

Veröffentlicht in

Depesche

Nr. 6 / 2000

„Wertorientierte Unternehmensführung: Chancen und Risiken
managen“

S. 4-5

Mit freundlicher Genehmigung der
Depesche-Redaktion,
BDU, Bonn

WERTORIENTIERTE UNTERNEHMENSFÜHRUNG: CHANCEN UND RISIKEN MANAGEN

Die Vernetzung von Risikomanagement mit einer Balanced Scorecard in einem wertorientierten Steuerungssystem

Dr. Werner Gleißner

Wichtigste Zielsetzung der Unternehmensstrategie - oder überhaupt eines Unternehmens - ist es, Erfolgspotenziale aufzubauen und zu erhalten. Ein Erfolgspotenzial ist die besondere Fähigkeit, mit der ein Unternehmen mittel- bis langfristig Gewinne (oder Cash-Flows) erzielen kann und damit zur Steigerung des Unternehmenswertes beiträgt. Eine solche wertorientierte Unternehmensführung ist ein gezieltes Management von Chancen und Risiken in einem dynamischen Umfeld. Da der Wert eines Unternehmens - als wichtiger Erfolgsmaßstab - sowohl von den zukünftigen Erträgen (bzw. den free Cash-flows) als auch deren Risiken abhängt, wird Risikomanagement - zum unverzichtbaren Bestandteil jeder strategischen Unternehmensführung. Nachfolgend werden wir aufzeigen, welche Möglichkeiten bestehen, ein Risikomanagementsystem mit einer Balanced Scorecard in einem wertorientierten Steuerungssystem zu vernetzen.

Der Unternehmenswert ergibt sich als Summe der risikoadjustierten diskontierten zukünftigen „freien Cash-flows“, also die Cash-flows vor Zinsen, aber nach Abzug der Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen. Aus dieser allgemeinen Definition zum Unternehmenswert lassen sich unmittelbar Konsequenzen für die wertorientierte Unternehmenssteuerung ableiten. Grundsätzlich zeigen sich somit vier maßgebliche Hebel zur Steigerung des Unternehmenswertes, wobei die beiden ersten zusammen die Gewinne bzw. die Gewinnentwicklung beschreiben:

- 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.

Nachfolgend sollen insbesondere die sonst oft vernachlässigten Risiken, ihre Messung und Aggregation sowie ihre Bedeutung für den Unternehmenswert näher betrachtet werden.

Risiken sind die aus der Ungewissheit der Zukunft resultierenden, durch „zufällige“ Störungen verursachten Gefahren, geplante Ziele zu verfehlen (Risiken als „Streuung“ um einen Erwartungs- oder Zielwert). Häufig wird ein Maß für die Höhe eines Risikos auf Basis des Produktes von „Abweichungsumfang“ (=„Schaden“) und der zugehörigen Wahrscheinlichkeit verwendet. Risiken entsprechen somit mathematisch weitgehend der Streuung um den Erwartungswert der betrachteten Zielvariable (z.B. der Eigen- oder Gesamtkapitalrendite). Alternativ oder zumindest ergänzend kann man Risiken auch als sogenannten Value-at-Risk - eine Art „wahrscheinlicher Höchstschaden“ - messen. Der Value-at-Risk (VaR) ist dabei definiert als Schadenshöhe, die in einem bestimmten Zeitraum („Halbperiode“, z.B. ein Jahr) mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit (z.B. 95%) nicht überschritten wird.

Hohe Risiken eines Unternehmens zeigen sich dabei in erheblichen Schwankungsbreiten der zukünftigen Cash-flows. Während beispielsweise Kostensenkungsmaßnahmen auf eine Steigerung (der Erwartungswerte) der free Cash-flows abzielen, ist es eine Aufgabe des Risikomanagements, die Streuung bzw. die Schwankungsbreite der free Cash-flows zu reduzieren und so einen Betrag zur Steigerung des Unternehmenswertes zu leisten.

Kernfragen des strategischen Risikomanagements

Welche Risiken und risikopolitischen Entscheidungen haben nun für den Unternehmenswert eine besonders große Bedeutung? Mit dieser Frage-

stellung befasst sich das strategische Risikomanagement. Jenes umfasst alle unternehmerischen Maßnahmen des Umgangs mit Risiken, die auf eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes bzw. -erfolgs abzielen. Damit ist das strategische Risikomanagement grundsätzlich Bestandteil der strategischen Unternehmensführung. Im Kontext eines strategischen Risikomanagements sind insbesondere die folgenden vier Fragen zu beantworten:

Welche Faktoren bedrohen Erfolg und Erfolgspotenziale?

Genau wie der Erfolg eines Unternehmens mittels steigender Gewinne eine notwendige (wenn auch nicht hinreichende) Bedingung für eine günstige Liquiditätsentwicklung ist, sind Erfolgspotenziale, also Kernkompetenzen, interne Stärken und Wettbewerbsvorteile, die Voraussetzung für zukünftige Gewinne bzw. Cash-flows. Wenn bekannt ist, welche Faktoren für den Unternehmenserfolg maßgeblich sind, kann man in einem weiteren Schritt die „strategischen Risiken“ ermitteln. Strategische Risiken 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 besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

Welche Kernrisiken muss das Unternehmen tragen?

Um erfolgreich zu sein, muss ein Unternehmen bestrebt sein Erfolgspotenzial aufzubauen. Dabei ist es unvermeidlich, gewisse Risiken einzugehen. Beispielsweise muss ein Unternehmen, dessen Kernkompetenzen aus bestimmten technologischen Fähigkeiten bestehen, Risiken bezüglich Forschungs- und Entwicklungsausgaben eingehen. Risiken, die in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Aufbau bzw. der Nutzung von Erfolgspotenzialen stehen und nicht auf andere 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“ den Vorteil, dass es mehr Risiken beim Aufbau von Erfolgspotenzialen eingehen kann, ohne das Risikodeckungspotenzial des vorhandenen Eigenkapitals zu überziehen.

Welche Eigenkapitalausstattung ist als „Risikodeckungspotenzial“ nötig?

Die erforderliche Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens ist vom Risikoumfang abhängig. Das Eigenkapital ist schließlich das Risikodeckungspotenzial eines Unternehmens, das die (aggregierten) Wirkungen aller Risiken zu tragen hat. 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 un-

nötig hohe Ausstattung des Unternehmens mit Eigenkapital vermieden werden, weil dies ceteris paribus die Gesamtkapitalkosten steigert und den Unternehmenswert senkt.

Welches Performancemaß ist Basis der Unternehmenssteuerung?

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 Unterneh-

Bei der Risikoanalyse werden dabei zunächst alle auf das Unternehmen einwirkenden Einzelrisiken systematisch identifiziert und anschließend hinsichtlich Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitativen Auswirkungen bewertet. Es sind folgende Risikofelder zu betrachten: Strategische Risiken, Marktrisiken, Finanzmarktrisiken, rechtliche und politische Risiken, Risiken aus Corporate Governance sowie Leistungsrisiken aus der primären Wertschöpfungskette und den Unterstützungsfunktionen. Eine fundierte Risikoanalyse geht durch den Einsatz spezifischer Analysemethoden in den einzelnen Risikofeldern über das

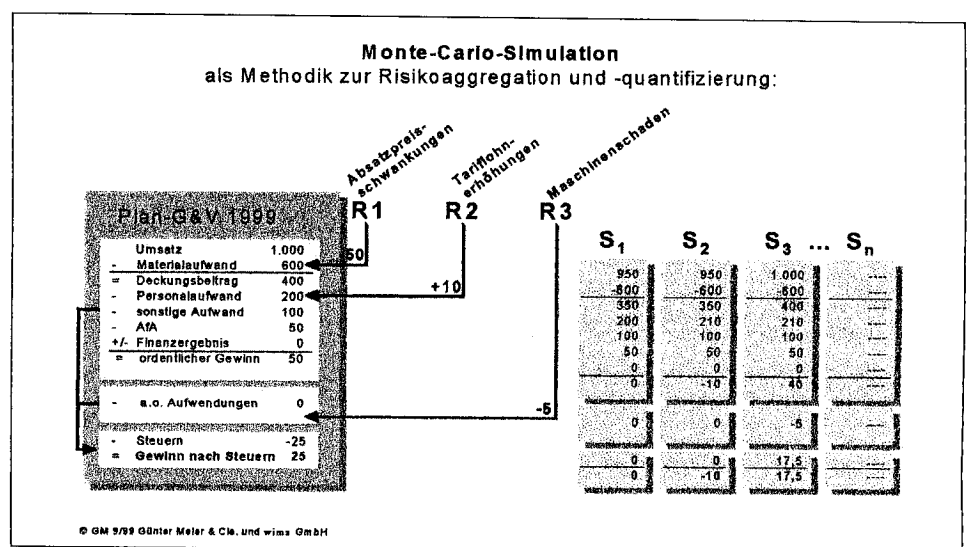


Abb. 1: Integration der Risiken in die Unternehmensplanung

mensaktivität lässt sich dabei mit dem Economic Value-Added (EVA) in Abhängigkeit der Differenz von Rendite und Kapitalkosten angeben:

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

Finanziert wird eine Investition oder ein Geschäftsfeld mit Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK). 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. Anstelle von Kapitalkosten spricht man auch von „weighted average cost of capital“ (WACC):

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

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 (vgl. zur Risikoaggregation den folgenden Abschnitt). Ergänzend kann man aus dem errechneten Risikoumfang (z.B. Value-at-Risk; vgl. unten) 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 (=Value-at-Risk; „Risikokapital“) berechnen lässt.

Analyse, Messung und Aggregation von Risiken

Die Risikosituation eines Unternehmens verändert sich ständig. Ein „Risikomanagementsystem“, wie es inzwischen durch das KonTraG (Kontroll- und Transparenzgesetz) für Aktiengesellschaften vorgeschrieben ist, zielt darauf ab, durch dokumentierte organisatorische Regelungen sicherzustellen, dass in regelmäßigen Abständen die Risikosituation neu bewertet, die Ergebnisse der Unternehmensführung kommuniziert und rechtzeitig adäquate Risikobewältigungsmaßnahmen eingeleitet werden.

Sammeln bekannter Risiken hinaus.

Zielsetzung der anschließenden 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. Hierzu werden die Wirkungen der Einzelrisiken im Kontext der im Unternehmen genutzten Planungsmodelle (z.B. Plan-G&V) integriert, was die Verbindung zwischen Risikomanagement 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 (s. Abb. 1).

Damit erhält man in jedem Simulationslauf einen Wert für die betrachtete Zielgröße (z.B. Gewinn, Cash-flow oder Unternehmenswert). Aus den ermittelten Realisationen der Zielgrößen ergeben sich aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Aus diesen kann der Value-at-Risk, als ein Höchstschaden, der mit beispielsweise 95%iger Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird, ermittelt werden. Durch Sensitivitätsanalysen ist es weiterhin möglich, die wesentlichen Einflussfaktoren (Einzelrisiken) auf die Zielvariablen zu bestimmen.

Durch die Aggregation werden die durch die Risiken verursachte „Streuungsbänder“ der zukünftigen Cash-Flows ermittelt, was zu einer fundierten Beurteilung der Zuverlässigkeit und einer Verbesserung der unternehmerischen Planungen beiträgt. Insbesondere lässt sich auch der für die Berechnung der Kapitalkosten erforderliche Eigenkapitalbedarf jedes Unternehmensbereichs, der sich unmittelbar aus dessen Gesamtrisikoumfang ableitet, bestimmen.

➤ Fortsetzung auf Seite fünf

