

Veröffentlicht in

Der Aufsichtsrat

11/2006

„Argumentationsfallen erkennen:
Managermythen“

S. 2-3

Mit freundlicher Genehmigung der
“Der Aufsichtsrat“-Redaktion

(www.aufsichtsrat.de)

Dr. Werner Gleißner^{*)}

Argumentationsfallen erkennen: Managermythen

Vorstände und Geschäftsführer treffen Entscheidungen, die durch Berater oder Controller vorbereitet werden; sie sind vom Aufsichtsrat zu überwachen. Die Entscheidungen basieren auf einer bestimmten Vorstellung über strategische Grundsätze und einem bestimmten Verständnis einer wertorientierten Unternehmensführung. Ein genauerer Blick auf viele „Grundregeln der Unternehmensführung“, die scheinbar einen breiten Konsens genießen, zeigt jedoch, dass diese oft allgemein nicht haltbar sind und gravierende Fehlentscheidungen zur Folge haben können. Einige dieser „Mythen“, die als Argumente für oder gegen Handlungsvorschläge genutzt werden, sollte der Aufsichtsrat kennen.

„Der Nutzen des Aufsichtsrats resultiert aus dem kritischen Hinterfragen scheinbar klarer Strategieentscheidungen.“

1. Mythos: Eine Strategie der „Konzentration“ ist einer Strategie der „Diversifikation“ vorzuziehen

Ja, aber „Konzentration“ und „Diversifikation“ sind gar keine Gegensätze: „Konzentration auf die Kernkompetenzen“ bezieht sich auf das Fähigkeiten-Profil des Unternehmens, während „Diversifikation“ (meist) auf die Absatzmärkte (Regionen, Zielgruppen) Bezug nimmt. Beide Aspekte sind damit durchaus sinnvoll.

Und: Diversifizierte Unternehmen zeigen in vielen empirischen Untersuchungen keine geringere Rendite als fokussierte Unternehmen. Diversifikation mit ihrer risikoreduzierenden Wirkung hilft, die Ertragsstabilität sowie das Rating zu verbessern und den Bedarf an knappem Eigenkapital zur Deckung potenzieller Verluste zu reduzieren.

2. Mythos: Ein negativer EVA (Economic Value Added) zeigt einen sinkenden Unternehmenswert und legt den Rückzug aus diesem Geschäftsfeld nahe

Ja, aber auch mit einem negativen EVA bleibt der Unternehmenswert bei konstanten (erwarteten) Erträgen und Kapitalkostensätzen konstant. Aus der Veränderung des EVA einer Periode kann nicht auf die Veränderung des Unternehmenswerts geschlossen werden, der von allen zukünftig erwarteten EVAs abhängt.

Und: Unabhängig vom EVA ist der Ausstieg aus einem Geschäftsfeld sinnvoll, wenn der erzielte Verkaufspreis höher liegt als der berechnete Unternehmenswert (der jedoch nicht aus dem EVA einer Periode abgeleitet werden kann).

3. Mythos: Die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens liegen beispielsweise bei 12%, was die Mindestanforderung an die Rendite von Investitionen beeinflusst

Ja, aber: Für die Bewertung eines Investitionsprojekts sind jeweils individuell risikogerechte Diskontierungszinsen

zu bestimmen – diese sind nicht die durchschnittlichen Kapitalkosten eines Unternehmens. Die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens entsprechen der zu erwartenden Rendite einer risikoreichen Alternativenanlage.

Und: Aufgrund des „Equity Premium Puzzles“ liegt die historische Rendite am Aktienmarkt wegen einer Veränderung des Bewertungsniveaus (KGV) über der zukünftig zu erwartenden Rendite. Realistische Schätzer für die Eigenkapitalkosten müssen sich an der zukünftig zu erwartenden Rendite orientieren, die sich aus Dividendenrendite und erwarteter Gewinnwachstumsrate (und damit volkswirtschaftlicher Wachstumsrate) ergibt (derzeit ca. 7-8%). Ein bei vielen Unternehmen zu hoch geschätzter Wert der Kapitalkosten führt dazu, dass an sich wertsteigernde Investitionen nicht durchgeführt, Wachstumspotenzial und Wertsteigerungsmöglichkeiten damit nicht realisiert werden.

4. Mythos: Die Fremdkapitalkosten lassen sich durch die Betrachtung der vertraglichen Fremdkapitalzinssätze leicht ermitteln

Ja, aber: Fremdkapitalkosten entsprechen der erwarteten Rendite der Fremdkapitalgeber, die niedriger als der vertraglich vereinbarte Fremdkapitalzinssatz ist, da der mögliche Ausfall des Kreditnehmers durch Insolvenz berücksichtigt werden muss.

5. Mythos: Die Maximierung der Kapitalrendite „ROCE“ (oder des „Value-Spread“) führt zu einer Maximierung des Unternehmenswerts

Ja, aber: Selbst bei einer korrekten Ermittlung von Rendite und Kapitalkostensätzen ist eine Maximierung der Rendite oder des Value Spread wertvernichtend. Das Unternehmen müsste sich nämlich genau auf gerade die (extrem wenigen) maximal rentablen Investitionen fokussieren (also gerade einen Euro einsetzen). Eine Steigerung des Investitionsvolumens kann auch bei

^{*)} Dr. Werner Gleißner, Vorstand der FutureValue Group AG und Geschäftsführer der RMCE RiskCon GmbH, Leinfelden-Echterdingen.

sinkender Durchschnittsrendite wertsteigernd sein, solange die projektspezifischen Kapitalkosten verdient werden.

6. Mythos: Das Rating ist ein Maß für den Risikoumfang eines Unternehmens

Ja; aber: Das Rating eines Unternehmens durch ein Kreditinstitut basiert im Wesentlichen auf den (historischen) Jahresabschlusskennzahlen, die den tatsächlichen Umfang von Risiken nicht widerspiegeln. Es zeigt im Wesentlichen die Risikotragfähigkeit aus Sicht der Gläubiger – und eben nicht den Risikoumfang. Das auf historischen Finanzdaten (Eigenkapitalquote, Gesamtkapitalrendite etc.) basierende Rating ist teilweise zufallsbedingt, weil sich hier die zufällig gerade im letzten Geschäftsjahr „eingeschlagenen“ Risiken widerspiegeln – und keine anderen.

Und: Der entscheidungsrelevante zukünftige Risikoumfang kann nur aus der Unternehmensplanung in Verbindung mit den Risiken, die Planabweichungen auslösen können, mittels Risikoaggregation abgeleitet werden (Ratingprognose).

Das Rating betrachtet das Unternehmen ausschließlich aus Sicht eines Gläubigers, was zu einer geringeren Relevanz der Chancen (möglichen positiven Abweichungen) führt. Eine Beurteilung des Risikoumfangs aus Sicht der Eigentümer, die sowohl positive als auch negative Planabweichungen betrachten (Chancen und Gefahren), ist damit mit dem Rating keinesfalls möglich. Ein relevanter Erfolgsmaßstab, der erwartete Erträge und Risiko gegeneinander abwägt, ist z.B. der Unternehmenswert.

7. Mythos: Unternehmen müssen sich auf große Kunden fokussieren

Ja, aber: Die empirische Erfolgsfaktorenforschung zeigt, dass die Abhängigkeit von großen Kunden und hohe Auftragsgrößen, die oft erhebliche Preiszugeständnisse implizieren, negative Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg haben.

8. Mythos: Die Unternehmensstrategie beschreibt allgemeine Überlegungen zur Zukunft des Unternehmens, seiner Vision und seiner Philosophie

Ja, aber: Die Unternehmensstrategie beschreibt einen konkreten Weg zur nachhaltigen Erfolgssicherung (dem Aufbau

von Erfolgspotenzialen) und ist daher deutlich von Vision, Mission oder Unternehmensphilosophie abzugrenzen. Sie hat klar umrissene Inhalte und muss Aussagen treffen zu (Kern-) Kompetenzen, Geschäftsfeldern und für die Kunden erkennbaren Wettbewerbsvorteilen, der Gestaltung der Wertschöpfungskette sowie zur strategischen Stoßrichtung (Wachstum, Risiko und Rentabilität).

9. Mythos: Wertorientierung bedeutet Kapitalmarktorientierung

Ja, aber: Wertorientierung bedeutet eine Orientierung an den Interessen der Eigentümer und damit die Verwendung des Unternehmenswerts als Zielgröße (Erfolgsmaßstab).

Und: Der Wert und der Börsenkurs eines Unternehmens können wegen Kapitalmarktunvollkommenheiten deutlich voneinander abweichen. Dies legt die Orientierung der Strategie des Unternehmens an einem intern abgeleiteten, fundamentalen Unternehmenswert (Bewertungsmodell) nahe.

Eine Kapitalmarktorientierung im Sinne der Ableitung von Informationen für unternehmerische Entscheidungen (z.B. Investitionen) auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten (d.h. historischen Kursen zur Berechnung des „Beta-Faktors“ für die Kapitalkosten) ist nicht angemessen, weil in unvollkommenen Kapitalmärkten die Unternehmensführung einen vorhandenen Informationsvorsprung gegenüber dem Kapitalmarkt nicht nutzen würde (Stichwort „Insider-Informationen“). In realen Märkten mit nicht perfekt diversifizierten Portfolios, Informationsvorsprung der Unternehmensführung und Konkurskosten sind auch unternehmensspezifische Risiken bewertungsrelevant, die im Beta-Faktor (des CAPM) nicht erfasst werden.

10. Mythos: Wertorientierte Unternehmensführung und die Berücksichtigung kultureller Werte stehen im Widerspruch zueinander

Ja, aber: Eine Maximierung des Unternehmenswerts erfordert eine Rücksichtnahme auf die kulturellen Werte der Mitarbeiter, da diese die Strategie umsetzen. Damit besteht kein Gegensatz.

Immer wieder also zeigt sich, dass vielen der von Stäben, Beratern oder Fachleuten vorgetragenen „Standardargumente“, mit denen Entscheidungsvorschläge untermauert werden, „Mythen“ zugrunde liegen, die einer kritischen Überprüfung nicht immer standhalten. Sie sind häufig nur unter sehr spezifischen Zusatzannahmen zutreffend. Die ausgewählten Beispiele zeigen, dass eine kritische Analyse von Argumenten und „Mythen“ erforderlich ist, um die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats zu gewährleisten.

Literaturhinweis:

Gleißner, FutureValue – 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung, Gabler: Wiesbaden 2004.

