

Veröffentlicht in

Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel
(Hrsg. Werner Gleißner/Günter Meier)
2001

„Strategisches Risiko-Management und Riskiopolitik“
S. 161-174

Mit freundlicher Genehmigung des
Gabler Verlag, Wiesbaden
(www.gabler.de)

des Marktwertes des Eigenkapitals. Für diese Berechnung werden die gewichteten Kapitalkosten benötigt. Diese wiederum lassen sich aber nur berechnen, wenn der Marktwert des Eigenkapitals bekannt ist. Mathematisch korrekt kann man dieses Problem im allgemeinen nur durch Iteration lösen.

Ein anderer Ansatz zur Bestimmung der *WACC* ist, nicht auf das tatsächlich vorhandene Eigenkapital aufzusetzen, sondern auf dem Eigenkapitalbedarf, was beispielsweise bei einer Unternehmensgründung die naheliegende Sichtweise ist. Grundüberlegung dabei ist, dass Eigenkapital der Risikodeckung dient. Ein Unternehmen muss also nur soviel vorhalten, wie es zur Risikodeckung benötigt. Mehr Eigenkapital würde nur die Kapitalkosten unnötig erhöhen, da Fremdkapital günstiger zu beschaffen ist.

Als Gesamtkapital wird in dieser Berechnung auch nicht auf das bilanzielle Gesamtkapital zurückgegriffen, sondern auf das (betriebsnotwendige) Capital Employed (CE). Grundsätzlich soll bei der Unternehmensbewertung nämlich der Erfolg im operativen Geschäft im Vordergrund stehen, weshalb hier auch nur das dafür nötige Kapital (Vermögen) betrachtet wird. Mit dieser Vorgehensweise wird auch das Zirkularitätsproblem umgangen.

Anmerkungen

- 1 In Anlehnung an: Keil, Roland: Strategieentwicklung bei qualitativen Zielen, Berlin 1996.
- 2 In der Literatur findet man durchaus auch andere Belegungen dieser Begriffe. Dabei werden meist zwei Arten der *Unsicherheit* – hier als Überbegriff verwendet – unterschieden:
 1. *Risiko*: Bei Entscheidungen unter Risiko sind zwar bestimmte relevante Daten nicht sicher bekannt, aber es ist zumindest bekannt, mit welcher (objektiven oder eventuell auch subjektiven) Wahrscheinlichkeit bestimmte mögliche Umweltzustände eintreten.
 2. *Ungewissheit*: Bei Entscheidungen unter Ungewissheit sind zwar die möglichen Umweltzustände bekannt, die Wahrscheinlichkeit des jeweiligen Eintretens aber (zunächst) nicht. (Bei manchen Entscheidungssituationen – z. B. bei technologischen Prognosen – lassen sich nicht einmal mehr die möglichen zukünftigen Zustände vollständig angeben.)
- 3 In Anlehnung an Gleißner, Faustregeln für Unternehmer, 2000, S. 201–203.
- 4 Eine reelle Variable, die je nach Ausgang eines Versuchs, also in Abhängigkeit vom Zufall, verschiedene Werte annimmt, heißt eine Zufallsvariable.
- 5 Mathematisch korrekt ist es, zu definieren „endlich oder abzählbar unendlich viele“.
- 6 Zur wahrscheinlichkeitstheoretischen Deutung von μ und σ siehe unten.
- 7 Da eine solche Bestimmung nur sehr schwer möglich ist, gibt es auch Ansätze die Kapitalkosten qualitativ zu ermitteln. Die Boston Consulting Group (vgl. Lewis, Steigerung des Unternehmenswertes, 1994) hat beispielsweise ein Indikatormodell entwickelt, in dem anhand der Kriterien Kontrolle, Markt, Wettbewerber, Produkte/Konzepte, Markteintrittsbarrieren sowie Kostenstruktur versucht wird, Eigenkapitalkosten risikoadäquat anzupassen.
- 8 Dabei ist $R_j = \lambda_j - \lambda_0$.

Strategisches Risiko-Management und Risikopolitik*

Werner Gleißner

1. Die strategische Dimension des Risiko-Managements

Risiko-Management wurde in der Vergangenheit primär dem operativen Management zugeordnet. Bei der Betrachtung des Risiko-Managements dominierten auch eher operative Themen, wie die Optimierung des Versicherungsschutzes unter Kostengesichtspunkten, Notfallpläne für den Fall eines Brandes oder interne Kontrollsysteme zum Schutz vor Untreue.

Durch das KonTraG für den Unternehmensbereich von 1998¹ und die zunehmende Bedeutung von Ansätzen einer wertorientierten Unternehmensführungen („Shareholder-Value“) gewinnt die strategische Dimension des Risiko-Managements zunehmend an Bedeutung. Wertorientierte Unternehmenssteuerungssysteme zeigen, dass Risiken – über den Diskontierungsfaktor der zukünftigen Free-Cash-Flows – den Unternehmenswert und damit die primäre Zielgröße der strategischen Planung maßgeblich mitbestimmen.²

Das KonTraG fordert zudem die Früherkennung von bestandsgefährdenden Risiken und das sind natürlich häufig diejenigen, die den Erfolg der Unternehmensstrategie als Ganzes – speziell die Erfolgspotenziale des Unternehmens – bedrohen.

Im Rahmen dieses Beitrags soll daher zunächst aufgezeigt werden, welche Themen von strategischer Bedeutung im Rahmen des Risiko-Managements zu bearbeiten und in der Risikopolitik zu fixieren sind. Ergänzend werden Ansatzpunkte aufgezeigt, wie Risiko-Managementsysteme in umfassendere wertorientierte Steuerungssysteme eingebunden werden können.

2. Zentrale strategische Fragen des Risiko-Managements

Strategisches Risiko-Management umfasst alle unternehmerischen Maßnahmen des Umgangs mit Risiken, die auf eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes (Erfolgs) abzielen. Damit ist das Strategische Risiko-Management Bestandteil der strategischen Unternehmensführung.

Im Kontext eines strategischen Risiko-Managements sind insbesondere die folgenden vier Fragen zu beantworten:

* Der Beitrag ist – mit einigen Ergänzungen – im Wesentlichen übernommen aus „Der Betrieb“, 33/2000, S. 1625–1629.

1. Welche Faktoren bedrohen Erfolg und Erfolgspotenziale?
2. Welche Kernrisiken soll das Unternehmen selbst tragen?
3. Welches Performancemaß ist Basis der Unternehmenssteuerung?
4. Welche Eigenkapitalausstattung ist als „Risikodeckungspotenzial“ nötig?

Strategische Risiken: Welche Faktoren bedrohen Erfolg und Erfolgspotenziale?

Bei der Risikoanalyse werden zunächst alle auf das Unternehmen einwirkende Einzelrisiken systematisch identifiziert und anschließend hinsichtlich Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitativen Auswirkungen bewertet.

Genau wie der Erfolg eines Unternehmens mittels steigender Gewinne letztendlich eine notwendige (wenn auch nicht hinreichende) Bedingung für eine günstige Liquiditätsentwicklung ist, sind Erfolgspotenziale die Voraussetzung für zukünftige Gewinne bzw. Cash-Flows. Für ein strategisches Risiko-Management ist es zwingend erforderlich, zunächst die Unternehmensziele (z. B. Wertsteigerung) zu kennen und damit „Unternehmenserfolg“ zu operationalisieren. Auf dieser Grundlage kann dann erarbeitet werden, welche Erfolgspotenziale, also Kernkompetenzen, interne Stärken und Wettbewerbsvorteile, die zukünftigen Gewinne und letztlich die Liquidität maßgeblich beeinflussen. Als eine Kernkompetenz wird hier eine Fähigkeit angesehen, die zukünftig den Aufbau der vom Kunden wahrnehmbare Wettbewerbsvorteile ermöglicht. Abbildung 1 verdeutlicht die Zusammenhänge.

Der Auf- und Ausbau von Kernkompetenzen, also seltener und von Wettbewerbern schwierig kopierbarer Fähigkeiten, zukünftig Wettbewerbsvorteile zu schaffen, ist eine zentrale Aufgabe der strategischen Unternehmensführung.

Wenn bekannt ist, welche Faktoren für den Unternehmenserfolg maßgeblich sind, kann man in einem weiteren Schritt die „strategischen Risiken“ ermitteln. Strategische Risiken

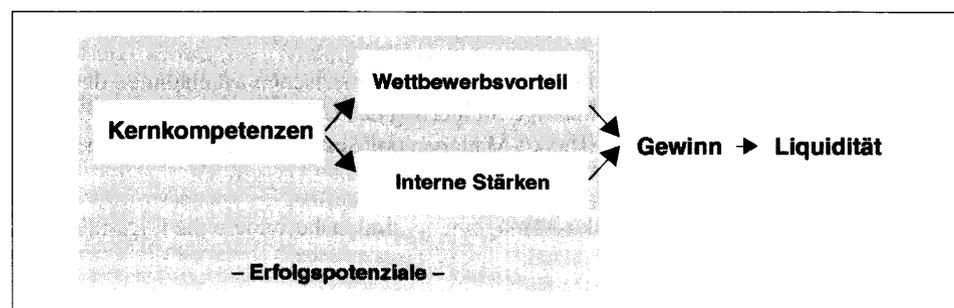


Abbildung 1: Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile und interne Stärken

sind dabei all jene Risiken, die zu einer wesentlichen Beeinträchtigung der Erfolgspotenziale des Unternehmens führen können. Wenn beispielsweise das fachliche Know-how einer kleinen Gruppe von Mitarbeitern für den Unternehmenserfolg entscheidend ist, wäre der mögliche Verlust dieser Mitarbeiter – durch Krankheit, Rente oder Abwerbung von Konkurrenten – ein solches strategisches Risiko.

Diesen Risiken ist auf Grund ihrer Bedeutung für die Zukunftsperspektiven des Unternehmens die besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

Welche Kernrisiken soll das Unternehmen selbst tragen?

Um erfolgreich zu sein, muß ein Unternehmen bestrebt sein, Erfolgspotenziale aufzubauen. Dabei ist es unvermeidlich, dass gewisse Risiken eingegangen werden. Beispielsweise muss ein Unternehmen, dessen Kernkompetenzen aus bestimmten technologischen Fähigkeiten bestehen, Risiken bezüglich Forschungs- und Entwicklungsausgaben akzeptieren. Diese Risiken, die in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Aufbau bzw. der Nutzung von Erfolgspotenzialen stehen und kaum sinnvoll auf Dritte übertragen werden können, werden als **Kernrisiken** bezeichnet. Bei allen anderen Risiken sollte dagegen geprüft werden, ob diese nicht zu akzeptablen Kosten auf andere Wirtschaftssubjekte übertragen werden können („Risikotransfer“). Neben den Versicherungslösungen kann auch die geeignete Gestaltung von Verträgen mit Kunden und Lieferanten, sowie der Einsatz von Derivaten auf Währungen, Zinsen oder Rohstoffpreisen, zum Risikotransfer genutzt werden. Ein Unternehmen hat durch den Transfer solcher „peripherer Risiken“ (**Randrisiken**) den Vorteil, dass es mehr Risiken beim Aufbau von Erfolgspotenzialen eingehen kann, ohne das Risikodeckungspotenzial des vorhandenen Eigenkapitals zu überziehen. Wenn beispielsweise ein Unternehmen alle Zins-, Währungs- und Rohstoffpreiserisiken durch den Einsatz von Derivaten hedgt, können bei gegebenen Eigenkapital weitere Risiken aus zusätzlichen Investitionen oder Forschungsprojekten – mit deren Hilfe die Wettbewerbsposition ausgebaut werden kann – eingegangen werden. Gezieltes Risiko-Management fördert so den Aufbau der Erfolgspotenziale eines Unternehmens.

Grundsätzlich sollte ein Unternehmen ein Risiko tendenziell dann selbst tragen, wenn:

- Das Risiko in unmittelbarem Bezug zu den Kernaktivitäten/Kernkompetenzen steht.
- Für dieses Risiko kein organisierter, liquider Markt existiert.
- Die Eigenkapitalausstattung gemessen am aggregierten Risikoumfang sehr hoch ist.
- Das Risiko zu Frequenzschäden mit geringer Schadenshöhe führt.
- Der eigene Schadenserwartungswert bezüglich dieses Risikos unter dem Durchschnitt anderer (vergleichbarer) Unternehmen liegt und Informationsasymmetrie herrscht.

Welches Performancemaß ist Basis der Unternehmenssteuerung?

Traditionelle Rentabilitätsmaßstäbe – wie die Eigen- oder Gesamtkapitalrendite – erfassen keine Risikowirkungen. Daher werden eher riskante Aktivitäten mit hohen erwarteten Renditen – aber eben auch hohen Risiken – durchgeführt, die durchaus nicht zwangsläufig einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert haben müssen. Ein zentrales Thema für das strategische Risiko-Management ist die Auswahl eines Performancemaßstabs für die Unternehmenssteuerung, der unterschiedliche Risiken geeignet erfassen kann.

Damit ein (neues) Geschäftsfeld oder eine Investition einen positiven Beitrag zum Unternehmenswert leistet, ist es erforderlich, dass seine Rendite größer ist als seine risikoabhängigen Kapitalkosten. Der Wertgewinn einer Unternehmensaktivität läßt sich dabei mit dem Economic-Value-Added (EVA)³ in Abhängigkeit der Differenz von Rendite und Kapitalkosten angeben:

$$EVA = \text{Kapitalbindung} * (\text{Rendite} - \text{Kapitalkostensatz})$$

Finanziert wird eine Investition oder ein Geschäftsfeld mit Eigen- und Fremdkapital. Die Kapitalkosten ergeben sich daher als Mittelwert der Fremdkapitalkosten k_f (Darlehenszinssatz) und den (höheren) Eigenkapitalkosten k_e , wobei mit dem Steuersatz s die steuerlichen Vorteile des Fremdkapitals erfasst werden. Die Eigenkapitalkosten lassen sich beispielsweise mit dem CAPM berechnen, (vgl. Franke, G., Hax, H., Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 1999). Anstelle von Kapitalkosten spricht man auch von „weighted average cost of capital“ (WACC):

$$WACC = (1 - s) * FK * k_f + EK * k_e$$

Zu beachten ist, daß die Anteile an Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK) jeweils mit ihrem Marktwert – nicht dem Bilanzwert – zu gewichten sind. Der Eigenkapitalbedarf eines Geschäftsfeldes – und damit die Kapitalkosten und der EVA – hängen vom Risiko ab, was eine Integration des Risiko-Managements in eine wertorientierte Unternehmensführung erfordert.

Bei einem Unternehmen mit mehreren, unterschiedlich riskanten Geschäftsfeldern kann man den Eigenkapitalbedarf (Risikodeckungspotenzial) jedes Geschäftsfeldes mit dem Risikoumfang (Value-at-Risk) bestimmen und daraus dessen Kapitalkosten und den Wertbeitrag (EVA) ableiten. Ergänzend kann man aus dem errechneten Risikoumfang auch risikoadjustierte Rentabilitätsmaße für die zukünftige Unternehmenssteuerung ableiten, wie z. B. den RoRaC (= „Return on risk adjusted capital“), der sich als Quotient von Gewinn und Eigenkapitalbedarf (= RAC oder „Risikokapital“) berechnen lässt.

Welche Eigenkapitalausstattung ist als „Risikodeckungspotenzial“ nötig?

Die erforderliche Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens ist vom Risikoumfang abhängig. Das Eigenkapital ist letztlich das Risikodeckungspotenzial eines Unternehmens, das die (aggregierten) Wirkungen aller Risiken zu tragen hat.⁴ Für eine fundierte Beantwortung der Frage nach der angemessenen Eigenkapitalausstattung ist eine weitgehende Risikoanalyse unumgänglich, die neben Markt- und Leistungsrisiken auch die Kostenstruktur betrachtet. Da Eigenkapital teurer als Fremdkapital ist, sollte auch eine unnötig hohe Ausstattung des Unternehmens mit Eigenkapital vermieden werden, weil dies ceteris paribus die Gesamtkapitalkosten steigert und den Unternehmenswert senkt.

Primärer Ausgangspunkt der unternehmerischen Risiken ist der Markt, weil die zukünftigen Umsätze nicht sicher bekannt sind. Je unsicherer die zukünftigen Umsätze prognostizierbar sind (in der Regel, wenn sie sehr stark schwanken), desto höher das Marktrisiko. Konjunktur- oder modeabhängige Branchen und solche ohne langfristigen Lieferverträge oder mit starken Änderungen oder ungünstigen Ausprägungen der Wettbewerbskräfte sind tendenziell riskanter. Daneben sind natürlich auch die Leistungsrisiken – wie z. B. Feuer Schäden oder Maschinenausfall – zu beachten. Im Gegensatz zu den nachfrageseitigen Marktrisiken umfassen sie die angebotsseitigen Risiken, die zu einem teilweisen oder vollständigen Ausfall der Leistungserstellung (Produktion) oder zumindest zu ungeplanten Erhöhungen der Leistungserstellungskosten führen.

Die Höhe der Auswirkungen des Marktrisikos auf die Unternehmensgewinne, also das sogenannte Kostenstrukturrisiko, hängt von der Flexibilität der Kostenstruktur ab. Entscheidend ist, wie schnell die Kosten bei rückläufigen Umsätzen abgebaut werden können. Etwas vereinfachend kann man deshalb den Anteil der Fixkosten am Umsatz als Maß für das Kostenstrukturrisiko ansehen. Je höher der fixe Anteil, desto gefährlicher ist ein Umsatzrückgang. Die Auswirkungen der Gewinnschwankungen auf die Rentabilität des Unternehmens hängt von der Kapitalbindung und der Finanzierungsstruktur ab. Bei einer geringen Eigenkapitalquote sind die Wirkungen von Gewinnschwankungen besonders gravierend.

Interessant ist im Zusammenhang mit der Bestimmung der angemessenen Eigenkapitalausstattung der Bezug zwischen Eigenkapital einerseits und den Kapitalkosten (WACC) andererseits. Abbildung 2 verdeutlicht diese Abhängigkeit: Aus der Aggregation der einzelnen identifizierten und bewerteten Risiken ergibt sich der Eigenkapitalbedarf, der zur Deckung dieser Risiken erforderlich ist. Um die Kapitalkosten nicht übermäßig hoch werden zu lassen, bietet es sich an, die tatsächliche Eigenkapitalausstattung an diesem Eigenkapitalbedarf zu orientieren, weil eine höhere Ausstattung mit teurem Eigenkapital die Kapitalkosten unnötig verteuert und so letztlich den Wertzuwachs (EVA) des Unternehmens senkt. Diese Betrachtungsweise zeigt, dass die Risikoanalyse und die Risikoaggregation die Datengrundlage für eine fundierte Bestimmung angemessener Kapitalkosten liefern und somit zwangsläufig eine hohe Bedeutung in jedem wertorientierten Unternehmenssteuerungssystem haben.

Zu beachten ist, dass der Eigenkapitalbedarf eines diversifizierten Unternehmens niedriger ist als die Summe der unabhängig berechneten einzelnen Eigenkapitalerfordernisse der Tochtergesellschaften. So senkt die Diversifikation letztendlich die Kapitalkosten.

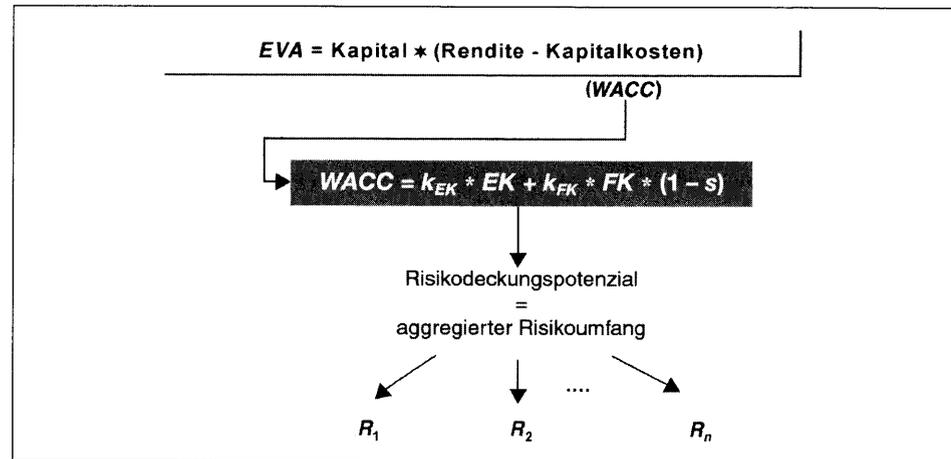


Abbildung 2: Aggregierte Risikoposition und Kapitalkosten

Sofern Diversifikation am Markt folglich intern auf ausreichenden Kompetenzen basiert, ist eine derartige Strategie unter Risikogesichtspunkten durchaus sinnvoll.

3. Risikopolitik als Element der Unternehmensstrategie

Inhalte einer Unternehmensstrategie

Die strategische Unternehmensführung gibt die „Leitlinie“ für alle operativen unternehmerischen Maßnahmen vor und zielt primär auf den Aufbau von **Erfolgspotenzialen**, die selbst wiederum den Unternehmenswert steigern. Eine solche wertorientierte Unternehmensführung ist ein gezieltes Management von Chancen **und** Risiken (Gefahren) in einem dynamischen Umfeld. Präziser spricht man von Risiko dann, wenn die Wahrscheinlichkeitsverteilungen bekannt sind. Ansonsten spricht man von Ungewissheit.

Im Folgenden werden zunächst die Kernaussagen einer Unternehmensstrategie zusammengefasst, um dann speziell auf die Risikopolitik einzugehen.

Im Rahmen der Unternehmensstrategie werden die Grundaussagen zur langfristigen Ausrichtung und Erfolgssicherung des Unternehmens fixiert.⁵ Dabei werden insbesondere Aussagen über die zu sichernden bzw. auszubauenden Kernkompetenzen, die Geschäftsfelder und die dort jeweils anzustrebenden Wettbewerbsvorteile sowie die grundsätzliche Gestaltung der Wertschöpfungskette getroffen. Da sich Wettbewerbsvorteile oft schnell entwerten, sollte ein Unternehmen bevorzugt Kernkompetenzen aufbauen, die jederzeit – in verschiedenen Märkten – neue Wettbewerbsvorteile generieren lassen. Während Wettbewerbsvorteile somit den heutigen Markterfolg eines Unternehmens erklären, sind

Kernkompetenzen die Determinanten zukünftiger Erfolge. Häufig sind Kernkompetenzen an das Wissen sowie die besonderen Fähigkeiten und Erfahrungen einer eingespielten Gruppe von Mitarbeitern des Unternehmens gebunden. Eine **Kernkompetenz** muss folgende Eigenschaften erfüllen:

- Sie muss einen erheblichen Beitrag zum Kundennutzen leisten.
- Sie ist sehr selten und von Wettbewerbern nur schwierig zu kopieren, was insbesondere impliziert, dass diese nicht (wie z. B. Maschinen) am Markt käuflich ist.
- Sie sollte für eine Vielzahl von Märkten/Geschäftsfeldern bedeutsam sein.

Bei der strategischen Gestaltung der Wertschöpfungskette geht es darum zu entscheiden, welche Teilleistungen das Unternehmen selbst erbringen und welche es fremdvergeben möchte. Grundsätzlich sind dabei alle Wertschöpfungsteile, die im engen Zusammenhang mit Kernkompetenzen sind, selbst zu erstellen. Die Fremdvergabe von Wertschöpfungsteilen bringt grundsätzlich den Vorteil, dass dabei fixe durch variable Kosten ersetzt werden, was tendenziell die Risiken senkt, wenn nicht zugleich durch die entstehenden Schnittstelle zusätzlich Probleme (z. B. bezüglich Lieferzuverlässigkeit) entstehen. Unter Risikogesichtspunkten kann man insbesondere dann von einer sehr stabilen Wertschöpfungskette ausgehen, wenn sie in möglichst mehr als einem Bereich zentrale Kernkompetenzen aufweist, also beispielsweise sowohl im Bereich „Marketing und Vertrieb“, wie auch im Bereich „Forschung und Entwicklung“. Bei solchen „mehrgipfligen“ Kompetenzprofilen kann man nämlich davon ausgehen, dass gleichzeitige Bedrohungen mehrerer unterschiedlicher Kompetenzbereiche eher unwahrscheinlich sind.

Über die genannten Aspekte hinausgehend wird im Rahmen der Unternehmensstrategie aufgezeigt, mit Hilfe welcher „strategischer Stoßrichtung“ die größte Wertsteigerung in den nächsten Jahren zu erwarten ist. Da sich der Unternehmenswert als Summe der risiko-adäquat diskontierten zukünftigen „freien Cash-Flows“ beschreiben lässt, können grundsätzlich die folgenden vier primären Determinanten des Unternehmenswertes, die „Werttreiber“, abgeleitet werden:

- 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.

Die hier skizzierten Kernaussagen einer Unternehmensstrategie sind im folgenden „Strategiequadranten“ (Abbildung 3) noch einmal zusammenfassend dargestellt:

Unternehmen mit erfolgreichen Strategien sind – wie die empirische Erfolgsfaktorenforschung belegt – oft gekennzeichnet durch folgende Charakteristika:

- Sie konzentrieren sich in attraktiven, wachsenden Tätigkeitsfeldern auf zentrale Kundenprobleme und schaffen hier eine klare Differenzierung von den Wettbewerbern, die oft zu einer marktführenden Stellung führt.
- Sie bauen Kernkompetenzen auf, die langfristig wertvoll sind.

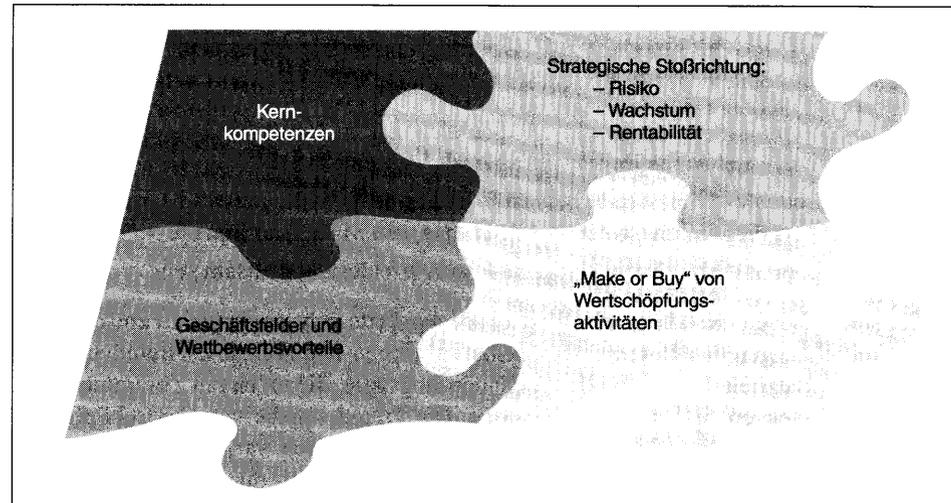


Abbildung 3: Kernaussagen der Unternehmensstrategie

- Sie erhöhen die Anpassungsflexibilität des Unternehmens und vermeiden Risiken, denen keine adäquaten Erträge gegenüber stehen.
- Sie gestalten die Prozesse der Wertschöpfungskette unter Beachtung strategischer Vorgaben möglichst einfach und effizient.

Im folgenden Abschnitt wird die Risikopolitik als Komponente der Unternehmensstrategie etwas näher betrachtet.

Risikopolitik

Die Risikopolitik ist der Teil der Unternehmensstrategie, der explizit Aussagen zum Umgang mit Risiken trifft und setzt damit auch die Rahmenbedingungen für den Aufbau von Risiko-Managementsystemen. Die Formulierung von solchen risikopolitischen Grundsätzen, die in der Risikopolitik zusammengefasst werden, gehört auf Grund ihrer strategischen Bedeutung zu den Aufgaben der Unternehmensführung. Sie wird dabei meist vom Risiko-Manager unterstützt.

Nach den bisher erläuterten zentralen Fragen des strategischen Risiko-Managements und der Unternehmensstrategie im Allgemeinen kann man die typischen Themen einer Risikopolitik unmittelbar ableiten: Die Risikopolitik hat insbesondere Aussagen zu treffen zu

- Entscheidungskriterien, die ein Abwägen von Rendite und Risiko erlauben;
- der Obergrenze für den Gesamtumfang der Risiken bzw. zur erforderlichen Eigenkapitalausstattung;
- der Aufteilung der Risiken in Kern- und Randrisiken;
- den Limiten für einzelne Risiken.

Folgendes Beispiel veranschaulicht die Risikopolitik:

Risikopolitik der Muster AG

1. Die Strategie der Muster AG basiert auf den Grundüberlegungen einer wertorientierten Unternehmensführung. Dies bedeutet für die Risikopolitik, dass das Unternehmen bereit ist, unternehmerische Risiken einzugehen, sofern durch die damit eingeleiteten Geschäftsaktivitäten und den daraus resultierenden zusätzlichen Ertragschancen eine Steigerung des Unternehmenswerts zu erwarten ist. Im Rahmen des Risiko-Managementsystems sollen somit grundsätzlich unternehmerische Risiken durch ein Gegenüberstellen von Chancen und Gefahren abgewogen werden.
2. Als wesentlicher Werttreiber zur Steigerung des Unternehmenswertes in den nächsten fünf Jahren ist die Umsatzsteigerung durch (a) die Einführung unserer neuen Produktlinie und (b) die Erschließung des amerikanischen Marktes anzusehen. Die Möglichkeiten einer Erhöhung der Rentabilität bzw. der gezielten Reduzierung des Unternehmensrisikos werden dagegen als relativ beschränkt eingeschätzt. Im Grundsatz zielt die Risikopolitik aber darauf ab, die Erhöhung der Risikoposition durch den Eintritt in den amerikanischen Markt durch risikosenkende Maßnahmen an anderen Stellen (z. B. Transfer von Währungsrisiken und der Substitution von fixen durch variable Kosten) konstant zu halten.
3. Die Risikopolitik der Muster AG geht von der Grundposition aus, dass das dem Unternehmen zur Verfügung stehende Risikodeckungspotenzial – insbesondere also das Eigenkapital – mindestens dem vorhandenen aggregierten Risikoumfang entspricht. Dabei wird ein externes Rating von BBB+ angestrebt.
4. Unternehmerische Kernrisiken, insbesondere also die Risiken von Seiten des Marktes (z. B. Nachfrageschwankungen) wird das Unternehmen selbst tragen. Ebenso zu den Kernrisiken gehören dabei Risiken aus der Entwicklung neuer Produkte. Alle nicht zu diesen Kerntätigkeitsfeldern des Unternehmens gehörende Risiken, die Randrisiken, wie z. B. Zinsänderungs-, Währungs-, Haftpflicht- oder Sachschadensrisiken will das Unternehmen tendenziell auf Dritte übertragen.
5. Im Rahmen der Risikopolitik definiert der Vorstand folgende Limite als Obergrenze für Risiken:
 - Derivate werden grundsätzlich nur eingesetzt, um Absicherungen (z. B. bezüglich Zins- oder Wechselkurschwankung) vorzunehmen.
 - Nicht abgesicherte Währungspositionen dürfen 5 Prozent des budgetierten Jahresumsatzes nicht überschreiten.
 - Die Abhängigkeit von einem einzelnen Kunden soll 15 Prozent des Gesamtumsatzes nicht überschreiten.
 - Die Eigenkapitalquote des Unternehmens soll mindestens 30 Prozent der Bilanzsumme betragen. Außerdem soll das Eigenkapital mindestens das 6fache des Value-at-Risiks (95 Prozent Niveau) des EBIT betragen.
 - Der Aufwand für Forschung & Entwicklung und das Investitionsbudget sollen jeweils 10 Prozent des Jahresumsatzes nicht überschreiten.

4. Integrierte wertorientierte Steuerungssysteme

Die Risikopolitik gibt nur einen Orientierungsrahmen für den Umgang mit Risiken vor. Für eine fundierte Beurteilung konkreter (strategischer) Maßnahmen wäre ein integriertes strategisch orientiertes Steuerungssystem wünschenswert, das die Konsequenzen einer Maßnahme sowohl über den Transmissionsweg „Risiko und Kapitalkosten“ als auch über den Transmissionsweg „Ertrag bzw. freie Cash-Flows“ aufzeigen kann.

Die Grundidee beim Aufbau solch integrierter wertorientierter Steuerungssysteme ist es, die beiden primären Determinanten des Unternehmenswertes – die freien Cash-Flows und die Diskontierungszinssätze – durch zwei vernetzte Subsysteme, nämlich die Balanced Scorecard und das Risiko-Managementsystem fundiert abzuleiten.⁶

Eine „**Balanced Scorecard**“ ist ein strategisch orientiertes Steuerungssystem, welches für die Unternehmensführung ein sehr gut geeignetes Instrument zur Umsetzung von Unternehmensstrategien darstellt, also insbesondere zur gezielten Steuerung von Erfolgspotenzialen. Neben den üblichen finanziellen Kennzahlen (z. B. Rentabilität), die primär nur die Ergebnisse der unternehmerischen Tätigkeit zeigen, werden auch Kennzahlen einbezogen, die zukünftig die finanziellen Kennzahlen beeinflussen. Zu diesen sogenannten „**Leistungstreibern**“ (leading indicators) gehören Kennzahlen zur Beschreibung der Wettbewerbsposition (Kundenperspektive, z. B. Marktanteil, Kundentreue, Kundenzufriedenheit). Zudem werden Kennzahlen zur internen Stärke, also insbesondere der Effizienz der Arbeitsprozesse betrachtet (Prozessperspektive, z. B. Arbeitseffizienz, Ausschussquote). Aufgrund der hohen Bedeutung von Kernkompetenzen für die langfristigen Erfolgsperspektiven eines Unternehmens, runden Kennzahlen zur Mitarbeiterperspektive (Mitarbeiterzufriedenheit, Qualifikation, Zugriff zu Informationssystemen) eine Balanced Scorecard ab.⁷

Gerade für Unternehmensstrategien mit der Zielsetzung „Steigerung des Unternehmenswertes“ ist eine Balanced Scorecard ein nützliches Hilfsmittel. Eine Balanced Scorecard zeigt nämlich die „Werttreiber“ aus der „Marktperspektive“ und der „Prozessperspektive“, die die Umsätze und die (zahlungswirksamen) Kosten und somit letztendlich die den Unternehmenswert bestimmenden freien Cash-Flows beeinflussen (vgl. Abbildung 4).⁸

Der zusätzlich für die Unternehmenswertsteuerung erforderliche Diskontierungszinssatz (Kapitalkosten WACC) der freien Cash-Flows ist vom Risiko abhängig. Durch eine Aggregation der Risiken eines Unternehmens im Rahmen des Risiko-Managements lässt sich ermitteln, wie hoch der Eigenkapitalbedarf – als Risikodeckungspotenzial – ist und welche Kapitalkosten damit angemessen sind.⁹

Abbildung 4 zeigt zusammenfassend, wie Risikoanalyse und Risikoaggregationsmodell einerseits (links unten in der Abbildung) und die Balanced Scorecard andererseits (rechts unten in der Abbildung) in einem wertorientierten Steuerungssystem verbunden sind. Ein solches integriertes wertorientiertes Steuerungssystem stellt die strategische Planung auf eine fundierte Datengrundlage. Die manchmal etwas „philosophisch“ anmutenden Kennzahlen der Balanced Scorecard werden so klar auf die Erklärung und Steuerung des Unter-

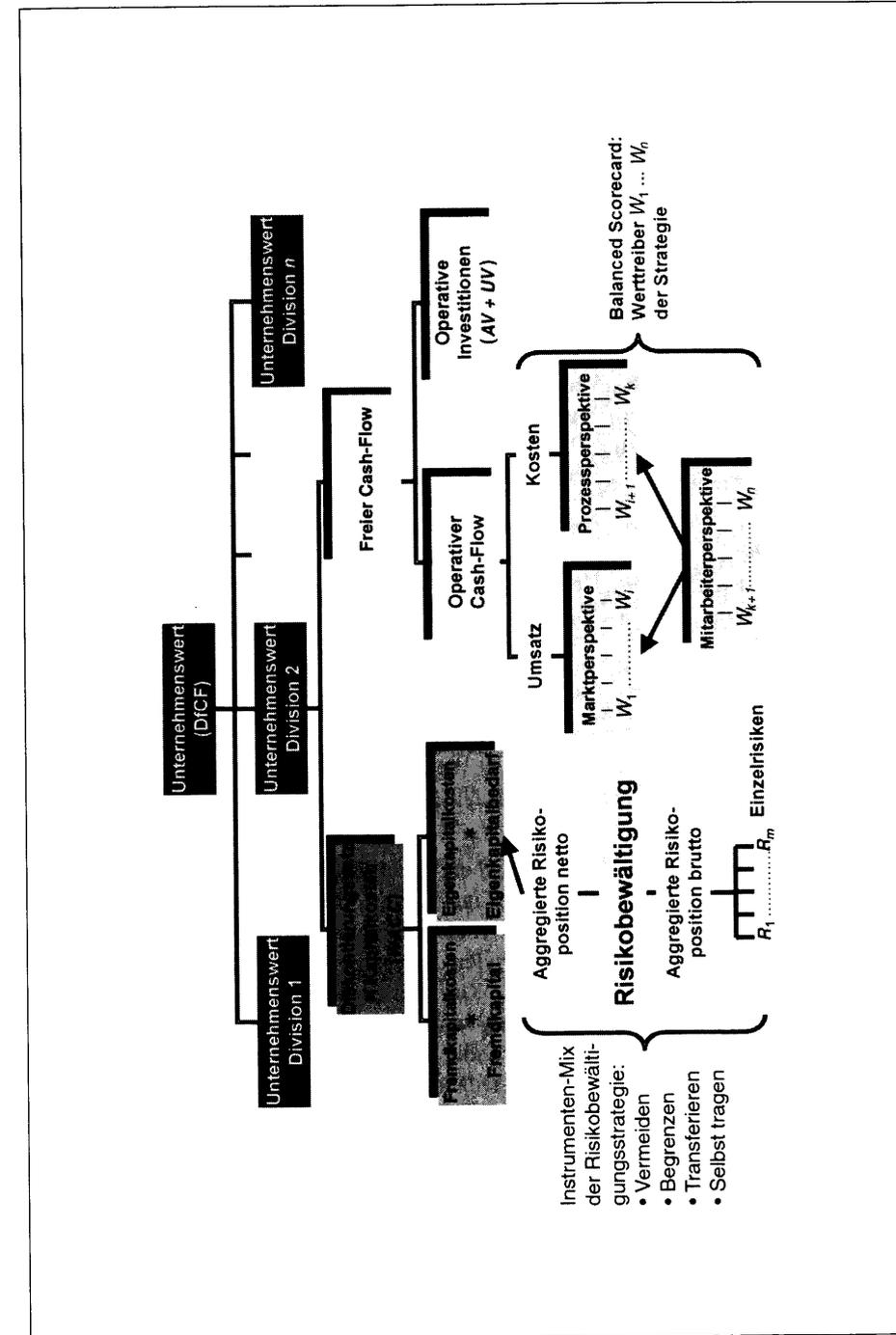


Abbildung 4: Integrierte Unternehmenssteuerungssysteme

nehmenswertes hin ausgerichtet und das Risiko-Management findet seinen Platz bei der Abschätzung der Kapitalkostensätze.

Erst solche integrierten wertorientierten Steuerungssysteme erlauben es, die Konsequenzen geplanter strategischer Maßnahmen auf den Unternehmenswert über alle Wirkungswege – Kapitalkosten und Cash-Flow – transparent zu machen. Sie tragen damit zu einer besseren Fundierung strategischer Entscheidungen bei.

5. Ausblick: Unsicherheit erfordert „robuste Unternehmen“

Eine wertorientierte Unternehmensführung fördert die bewußte Auseinandersetzung mit strategischen und operativen Risiken. Risiko-Management soll unternehmerische Initiativen, Innovationen und Wachstum nicht verhindern, sondern mithelfen, Gewinnpotenziale realistisch einzuschätzen und zu realisieren. Ein derart verstandenes Risiko-Management wird die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens verbessern und den Unternehmenswert steigern.

Die Risikopolitik beschreibt – wie erläutert – den Orientierungsrahmen für den Umgang mit Risiken. Wie ist jedoch dieser Orientierungsrahmen inhaltlich zu gestalten? Welche Konsequenzen ergeben sich für eine strategische Unternehmensgestaltung unter Risiko bzw. Unsicherheit?

Da bekanntermaßen niemand die Zukunft vorhersehen kann, sollte man bei der strategischen Unternehmensplanung die Risiken der Zukunft auch explizit berücksichtigen. Dabei kann man sich beispielsweise am Leitbild eines risikobewussten „robusten Unternehmens“, das so flexibel und beweglich ist, sich auch an unvorhergesehene Entwicklungen anpassen zu können, orientieren.

Seine (messbaren) Risiken durch die unsichere Marktentwicklung können bei einem **robusten Unternehmen** vom verfügbaren Eigenkapital, dem Risikodeckungspotenzial, getragen werden. Ein solches robustes Unternehmen konzentriert sich auf Kernkompetenzen, die langfristig – und bei möglichst vielen denkbaren Zukunftsszenarien – wertvoll sind. Dabei wird es primär nur die Risiken – Kernrisiken – selbst tragen, die in unmittelbarem Zusammenhang mit den Kernkompetenzen stehen; andere Risiken werden möglichst auf Dritte transferiert. Es baut auf Grundlage dieser Kernkompetenzen – orientiert an den Kundenwünschen – Wettbewerbsvorteile auf, die so zu einer Differenzierung von Wettbewerbern und zur risikomindernden langfristigen Bindung von Kunden beitragen. Unattraktive Tätigkeitsfelder werden konsequent gemieden. Infolge intensiven Wettbewerbs und sinkender Transaktionskosten ist die Wertschöpfungskette dahingehend optimiert, dass nur Aktivitäten im Unternehmen erbracht werden, die nicht besser zugekauft werden können. Dies führt tendenziell zu einer flexibleren Kostenstruktur und reduziert die Wirkungen von Marktrisiken (Absatzmengenschwankungen). Es werden, soweit möglich, Bedingungen für selbstorganisierende Strukturen geschaffen, die den Mitarbeitern Chancen und Anreize für eigenverantwortliches und risikobewusstes Handeln bieten.

Nicht die Minimierung des Risikos, sondern die Optimierung des Chancen-Risiko-Profiles ist für ein Unternehmen anzustreben, weil Unternehmertum ohne Risiko undenkbar ist. Nicht alle Risiken lassen sich sinnvoll eliminieren, ohne schwerwiegende Einbußen bei der Ertragskraft zu verursachen; speziell seine „Kernrisiken“ muss ein Unternehmen selbst tragen. Das Risiko-Management ist dabei als ein integraler Bestandteil eines (wertorientierten) Unternehmenssteuerungssystems zu verstehen, der den Blick für die Konsequenzen möglicher Abweichungen von der geplanten bzw. erwarteten Zukunftsentwicklung schärft. Den Orientierungsrahmen für die ständig erforderliche Abwägung von Risiken beschreibt die Risikopolitik.

Anmerkungen

- 1 Füser, K.; Gleißner, W.; Meier, G.: Risiko-Management (KonTraG) – Erfahrungen aus der Praxis, in: Der Betrieb, 15/1999, Seite 753–758.
- 2 Die unternehmensspezifischen („unsystematischen“) Risiken spielen für die Bewertung von Unternehmen gemäß der üblichen Kapitalmarkttheorie auf Grundlage der Hypothese vollkommener Märkte keine Rolle, weil sie bedeutungslos werden, wenn man – was sinnvoll ist – sein verfügbares Kapital auf viele Einzelanlagemöglichkeiten aufteilt (Diversifikationseffekt eines Portfolios). Gemäß dieser Argumentation wäre es einfacher und billiger, wenn die Anteilseigner solche Risiken eliminieren, als wenn dies die Unternehmensführung selbst machen würde.
Es lässt sich jedoch empirisch belegen, dass niedrigere Risiken – beispielsweise wegen niedrigerer Kosten durch bessere Planbarkeit der Produktion – auch zu einer Steigerung der Cash-Flows beitragen können (vgl. Amit, R.; Wernerfelt, B.: Why Do Firms Reduce Risk?, in: Academy of Management Journal, Vol. 33, S. 520–533, 1990). Zumindest über diesen „Umweg“ ist die Reduzierung von systematischen und unsystematischen Risiken – also Risiko-Management – sinnvoll. Auch die Existenz von Konkurskosten, progressive Steuertarife und der beschränkte Zugang vieler Unternehmen zu den Kapitalmärkten sprechen für eine Relevanz auch der unsystematischen Risiken.
Vgl. auch Diggelmann, P., Labhardt, P., Suter, R., Volkart, R., Risiko-Management – Aktionärs- und Managementinteresse, in: Bilanz 4/1999.
- 3 Der EVA-Ansatz stammt von Stern/Steward.
- 4 Zielsetzung der Risikoaggregation ist die Bestimmung des Gesamtrisikoumfangs („Risk exposure“) der Unternehmung sowie der relativen Bedeutung der Einzelrisiken. Dabei sind Wechselwirkungen der Risiken – durch Risikosimulationsverfahren – explizit zu berücksichtigen. Dazu werden die Wirkungen der Einzelrisiken im Kontext der im Unternehmen genutzten Planungsmodelle (z. B. Plan-G & V) integriert, was die Verbindung zwischen Risiko-Management und „traditioneller“ Unternehmensplanung ermöglicht. Das geeignetste Verfahren zur Risikoaggregation stellt die Risikosimulation („Monte-Carlo-Simulation“) dar. Hierzu werden die Wirkungen der Einzelrisiken in einem Rechenmodell des Unternehmens, beispielsweise den entsprechenden Posten der GuV oder Bilanz, zugeordnet. Solche Risikowirkungen werden durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben. In unabhängigen Simulationsläufen wird mit Hilfe von Zufallszahlen ein Geschäftsjahr mehrere tausend Mal durchgespielt und jeweils eine Ausprägung der GuV oder Bilanz berechnet.
Vgl. dazu Gleißner, W.; Meier, G.: Risikoaggregation mittels Monte-Carlo-Simulation, in: Versicherungswirtschaft, Nr. 13/1999, Seite 926–929.

- 5 Vgl. Gleißner, W.; Faustregeln für Unternehmer – Leitfaden für strategische Kompetenz und Entscheidungsfindung, 2000
- 6 Gleißner, W.; Meier, G., Risiko-Management als integraler Bestandteil der wertorientierten Unternehmensführung, DSRW, Januar 2000.
- 7 Vgl. Norten, R. S.; Kaplan, D. P.; Balanced Scorecard, 1997 und Friedag, H. R.; Schmidt, W.; Balanced Scorecard – Mehr als ein Kennzahlensystem, 1999.
- 8 Franke, G.; Hax, H., Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 1999.
- 9 Rappaport, A., Shareholder Value, 2. Auflage, 1999

Moderne Frühwarn- und Prognosesysteme für Unternehmensplanung und Risiko-Management¹

Werner Gleißner und Karsten Füsler

1. Bedeutung von Frühwarn- und Prognosesystemen

Frühwarnsysteme sind eine spezielle Art von Informationssystemen, die darauf abzielen, zukünftige Entwicklungen und Ereignisse mit Bedeutung für das Unternehmen vorab zu erkennen. Damit soll die Möglichkeit geschaffen werden, diese Entwicklungen durch geeignete präventive Maßnahmen zu antizipieren. Frühwarnsysteme verschaffen dem Unternehmen letztlich also Zeit für Reaktionen und verbessern so die Steuerbarkeit des Unternehmens, was zu einer günstigeren Entwicklung des Unternehmenswertes als letztendlicher Zielgröße vieler Unternehmen bzw. seiner maßgeblichen Determinanten beiträgt.

Anstelle von Frühwarnsystemen spricht man weitgehend synonym auch von Frühaufklärungssystemen oder Prognosesystemen.

Ziele und Systematisierung

In Zukunft wird eine neue Anforderung an Frühwarnsystemen immer größere Bedeutung gewinnen: Während es in der Vergangenheit „nur“ darum ging die zukünftige Entwicklung interessierender Zielvariablen, wie den Umsatz oder den Gewinn, besser *vorhersagen* zu können, werden zukünftige Frühwarnsysteme oft auch die Entwicklung dieser Zielvariablen *erklären* müssen.

Solche Frühwarnsysteme sind keinesfalls eine „Black-Box“; sie werden statt dessen transparent und zeigen die strukturellen Zusammenhänge auf, die Grundlage einer durch sie erstellten Prognose sind. Damit werden sie stärker als bisher einer kritischen Diskussion zugänglich und erlauben es, die eigenen Vorstellungen über die Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge zu diskutieren und schließlich sogar anhand von empirischen Daten zu überprüfen. Frühwarnsysteme dienen damit zwangsläufig nicht mehr ausschließlich dazu, möglichst früh und möglichst exakt zukünftige Entwicklungen zu prognostizieren, sondern sie fördern zudem eine kontinuierliche Auseinandersetzung der Mitarbeiter mit den wahrgenommenen Veränderungen innerhalb und außerhalb des Unternehmens sowie den dahinter vermuteten Ursache-Wirkungs-Beziehungen. Schon beim Aufbau von Frühwarnsystemen lernt der Anwender auch im erheblichen Umfang über die strukturellen, kausalen Zusammenhänge; das Verständnis für die Umwelt eines Unternehmens steigt. Die Wirkungen des eigenen Handelns werden damit ebenso transparenter wie die Wirkungswege