios gegenüber dem risikolosen Zins) und den Beta-Faktor des Capital Asset Pricing-Modells als Risikomaß. Man muss sich hierüber im Klaren sein, dass die Unternehmensführung damit auf der Grundlage historischer Kursbewegungen (und damit Kapitalmarktinformationen) unternehmensinterne Entscheidungen trifft, obwohl unternehmensintern bessere Informationen vorliegen. Man nutzt also beispielsweise die Einschätzung des Kapitalmarkts bezüglich der (zukünftigen) Risiken des Unternehmens und nicht die entsprechenden Risikoinformationen aus dem Unternehmen selbst, die im Risikomanagement erfasst werden (oder erfasst werden sollten). (vgl. zum Stand der entsprechenden Systeme Hoitsch, H.-J./Winter, P., 2006, und Gleißner, W./Berger, T./Rinne, M./Schmidt, M., 2005). Die so erhobenen Risikoinformationen sind natürlich nicht zwangsläufig konsistent zu der tatsächlichen Zukunftsplanung und vermutlich auch nicht besser als die Kapitalmarktinformationen, weil sich sonst unmittelbar die Frage nach Kompetenz und Qualifikation der Leitung des Unternehmens stellt. Im Rahmen eines wertorientierten Managements sollten grundsätzlich die besten verfügbaren Informationen für die unternehmerischen Entscheidungen genutzt werden – und nicht die Informationen des Kapitalmarkts. Selbst Risikoprämien auf Grundlage historischer Daten sind, wie ebenfalls empirische Untersuchungen belegen, ungeeignet für zukunftsorientierte Mindestrenditeanforderungen (vgl. Fama, E. F./French, K. R., 2002 und Mehra, R./Prescott, E. C., 2003). Die historischen Renditen sind aufgrund einer Veränderung des Bewertungsniveaus (schneller Kursanstieg gegenüber den fundamentalen Gewinnentwicklungen) höher als die zukünftig zu erwartenden Renditen, die



sich näherungsweise abschätzen lassen als Summe von Dividendenrendite, Inflationsrate und erwartetem realen Wirtschaftswachstum (die letzten beiden Komponenten als Approximation für das erwartete Gewinnwachstum). Aufgrund der Überschätzung der zukünftig erwarteten Rendite alternativer Investitionen (und des diesbezüglichen Drucks des Kapitalmarkts) werden häufig unrealistisch hohe Anforderungen an die zu erwartende Rentabilität von Investitionen im Unternehmen gestellt, was dazu führt, dass an sich sinnvolle und wertsteigernde Investitionen unterlassen werden – mit den entsprechenden negativen Konsequenzen für Wachstum und Wertentwicklung des Unternehmens, das Wachstum der gesamten Volkswirtschaft und die Arbeitsplätze. Dieser methodische Fehler in den heute implementierten wertorientierten Steuerungssystemen würde viel mehr Anlass zu Kritik geben, als die oben angesprochenen in der Öffentlichkeit diskutierten Themen.

Welche Konsequenzen ergeben sich aus den hier diskutierten Themen für die Praxis der wertorientierten Unternehmensführung? Es lassen sich insbesondere drei Themenfelder umreißen:

**1. Kommunikationspolitik (Investors Relations):**

Die Investors Relations-Politik hat im Rahmen des wertorientierten Managements eine flankierende Bedeutung. Tatsächlich sind sowieso viele bewertungsrelevante Informationen, speziell über die Risiken, wie sie in den Risikoberichten der Unternehmen dargestellt werden, für einen Investor wenig aussagefähig (vgl. Dobler, M., 2005, sowie Gleißner, W./Berger, T./Rinne, M./Schmidt, M., 2005). Langfristig wird

sich die Kursentwicklung eines Unternehmens am fundamentalen Wert orientieren, wobei die Abweichungen durch eine geeignete Investor Relations-Politik jedoch gemindert werden können. Im Rahmen der Investor Relations-Politik ist es dabei jedoch weder sinnvoll, Informationen dem Kapitalmarkt zur Verfügung zu stellen, die gegenüber Konkurrenten Wettbewerbsnachteile ergeben könnten, noch durch eine übermäßig euphorische Politik gezielt eine Überbewertung der Aktien anzustreben.

**2. Unternehmensstrategie:**

Der Unternehmenswert, der durch interne Bewertungsmodelle (Performancemesssysteme) auf Grundlage best verfügbarer Informationen berechnet wird, ist der maßgebliche Erfolgsmaßstab für alle unternehmerischen Entscheidungen. So ist mit diesem Maßstab eine Beurteilung einzelner Investitionen und Geschäftsbereiche des Unternehmens vorzunehmen. Die Nutzung dieses Erfolgsmaßstabs berücksichtigt langfristige Auswirkungen heutiger Investitionen und erlaubt den gezielten Aufbau von Erfolgspotentialen (Kernkompetenzen, interne Stärken, Wettbewerbsvorteile; vgl. Gleißner, W., 2004). Eine risikoadäquate Bewertung eines Unternehmens basiert dabei insbesondere auf dem unternehmensintern bestimmten Risikomaß «Eigenkapitalbedarf» (vgl. 3.), einer Valueat-Risk-Variante, die der Unvollkommenheit im Kapitalmarkt Rechnung trägt. Ein so berechneter Unternehmenswert erlaubt auch ein tatsächliches Abwägen erwarteter Erträge und Risiken, weil die Konsequenzen unternehmerischer Maßnahmen über beide Werttreiber erkennbar werden. Bei einer Ableitung von Kapitalkostensätzen (z.B. für das EVA-Konzept)

über den Beta-Faktor des Kapitalmarkts werden Unternehmenswertrelevante Veränderungen des Risikos durch unternehmerische Entscheidungen nicht erfasst, was zu einer zu günstigen Bewertung aller risikosteigernden und einer zu ungünstigen Bewertung aller risikomindernden Aktivität führt (z.B. im Hinblick auf eine Absicherung des Unternehmens durch Versicherungen).

**3. Nutzung von Kapitalmarktinformationen zur Fundierung von Entscheidungen:**

In Anbetracht der Unvollkommenheit des Kapitalmarkts sinkt die Bedeutung von Kapitalmarktinformationen für die Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen. Die Kapitalkosten als risikoadäquate Renditeanforderungen sollten aus unternehmensinternen Informationen über den Risikoumfang (Eigenkapitalbedarf) abgeleitet und die Risikoprämien (im Sinne eines Opportunitätskostenansatzes) mit den oben angesprochenen realwirtschaftlichen Modellen bestimmt werden. Die aus den historischen Daten abgeleiteten Risikoprämien sind zu hoch, was unrealistische Anforderungen an Investitionsrenditen stellt und damit wertsteigerndes Wachstum behindert. Die Einschätzungen des Risikoumfangs durch den Kapitalmarkt (typischerweise durch den Beta-Faktor) nutzt weniger und schlechtere Informationen als im Unternehmen verfügbar sind, was durch die geringe Aussagefähigkeit dieses Risikomaßes in einer Vielzahl von empirischen Untersuchungen auch bestätigt wird (vgl. Warfsmann, J., 1993, Fama, E. F./French, K. R., 1992, Ulschmid, C., 1994, und Fernandez, P.; 2004). Der Börsenwert schließlich, der als Gewichtungsfaktor bei der Bestim-



mung der Gesamtkapitalkosten mit einfließt, ist aufgrund der o.g. Verzerrung unter Umständen kein adäquater Schätzer für den tatsächlichen (fundamentalen) Wert: Ein überbewertetes Unternehmen hat damit auch (ungerechtfertigt) höhere Kapitalkosten, was zusätzliche Ertragsanforderungen nach sich ziehen, die fundamental nicht gerechtfertigt sind. Die Herleitung des Eigenkapitalbedarfs (Risk-Adjusted-Capital, RAC) als intuitiv leicht verständliches Risikomaß basiert dabei auf der Unternehmensplanung. Durch die Aggregation der Risiken im Kontext der Unternehmensplanung kann ermittelt werden, wie viel Verluste ein Unternehmen bedingt durch die Risiken in einer Betrachtungsperiode, die mit einer vorgegebenen (ratingabhängigen) Wahrscheinlichkeit nicht überschritten werden. Der Eigenkapitalbedarf als Risikomaß berücksichtigt dabei – im Gegensatz zum Betafaktor – sowohl unternehmensübergreifende als auch nichtdiversifizierte unternehmensspezifische Risiken, wobei letztere aufgrund der Existenz von Konkurskosten und der unvollkommen diversifizierten Portfolios offensichtlich auch bewertungsrelevant sind. Schließlich ist es offenkundig belanglos, ob die Insolvenz eines Unternehmens durch ein systematisches (im Beta-Faktor enthaltenes) oder ein unsystematisches Risiko eintritt, so dass beide Arten von Risiken beispielsweise auch im Rahmen von Ratings berücksichtigt werden. Technisch geschieht die Bestimmung des Eigenkapitalbedarfs durch die Analyse einer großen repräsentativen Stichprobe möglicher (risikobedingter) Zukunftsszenarien, was die Ableitung des möglichen Umfangs von Verlusten sowie eine Beurteilung der Planungssicherheit des Unternehmens erlaubt (vgl. Gleißner, W.,

2005). Höhere Risiken führen zu einem höheren Bedarf an teurem Eigenkapital und damit steigenden Kapitalkosten.

Abschließend ist zusammenzufassen, dass die durch die Kapitalismuskonversation ausgelöste Debatte die Idee eines wertorientierten Managements an Punkten kritisiert, die eine solche Kritik nicht rechtfertigen. Das tatsächliche Problem des heutigen wertorientierten Managements, nämlich das Gleichsetzen von Wertorientierung und Kapitalmarktorientierung, wird dagegen (noch) nicht thematisiert. Das Problem der heutigen Praxis wertorientierter Unternehmensführungssysteme besteht darin, dass noch immer von der Fiktion vollkommener Kapitalmärkte ausgegangen wird, auf denen sich sämtliche Informationen erwartungstreu in den Börsenkursen widerspiegeln. Damit vergibt sich das Management die Chance, überlegene unternehmensinterne Informationen für eine bessere Fundierung unternehmerischer Entscheidungen zu nutzen, was vermeidbare Fehlinvestitionen und tendenziell insgesamt ein wohl zu geringes Investitionsvolumen aufgrund der Überschätzung von Kapitalkosten zur Folge hat. Die Vernachlässigung unternehmensspezifischer (unsystematischer) Risiken führt zu einer Unterschätzung der Bedeutung von Risikomanagement-Aktivitäten, die zur Absicherung des Unternehmens beitragen und einem positiven Wertbeitrag zur Folge haben (vgl. z.B. Pritsch, G./Hommel, U., 1997 und Froot, K. A./Scharfstein, D. S./Stein, J. C., 1993).

Der Weg für die Zukunft des wertorientierten Managements besteht in einer präziseren Klarstellung, was sich unter dem sogenannten «Paradigma der Wertorientierung»

tatsächlich verbirgt: Wertorientiertes Management bedeutet eine Orientierung an den Interessen der Eigentümer mit dem Unternehmenswert als zentralen Erfolgsmaßstab. Für die unternehmerischen Entscheidungen sollten dabei jedoch besser verfügbare Informationen, speziell auch über die Risiken, genutzt werden – und dies sind üblicherweise nicht die unvollkommenen Informationen, die sich an den Kursbewegungen am Kapitalmarkt widerspiegeln. Eine Schlüsselstellung für den Ausbau wertorientierter Steuerungssysteme hat hier das Risikomanagement und der Aufbau von Kompetenz im Umgang mit Risiken im Bereich des Controllings (Winter, P., 2007). Unternehmensinterne Risikoinformationen können genutzt werden, um mit dem Eigenkapitalbedarf ein leistungsfähiges Risikomaß für die Fundierung von Kapitalkostenätzen und Unternehmenswert abzuleiten. In diesem Verständnis wird wertorientiertes Management sich als überlegenes und theoretisch sauber fundiertes Konzept einer erfolgreichen Unternehmensführung etablieren, und so methodische Basis des Controllings.

#### Kontakt

**Future Value Group**  
Institut für Wertorientiertes  
Management Schweiz

Dr. René Salzmann  
Managing Partner

[www.futurevalue.de](http://www.futurevalue.de)