

Veröffentlicht in  
Die Krise managen  
2002

“Risky Business?  
Risikomanagement in der New Economy“  
S. 184-206

F.A.Z.-Institut, Frankfurt am Main

# Risky business? – Risikomanagement in der New Economy

*Werner Gleißner und Michael Bartl*

## Überblick

---

- Der Begriff „Risiko“ kennzeichnet die Möglichkeit, von den geplanten Unternehmenszielen entweder mit negativer oder positiver Tendenz abzuweichen. Tritt die negative Abweichung tatsächlich in gravierendem Umfang ein, so entsteht eine Unternehmenskrise. Risikomanagement befaßt sich daher nicht mit der Bewältigung akuter, bereits eingetretener Krisen, sondern vielmehr mit der Prävention gegen mögliche, zukünftige Krisen.
  - Krisenprävention in der New Economy sollte bereits vor der Unternehmensgründung ansetzen. Die möglichen Chancen und Risiken des zu gründenden Unternehmens sind mittels eines geeigneten Instrumentariums zu beurteilen. Grundlage hierfür ist der Geschäftsplan, der eine zahlenorientierte Umsetzung der Unternehmensstrategie darstellt.
  - Im Rahmen des Risikomanagements werden die wesentlichen Risiken des Unternehmens identifiziert, quantitativ bewertet und aggregiert. Anschließend sind adäquate Maßnahmen zur Risikobewältigung einzuleiten und das Risikomanagementsystem organisatorisch im Unternehmen zu verankern.
  - Zukünftig gewinnen sogenannte „Ratings“ – also zusammenfassende Urteile über die Zukunftsperspektiven des Unternehmens – zunehmend an Bedeutung, da Kreditrahmen und Kreditkonditionen immer stärker vom Unternehmensrating abhängen. Eine Verkürzung der Kreditlinien kann somit akute Liquiditätsprobleme für das Unternehmen auslösen.
-

## 1 Einführung: Ist die New Economy ein „risky business“?

Nach der Boomphase der New Economy, die bis ins Jahr 2000 reichte, scheinen nunmehr Unternehmensschließungen und Insolvenzen als Charakteristika der New Economy angesehen zu werden. Zunehmend macht sich die Erkenntnis breit, daß gerade neugegründete Unternehmen in der New Economy Maßnahmen zur gezielten Krisenprävention benötigen. Allerdings sind nicht alle Unternehmen der New Economy per se Krisenkandidaten – genauso wie in der Boomzeit nicht alle Unternehmen automatisch als Goldgruben anzusehen waren.

Unterschieden werden sollte zwischen den Wertverlusten vieler Aktionäre von New Economy-Unternehmen seit dem Jahr 2000 einerseits und der fundamentalen Entwicklung der Unternehmen andererseits. Von einer Unternehmenskrise wird im allgemeinen dann gesprochen, wenn das betreffende Unternehmen erhebliche Ertrags- oder Liquiditätsprobleme hat oder sich diese zumindest abzeichnen. Allein ein erheblicher Rückgang des Aktienkurses – im Zuge des Abbaus einer bestehenden Überbewertung an den Börsen – hat nichts mit einer Unternehmenskrise an sich zu tun. Eine solche liegt vielmehr dann vor, wenn die Existenz des Unternehmens nachhaltig bedroht ist.

Der Begriff „Risiko“ kennzeichnet die Möglichkeit, von geplanten Zielen abzuweichen. Diese resultiert aus der Unvorhersehbarkeit der Zukunft. Wenn die negative Abweichung von den unternehmerischen Zielen tatsächlich in gravierendem Umfang eintritt, entsteht eine Krise. Risikomanagement befaßt sich somit weniger mit dem Management akuter, bereits eingetretener Krisen, sondern vielmehr – präventiv – mit den Maßnahmen zur Erkennung der Ursachen und Minderung der Eintrittswahrscheinlichkeit zukünftiger, möglicher Krisen. Eine wirksame Krisenprävention ist daher zwangsläufig eine zentrale Aufgabe des Risikomanagements.

Den Zusammenhang von Risikomanagement einerseits und Unternehmenskrisen andererseits verdeutlicht – aus einer juristischen Perspektive – das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) von 1998. Das KonTraG gilt zwar primär für börsennotierte Aktiengesellschaften. In der Gesetzesbegründung wird jedoch von einer Ausstrahlungswirkung des Gesetzes auf Unternehmen anderer Rechtsformen – beispielsweise GmbH – ausgegangen. Ziel des KonTraG

ist es, durch den Aufbau geeigneter Risikomanagementsysteme im Unternehmen sicherzustellen, daß die Unternehmensführung Kenntnis über alle wesentlichen Risiken des Unternehmens hat. Besondere Beachtung finden dabei die bestandsgefährdenden Risiken – also jene Risiken, die eine Unternehmenskrise auslösen könnten. Im § 91 Absatz 2 Aktiengesetz heißt es hierzu:

*„Der Vorstand hat geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“*

Hieraus sollte jedoch nicht geschlossen werden, daß der Gesetzgeber Unternehmenskrisen durch eine übermäßige Reduzierung betrieblicher Risiken grundsätzlich ausschließen will. Unternehmertum ist zwangsläufig mit dem Eingehen von Risiken verbunden, denn ohne Risiken gibt es auch keine Chancen. Risikomanagement hat somit nicht das Ziel, die Wahrscheinlichkeit von Krisen bzw. von Insolvenzen auf ein Minimum zu reduzieren. Statt dessen soll sich die Unternehmensleitung der vorhandenen Risiken bewußt werden, um die eingegangenen Gefahren ggf. mit den damit verbundenen Chancen rechtfertigen zu können.

## 2 Risiken in der New Economy

Unternehmen, die im allgemeinen Sprachgebrauch der sogenannten „New Economy“ zugeordnet werden, weisen einige typische Charakteristika auf. Diese deuten auf ein hohes Risiko und – ceteris paribus – auf eine hohe Krisenanfälligkeit der Unternehmen hin. Einige Beispiele:

- Viele der New Economy-Unternehmen wurden erst vor relativ kurzer Zeit gegründet. Die wenig etablierten Betriebsabläufe und die spezifischen Schwächen von Existenzgründungen schaffen eine erhöhte Risikosituation.
- Innovative Technologien – wie beispielsweise das Internet oder die Biotechnologie – haben in der New Economy einen besonders hohen Stellenwert. Die Entwicklung und der Einsatz neuer Technologien sind per se relativ risikoreich, da nur wenige oder gar keine Erfahrungswerte aus der Vergangenheit vorliegen.

- Das Unternehmensumfeld in der New Economy ist durch eine sehr hohe Dynamik gekennzeichnet. Dieses drückt sich einerseits in einem vergleichsweise starken Unternehmenswachstum und andererseits in einer erheblichen Variabilität der Unternehmensstruktur aus. Die Folgen sind organisatorische Risiken, drohende Eigenkapitalunterdeckung und Probleme bei der Beschaffung qualifizierten Personals.
- Da die Märkte der New Economy erst erschlossen werden sollen, fehlen im Regelfall historische Daten. Absatzprognosen sind daher mit einer erheblichen Unsicherheit versehen, Wettbewerbsstrukturen haben sich noch nicht etabliert und Marktanteile sind instabil. Den meisten Unternehmen ist es – trotz sehr hoher Marketingausgaben – bis heute nicht gelungen, wirksame Markteintrittsbarrieren zu errichten. Selbst Marktführer sind daher nicht selten durch finanzkräftige Unternehmen der Old Economy bedroht.
- Der Umsatz vieler Unternehmen in der New Economy hängt häufig von einigen wenigen Kunden ab. Gleichzeitig sucht man Maßnahmen zur risikomindernden Diversifikation auf der Absatzseite meistens vergeblich.
- Viele Unternehmen der New Economy wurden zu einem erheblichen Teil über die Akquisition anderer Unternehmen aufgebaut. Dieses bringt zahlreiche akquisitionsbedingte Risiken – beispielsweise durch die ungenügende Integration neuer Unternehmensteile – mit sich.

Die Risiken von New Economy-Unternehmen sind zum Teil so erheblich, daß eine Unternehmensbewertung mit der – in anderen Branchen durchaus bewährten – sogenannten „Discounted Free Cash-flow“-Methode nur begrenzt sinnvoll erscheint. Die hohen Risiken erfordern vielmehr eine sogenannte „realoptions-theoretische Betrachtungsweise“.

### 3 Krisenprävention durch risikoorientierte Analyse des Geschäftsplans

Alle Unternehmensgründungen zeigen per se ein erhebliches Risiko. Auch die Krisenprävention in der New Economy muß daher schon vor der Unternehmensgründung ansetzen. Die möglichen Chancen und Risiken des zu gründenden Unternehmens sollten mittels eines geeigneten Instrumentariums beurteilt werden. Grundlage hierfür ist vor der Unternehmensgründung der Geschäftsplan (Business Plan) bzw. nach der Unternehmensgründung der überarbeitete Geschäftsplan. Geschäftspläne stellen – als Standardinstrument der Unternehmensplanung – eine zahlenorientierte Umsetzung der Strategie eines Unternehmens dar und dienen dazu, die Zukunftsplanung operational und transparent zu machen. Adressaten von Geschäftsplänen können sowohl interne Stellen des Unternehmens sein als auch externe – wie beispielsweise die finanzierenden Kreditinstitute.

Neben der Existenzgründung kommen Geschäftspläne auch bei der Vorbereitung von Börsengängen oder Unternehmenssanierungen, der Planung von Großprojekten oder der Unternehmensbewertung im Rahmen eines Unternehmensverkaufs zur Anwendung. Ausgangspunkt für die Erarbeitung eines Geschäftsplans ist stets eine Unternehmensstrategie, die die Ausrichtung des Unternehmens zur langfristigen Erfolgssicherung skizziert. Der Geschäftsplan bildet die Unternehmensstrategie auf finanzorientierte Kennzahlen ab und zeigt damit die Konsequenzen der Strategie für die zukünftige Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätssituation des Unternehmens auf. Im Detail erfüllt ein Geschäftsplan folgende Aufgaben:

- *Transparenz:* Der Geschäftsplan soll das Vorhaben für Dritte verständlich beschreiben, die zugrundeliegenden Annahmen aufzeigen und eine kritische Überprüfung der Plausibilität des Vorhabens ermöglichen.
- *Erfolgsbeurteilung:* Hierfür müssen zunächst Erfolgsmaßstäbe festgelegt werden. Diese unterscheiden sich je nach gewählter Perspektive zum Teil erheblich. Für den Unternehmer könnte der geschaffene Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab dienen. Dieser entspricht dem Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Erträge (Free Cashflows). Eine Bank wird demgegenüber vermutlich die erwartete Aus-

fallwahrscheinlichkeit eines Kredits als Erfolgsmaßstab des Geschäftsplans heranziehen. Diese spiegelt sich im sogenannten „Rating“ wider und beeinflusst somit auch die Finanzierungskonditionen.

- *Steuerung*: Durch die Fixierung von Maßnahmen und Zwischenzielen ermöglicht der Geschäftsplan eine zielorientierte Steuerung des Unternehmens. Planabweichungen können rechtzeitig erkannt werden. Die Unternehmensführung hat somit die Möglichkeit, korrigierende Maßnahmen einzuleiten.

Unternehmenswert kann ein Unternehmen nur dann generieren, wenn die Risiken der Unternehmenstätigkeit durch die damit verbundenen Chancen überkompensiert werden. Wünschenswert ist daher eine realistische Betrachtung der Chancen und Risiken der Existenzgründung, um eine vorhersehbare Verschwendung von Finanzmitteln der Investoren möglichst zu vermeiden. Risikomanagement hat daher insbesondere die Aufgabe, die Risikoposition des Unternehmens sowie ihre Veränderung im Zeitablauf aufzuzeigen. Durch diese Analyse soll in einem ersten Schritt beurteilt werden, wie groß die Erfolgswahrscheinlichkeit der Geschäftsidee bzw. des Geschäftsmodells ist. In einem zweiten Schritt wird durch eine detaillierte Quantifizierung der Risiken ermittelt, ob die Unternehmenskonzeption für die Eigenkapitalgeber tatsächlich einen Unternehmenswert generiert, der über dem eingesetzten Eigenkapital liegt. Hierzu werden die erwarteten zukünftigen Erträge auf die Gegenwart abgezinst. Der zugrundeliegende Zinssatz sollte die jeweilige Risikoposition widerspiegeln. Hohe Risiken verlangen einen entsprechend hohen Diskontierungszinssatz, da hohe Mindestanforderungen an die Rentabilität gestellt werden.

Um den möglichen Erfolg oder Mißerfolg einer Unternehmensgründung anhand von Geschäftsplänen beurteilen zu können, ist ein Rückgriff auf die empirischen Befunde der Erfolgsfaktorenforschung hilfreich. Einen ersten Eindruck von den Mißerfolgsursachen bei Existenzgründungen liefert eine Studie der Deutschen Ausgleichsbank. Dort werden Finanzierungsmängel an erster Stelle genannt, gefolgt von fehlenden Informationen und mangelnden eigenen Qualifikationen.

Aussagen zu den Erfolgsfaktoren bei Existenzgründungen enthalten zum einen industrieökonomische Ansätze, die insbesondere die Rentabilitätsunterschiede zwischen einzelnen Branchen erklären. Zum anderen lie-

fern ressourcenorientierte Ansätze die Gründe für Rentabilitätsunterschiede innerhalb einer Branche. Die ressourcenorientierten Ansätze sind in letzter Zeit insbesondere durch Forschungsarbeiten über Kernkompetenzen wieder stärker in den Mittelpunkt des Interesses gerückt. Kernkompetenzen sind dabei nichts anderes als besonders wichtige Ressourcen eines Unternehmens, die nicht oder kaum von Wettbewerbern am Markt erworben oder selbst aufgebaut werden können.

Welche Konsequenzen lassen sich aus den relativ allgemein gehaltenen Erkenntnissen der Erfolgsfaktorenforschung speziell für Existenzgründungen in der New Economy ableiten? Aus der strategischen Perspektive betrachtet haben Existenzgründungen im Vergleich zu etablierten Unternehmen sowohl einige typische Nachteile als auch einige charakteristische Vorteile. Für das Risikomanagement bedeutet dieses vor allem, daß die vergleichsweise hohe Risikobereitschaft von Existenzgründern in den wenigsten Fällen eine nachhaltige Bereitschaft zur Auseinandersetzung mit den möglichen Folgen dieser Risiken nach sich zieht.

- Die *ressourcenorientierten Ansätze* attestieren Existenzgründern – verglichen mit etablierten Unternehmen – tendenziell eine schwächere Ausstattung an relevanten Ressourcen. Qualifizierte Mitarbeiter scheuen häufig das höhere Arbeitsplatzrisiko in neu gegründeten Unternehmen. Auch die finanzielle Ausstattung der Start-up-Firmen ist vielfach relativ schwach und die Betriebsorganisation noch nicht eingespielt. Zudem mangelt es den jungen Unternehmen häufig an Kundenkontakten und einem ausreichenden Bekanntheitsgrad. Insbesondere Ressourcen im Zusammenhang mit der Reputation sind nur langfristig erwerbbar und bringen somit für Existenzgründer – selbst bei guter Kapitalausstattung – Wettbewerbsnachteile gegenüber etablierten Unternehmen. Ressourcenbezogene Wettbewerbsvorteile haben Unternehmensgründer allenfalls durch die modernere technische Ausstattung, die fehlenden „Altlasten“ – beispielsweise in Form von Sozialplänen oder Pensionsverpflichtungen – und durch das (hoffentlich) überdurchschnittliche Engagement der Gründer.
- Nach den *industrieökonomischen Ansätzen* wird der Erfolg eines Unternehmens maßgeblich von den Marktcharakteristika bestimmt. Da sich jedes Unternehmen einen geeigneten Markt wählen kann, bestehen prinzipiell keine Unterschiede zwischen neugegründeten und



etablierten Unternehmen. Existenzgründer haben demnach dieselben, wenn nicht gar bessere Chancen als etablierte Firmen. Allerdings verfügen bereits etablierte Unternehmen möglicherweise über einen Informationsvorsprung hinsichtlich der relevanten Marktcharakteristika.

Schwierig bei der Risikoanalyse von Geschäftsplänen ist zum einen, daß keine historischen Daten aus dem Unternehmen vorliegen. Zum anderen können bei Start Up-Unternehmen der New Economy noch nicht einmal geeignete Vergleichswerte (Benchmarks) aus ähnlichen Unternehmen für Analogieschlüsse und Branchenvergleiche herangezogen werden. Zwei sich ergänzende Varianten der risikoorientierten Analyse von Geschäftsplänen werden unterschieden:

- Zielsetzung der *strategischen Risikoanalyse* ist es, gestützt auf die Erkenntnisse der Erfolgsfaktorenforschung die grundsätzlichen Erfolgsaussichten einer Existenzgründung vorherzusagen. Ausgangspunkt hierfür ist die Unternehmensstrategie, die zugleich den zentralen Bestandteil jedes Geschäftsplans bildet. Sie beinhaltet Aussagen zu den Kernkompetenzen, den Geschäftsfeldern, den Wettbewerbsvorteilen und zur Gestaltung der Wertschöpfungskette des jeweiligen Unternehmens. Im Rahmen der Prüfung wird insbesondere die logische Konsistenz und Plausibilität der zugrundeliegenden Annahmen betrachtet.
- Die *operative Risikoanalyse* von Geschäftsplänen kommt dann zur Anwendung, wenn die vorgeschaltete strategische Risikoanalyse das Geschäftsmodell als grundsätzlich aussichtsreich klassifiziert hat. Auf Basis der Plan-Rechnungen des Geschäftsplans – also insbesondere der Plan-Bilanzen, der Plan-Gewinn- und -Verlust-Rechnungen sowie der Plan-Liquiditätsrechnungen – erfolgt eine Stabilitätsanalyse des Geschäftsplans. Hierzu werden (Plan-) Bilanz-Kennzahlen verwendet – wie beispielsweise die Eigenkapitalquote oder der dynamische Verschuldungsgrad. Diese Kennzahlen fungieren als Indikatoren für die Insolvenzwahrscheinlichkeit des neugegründeten Unternehmens. Anhand weiterer Kennzahlen – wie Umsatzrendite und Cash-flow-Marge – läßt sich die Nachhaltigkeit und Kontinuität der erwarteten Erträge ermitteln. Diese traditionelle, kennzahlenorientierte Beurteilung von Geschäftsplänen kann allerdings bestenfalls erste Anzeichen für den Risikoumfang eines Geschäftsplans geben.

Bei der strategischen Risikoanalyse sind die folgenden Kernfragen zu beantworten:

- *Bedarf*: Wieso wird die angebotene Leistung bzw. das angebotene Produkt im gewählten Markt von der relevanten Zielgruppe überhaupt benötigt?
- *Kompetenz*: Hat das Unternehmen alle Fähigkeiten, das Produkt auch zu produzieren und im relevanten Markt zu vertreiben?
- *Wettbewerbsvorteil*: Wieso kann das Unternehmen die Leistung besser bzw. günstiger anbieten als etablierte Wettbewerber?
- *Strategische Risiken*: Welche Risiken bedrohen die identifizierten Kompetenzen und Wettbewerbsvorteile des Unternehmens?

Grundlage für die stichhaltige Beantwortung dieser Fragen ist beispielsweise die kritische Diskussion der Gründungsidee. Diese skizziert die anzubietende Marktleistung, die Marktsituation sowie die besonderen Vorteile und Stärken des neuen Unternehmens im Vergleich zur Konkurrenz. Zudem werden die Eckpunkte der zukünftigen Strategie – also die Vorgehensweise bei der langfristigen Erfolgssicherung des neuen Unternehmens – beschrieben. Im Rahmen der Unternehmensstrategie sollte aufgezeigt werden, mit Hilfe welcher strategischen Stoßrichtung die größte Wertsteigerung in den nächsten Jahren zu erwarten ist. Der Unternehmenswert ergibt sich als Summe der sogenannten „risikoadäquat diskontierten zukünftigen freien Cash-flows“. Die folgenden vier primären Determinanten des Unternehmenswertes – sogenannte „Werttreiber“ – können abgeleitet werden:

- *Umsatzwachstum* – beispielsweise infolge von Marktdurchdringung und Marktentwicklung,
- *Steigerung der Umsatzrentabilität* – beispielsweise durch Kostensenkung,
- *Effizientere Kapitalnutzung* – beispielsweise durch den Abbau von Forderungen,
- *Reduzierung des Risikos*.

Die Inhalte der Unternehmensstrategie stellen eine Leitlinie für alle operativen unternehmerischen Maßnahmen dar und zielen primär auf den Aufbau von Erfolgspotentialen ab. Durch diese soll wiederum der Unternehmenswert gesteigert werden. Die Kernaussagen einer Unter-



Abbildung 1: Kernaussagen der Unternehmensstrategie!

nehmensstrategie sind in Abbildung 1 als sogenannter „Strategiequadrant“ dargestellt.

Im Rahmen der strategischen Risikoanalyse und Erfolgsbeurteilung eines Geschäftsplans hat eine fundierte Bewertung der im Unternehmen verfügbaren Kernkompetenzen eine entscheidende Bedeutung. Kernkompetenzen können dabei als Eckpfeiler der Unternehmensstrategie interpretiert werden. Sie sind maßgeblich für die potentiellen Wettbewerbsvorteile des Unternehmens und beeinflussen die Effizienz der Geschäftsprozesse. Während Wettbewerbsvorteile den heutigen Markterfolg eines Unternehmens erklären, sind Kernkompetenzen die Determinanten zukünftiger Erfolge. Der Auf- und Ausbau von Kernkompetenzen ist eine zentrale Aufgabe der strategischen Unternehmensführung und eine, insbesondere in den dynamischen Branchen der New Economy wesentliche, Existenzvoraussetzung.

Kernkompetenzen werden dabei verstanden als eine spezielle, besonders wichtige Art von Erfolgspotentialen. Ein Erfolgspotential ist die Fähigkeit, mit der ein Unternehmen mittel- bis langfristig Gewinne

erzielen kann und damit zur Steigerung des Unternehmenswertes beiträgt. Der Gewinn eines Unternehmens mittels steigender Gewinne ist letztendlich eine notwendige, wenn auch nicht hinreichende Bedingung für eine günstige Liquiditätsentwicklung. Die Erfolgspotentiale können einerseits vom Kunden wahrnehmbare Wettbewerbsvorteile (beispielsweise ein guter Service oder eine bekannte Marke) und andererseits besondere interne Stärken des Unternehmens im Vergleich zu den Wettbewerbern (beispielsweise modernere Maschinen oder effizientere Arbeitsprozesse) sein. Abbildung 2 stellt diese Zusammenhänge graphisch dar.

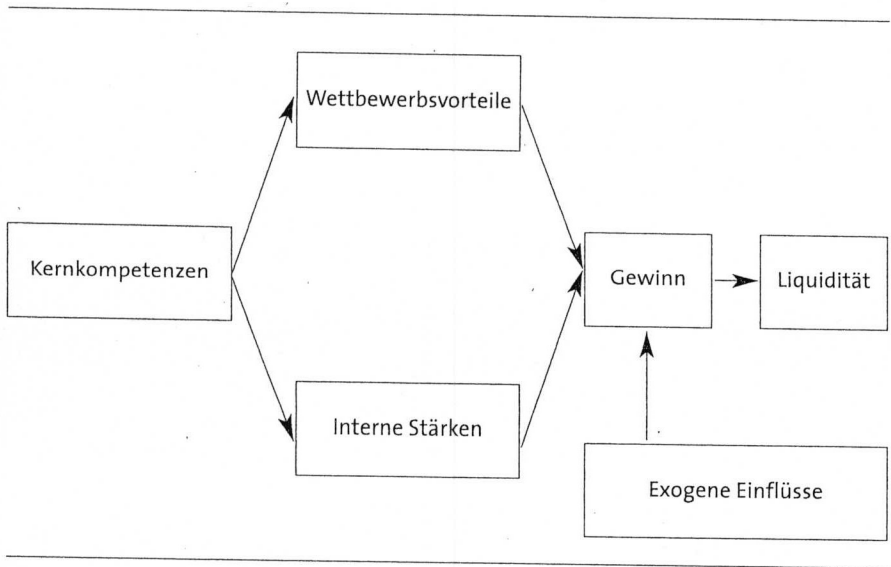


Abbildung 2: Kernkompetenzen als Erfolgspotentiale<sup>2</sup>

Für alle Unternehmer – egal ob New Economy oder Old Economy – ist es schwierig, ein erfolgreicher Unternehmer zu werden und vor allem es auch zu bleiben. Das Kommen und Gehen der „Management-Gurus“ mit ihren ultimativen Managementmethoden sowie die Komplexität und Dynamik der Unternehmensumwelt zeigen immer wieder, daß es kein Patentrezept für den Unternehmenserfolg gibt. Im Rahmen der strategischen Planung ist es hilfreich, insbesondere die Konsequenzen dieser Unsicherheiten für das Unternehmen explizit klarzumachen und sich

dabei am Leitbild eines risikobewußten sogenannten „Robusten Unternehmens“ zu orientieren.

Robuste Unternehmen sind so flexibel und beweglich angelegt, daß sie sich auch an unvorhergesehene Entwicklungen anpassen können. Die meßbaren Risiken ihrer Unternehmenstätigkeit werden vom verfügbaren Eigenkapital – dem sogenannten „Risikodeckungspotential“ – getragen. Ein Robustes Unternehmen konzentriert sich außerdem auf seine langfristig wertvollen Kernkompetenzen, orientiert sich stets an den Kundenwünschen und baut auf dieser Grundlage Wettbewerbsvorteile auf. Diese tragen einerseits zu einer Differenzierung gegenüber den Wettbewerbern bei und ermöglichen andererseits eine risikomindernde, langfristige Kundenbindung. Unattraktive Tätigkeitsfelder werden konsequent gemieden. Innerhalb der eigenen Wertschöpfungskette erbringt das Robuste Unternehmen nur solche Aktivitäten selbst, die nicht besser zugekauft werden können. Dieses führt tendenziell zu einer relativ flexiblen Kostenstruktur und reduziert die Wirkungen von Marktrisiken – beispielsweise Absatzmengenschwankungen – erheblich. Zudem werden Bedingungen für selbstorganisierende Strukturen innerhalb der Unternehmen geschaffen. Diese bieten den Mitarbeitern Chancen und Anreize für eigenverantwortliches Handeln.

Basierend auf den Anforderungen an ein Robustes Unternehmen und an einen guten Geschäftsplan wird ein methodisches Hilfsmittel benötigt, das die Stichhaltigkeit des zugrundeliegenden Geschäftsmodells nach Risikogesichtspunkten prüft. Zur Anwendung kommt zumeist die traditionelle, kennzahlengestützte Stabilitätsanalyse. Diese untersucht das Insolvenzrisiko des geplanten Unternehmens und schätzt die Nachhaltigkeit und Kontinuität der Erträge ein. Die Beurteilung des Risikos erfolgt traditionell anhand von zwei Kennzahlen:

- Die *Eigenkapitalquote* ist ein wichtiges Maß für die Sicherheit und Kreditwürdigkeit eines Unternehmens. Ob die Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens angemessen ist, hängt nicht zuletzt von der Branchenzugehörigkeit ab. Beispielsweise ist die Wahrscheinlichkeit, Verluste zu erwirtschaften, für ein Unternehmen in einer Branche mit einer höheren Umsatzrendite – bei gleichen Umsatzenschwankungen – niedriger als in einer Branche mit geringerer Umsatzrendite.

$$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Bilanzsumme}}$$

- Der *dynamische Verschuldungsgrad* mißt die Angemessenheit der Verschuldung. Diese Kennzahl drückt aus, wie viele Jahre alle Cash-flows des Unternehmens benötigt werden, um die Netto-Verbindlichkeiten – also die Verbindlichkeiten abzüglich liquider Mittel des Unternehmens – zu tilgen. Angestrebt wird ein Wert von unter 3. Bei deutschen Unternehmen liegt diese Kennzahl jedoch oft bei etwa 5.

$$\text{Dynamischer Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Verbindlichkeiten} - \text{liquide Mittel}}{\text{Cash-flow}}$$

Die Beurteilung einer Gründungskonzeption allein auf Basis der hier erläuterten Kennzahlen bleibt allerdings unbefriedigend, da die zugrundeliegenden Bilanz- und Erfolgsrechnungszahlen vergleichsweise unsichere Planzahlen sind. Ergänzend sollte daher immer eine strategisch orientierte Erfolgsprognose auf Basis weiterer Aspekte – wie Marktattraktivität, Kernkompetenzen und Wettbewerbsvorteilen – erfolgen. Zudem haben traditionelle Risikokennzahlen, wie die Umsatzrendite, die beiden folgenden, konzeptionellen Nachteile:

- Sie geben nur an, welche Unterschreitung einer Plangröße – beispielsweise der Absatzpreise – noch möglich ist, ohne daß Verluste eintreten. Es fehlt aber eine Information darüber, wie wahrscheinlich diese Abweichung ist. Hierfür wäre eine Verteilungsfunktion – beispielsweise der Absatzpreise – erforderlich.
- Sie betrachten nur isoliert ein Risiko. Es mangelt folglich an Informationen über die kombinierte Wirkung der möglicherweise abhängigen – also korrelierten – Einzelrisiken.

Notwendig ist daher eine simultane, quantitative Analyse aller maßgeblichen operativen Risiken des Unternehmens. Dabei wird der aggregierte Gesamtrisikoumfang mit der Risikotragfähigkeit – ausgedrückt durch das Eigenkapital und die Liquiditätsreserve – verglichen. Kreditinstitute müssen darüber hinaus die Wahrscheinlichkeit der Erfüllung des Kapitaldienstes abschätzen können. Diese Wahrscheinlichkeit hängt zum einen von den Zukunftsaussichten des Unternehmens ab. Zum anderen sind auch die aggregierten, zukünftigen Risiken des Unternehmens von Bedeutung. Diese manifestieren sich – statistisch ausgedrückt – in der Streuung der maßgeblichen Erfolgsgrößen um den Erwartungswert.

Eine explizite Risikoanalyse von Geschäftsplänen unterbleibt jedoch sehr oft. Meist beschränken sich Kreditinstitute und Gesellschafter auf Tendenzaussagen der folgenden Art: „Je größer der erwartete Erfolg des Unternehmens ist, desto geringer ist die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kredits“. Diese Tendenzaussage kann jedoch sehr leicht in die Irre führen. Die beiden Graphiken in Abbildung 3 zeigen exemplarisch die erwartete Entwicklung fiktiver Unternehmensgewinne im Zeitablauf sowie die zugehörigen Konfidenzintervalle – also Schwankungsbreiten, die sich als Folge der aggregierten Risiken ergeben. Geschäftsplan B hat durchweg eine höhere Gewinnerwartung als Geschäftsplan A. Durch die höheren Risiken – ausgedrückt durch die größere Schwankungsbreite – können jedoch bei Geschäftsplan B – anders als bei Geschäftsplan A – eigenkapitalverzehrende Verluste auftreten.

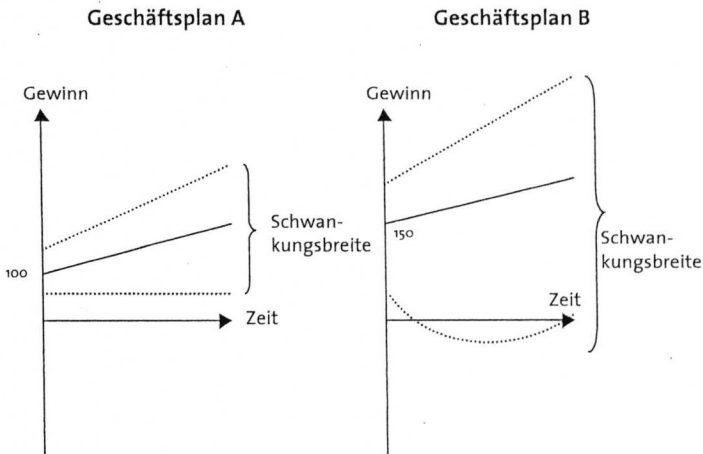


Abbildung 3: Fiktive Entwicklung von Gewinnen im Zeitablauf<sup>3</sup>

Insgesamt sollte somit bei Geschäftsplänen das verfügbare Instrumentarium des Risikomanagements gezielt eingesetzt werden, um eine präzisere Beurteilung der Zukunftsperspektiven des Unternehmens zu erhalten. Eine solche risikoorientierte Beurteilung macht dreierlei erforderlich:

- Erstellung einer möglichst fundierten, erwartungstreuen Planung – beispielsweise der Gewinn- und Verlust-Rechnung,
- Identifikation und Quantifizierung der einzelnen Risiken der geplanten Positionen,
- Aggregation der Risiken durch geeignete Verfahren.

Wesentliche Erkenntnisse, die durch eine solche Stabilitätsanalyse gewonnen werden können, sind die folgenden:

- risikobedingte Streuungsbreite von wichtigen Erfolgskennzahlen – beispielsweise Umsatz, Gewinn, Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalquote,
- Risikodeckung – als Verhältnis von aggregiertem Risikoumfang zum Eigenkapital,
- nötige Nachschußreserve – also der zukünftige Bedarf an Eigen- bzw. Fremdkapital, der beispielsweise mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird,
- „kritische Perioden“, in denen mit großer Wahrscheinlichkeit eine gravierende Verfehlung der Unternehmensziele zu erwarten ist,
- risikoorientierte Erfolgsindikatoren – wie beispielsweise der „Return on Risk-adjusted-Capital Employed“ (RORACE) als Quotient von Betriebsergebnis vor Steuern und Zinsaufwand (EBIT) und des um den risikobedingten Eigenkapitalbedarf (RAC) erweiterten Betriebsvermögens (CE):

$$\text{RORACE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{RAC} + \text{CE}}$$

- fundierte Aussagen über den Kapitalkostensatz – also die notwendige, risikoabhängige Mindestrendite.



## 4 Methodik und organisatorische Gestaltung des Risikomanagements

Aufgabe des Risikomanagements ist es, die wesentlichen Risiken des Unternehmens zu identifizieren, sie quantitativ zu bewerten und anschließend zu aggregieren. Hierdurch können die realistischerweise eintretenden, risikobedingten Verluste des Unternehmens eingeschätzt werden, denn diese sind durch Eigenkapital aufzufangen. Mittels des Risikomanagements kann somit zum einen der Liquiditäts- und Eigenkapitalbedarf eines Unternehmens beurteilt werden. Zum anderen ermöglicht ein Vergleich des Risikoumfangs mit dem tatsächlich verfügbaren Eigenkapital (Risikodeckungspotential) Rückschlüsse auf die Kreditausfallwahrscheinlichkeit bzw. Krisenwahrscheinlichkeit eines Unternehmens.

Das Risikomanagement sollte jedoch mehr sein als eine Status-quo-Analyse der Risikosituation des Unternehmens und eine Frühaufklärung zukünftiger Unternehmenskrisen. Ihm obliegt vielmehr die adäquate Handhabung aller Risiken des Unternehmens. Durch eine Reduzierung der risikobedingten Streuung von zukünftigen Erträgen und Cashflows trägt es gezielt zur Steigerung des Unternehmenswertes bei.

Die Risikosituation eines Unternehmens verändert sich ständig. Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) schreibt daher die Einrichtung von Risikomanagementsystemen für Aktiengesellschaften vor. Diese sollen durch organisatorische Regelungen sicherstellen, daß in regelmäßigen Abständen die Risikosituation neu bewertet wird, die Ergebnisse der Risikobewertung der Unternehmensführung kommuniziert werden und rechtzeitig adäquate Risikobewältigungsmaßnahmen eingeleitet werden können. Die Implementierung von Risikomanagementsystemen vollzieht sich in mehreren Phasen:

- Bei der *Risikoanalyse* werden alle auf das Unternehmen einwirkenden Einzelrisiken systematisch identifiziert und anschließend hinsichtlich ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit und ihrer quantitativen Auswirkungen bewertet. Ausgangspunkt einer detaillierten Risikoanalyse sind die maßgeblichen unternehmerischen Ziele, da sich Risiken im möglichen Verfehlen dieser Ziele manifestieren. Besonders relevante Risiken können durch eine Analyse solcher Faktoren identifi-

ziert werden, die das Erreichen der strategischen Ziele des Unternehmens in besonderem Maße gefährden. Beispiele hierfür sind die Substitution des eigenen Produktes durch technologische Innovationen, der Markteintritt neuer Wettbewerber oder massive Veränderungen der Absatzmengen, Zinsen und Währungskurse. Durch den Einsatz spezifischer Analysemethoden in den einzelnen Risikofeldern – beispielsweise einer systematischen Auswertung der Wettbewerbskräfte – geht eine fundierte Risikoanalyse über das Sammeln bekannter Risiken hinaus und sichert so die vorhandenen Risikobetrachtungen im Unternehmen ab. Die wesentlichen Einzelrisiken werden anschließend in einem Risikoinventar zusammengefaßt und nach ihrer Relevanz bewertet.

- Im Rahmen der *Risikoaggregation* wird die Gesamtrisikoposition des Unternehmens bestimmt und die relative Bedeutung der Einzelrisiken ermittelt. Hierdurch können risikoadjustierte Kapitalkostensätze und durch Risiken verursachte „Streuungsbänder“ der zukünftigen Cash-flows bestimmt werden. Beides trägt zu einer fundierten Beurteilung der Zuverlässigkeit und schrittweisen Verbesserung der unternehmerischen Planungen bei. Ein wirksames Verfahren zur Aggregation von Risiken ist beispielsweise die Monte-Carlo-Simulation. Dabei werden in einem Rechenmodell die Wirkungen der Einzelrisiken des Unternehmens durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben und den entsprechenden Positionen der Gewinn- und Verlust-Rechnung oder Bilanz zugeordnet. Unter Zuhilfenahme von Zufallszahlen wird ein Geschäftsjahr in unabhängigen Simulationsläufen mehrere tausend Male durchgespielt und die jeweilige Ausprägung der Gewinn- und Verlust-Rechnung oder Bilanz berechnet. Dabei erhält man in jedem Simulationslauf einen Wert für die betrachtete Zielgröße – beispielsweise den Gewinn oder den Unternehmenswert. Insgesamt wird durch diese Simulation eine repräsentative Stichprobe aller möglichen Risiko-Szenarien eines Unternehmens bestimmt und ausgewertet. Abbildung 4 stellt die Vorgehensweise bei der Monte-Carlo-Simulation graphisch dar. Die möglichen Risiken sind durch „R“ und die Risiko-Szenarien durch „S“ gekennzeichnet.

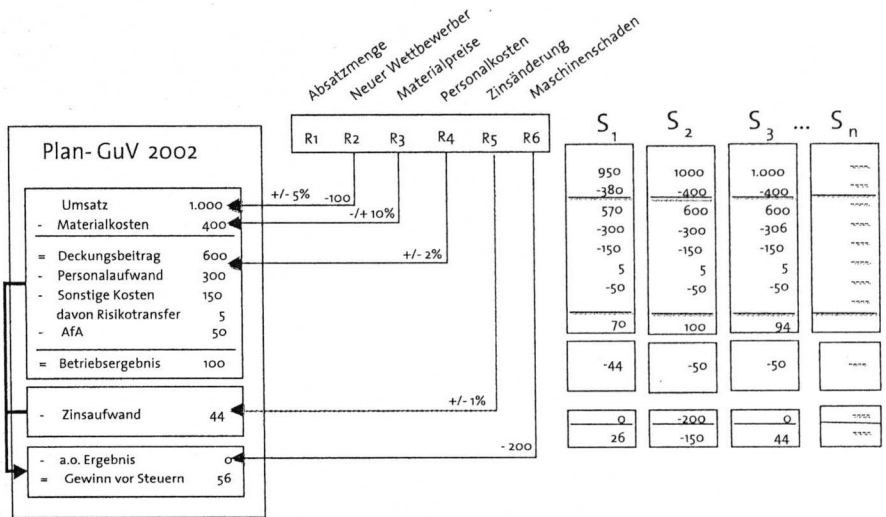


Abbildung 4: Monte-Carlo-Simulation zur Risikoaggregation<sup>4</sup>

Aus den so ermittelten Werten der Zielgrößen ergeben sich aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Hieraus wiederum kann der sogenannte „Value-at-Risk“ ermittelt werden – also der Höchstscha- den für das Unternehmen, der mit einer bestimmten Wahrschein- lichkeit nicht überschritten wird. Durch Sensitivitätsanalysen ist es außerdem möglich, die wesentlichen Einflußfaktoren – also Einzel- risiken – auf die Streuung der Zielgrößen zu bestimmen. Ökonomi- sche Bedeutung erlangt die Risikoaggregation dadurch, daß sich alle Risiken letztendlich gemeinsam auf das Eigenkapital des Unterneh- mens auswirken. Durch die Verrechnung von Gewinnen und Verlu- sten mit dem Eigenkapital ergibt sich eine Verteilungsfunktion der Eigenkapitalquote. Anhand dieser Werte kann unmittelbar die Ange- messenheit der Eigenkapitalausstattung des Unternehmens bei einem gegebenen Risiko beurteilt werden. Ist die Ausfallwahrschein- lichkeit – relativ zur Risikopräferenz des Unternehmens oder dem angestrebten Rating (Solvenzstandard) – zu hoch, so kann wahlweise die Eigenkapitalausstattung verbessert oder der Risikoumfang durch Risikobewältigungsmaßnahmen gesenkt werden. Abbildung 5 stellt

diese Zusammenhänge anhand einer fiktiven Verteilungsfunktion des Gewinns dar. Das ökonomische Risikokapital wird durch den „Value-at-Risk“ (VaR) und das „Risk Adjusted Capital“ (RAC) verdeutlicht. A, AA und AAA sind alternative Ratingstandards.

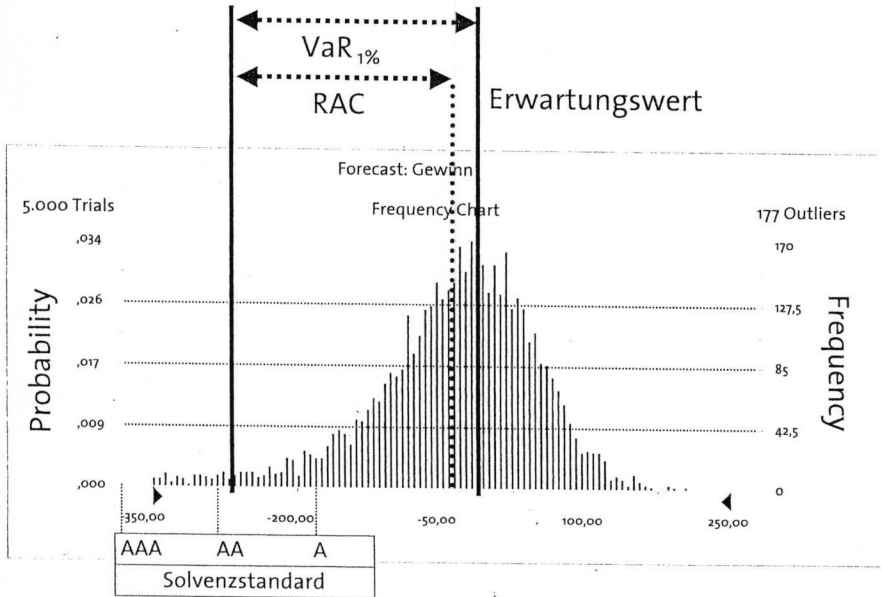


Abbildung 5: Fiktive Verteilungsfunktion des Gewinns<sup>5</sup>

- Risikobewältigung:** Im Rahmen der Risikobewältigung werden geeignete Maßnahmen getroffen, um die Risikoposition des Unternehmens zu optimieren – nicht zu minimieren. Eine Minimierung der Risikoposition wäre nicht zweckmäßig, da ein Unternehmen ganz ohne Risiken in der Realität nicht denkbar ist und damit gleichzeitig auch auf Gewinnchancen verzichtet würde. Alternative Strategien zur Risikobewältigung sind beispielsweise die Risikoverminderung durch Auswahl mehrerer Lieferanten, die Risikovermeidung durch Ausstieg aus einem „gefährlichen“ Geschäftsfeld oder die Risikoüberwälzung durch Abschluß von Versicherungsverträgen. Risiken beeinflussen auch die Kapitalkosten des Unternehmens und damit den Unternehmenswert. Im allgemeinen gilt:

$$\text{Wertbeitrag} = (\text{Rendite in \%} - \text{Kapitalkosten in \%}) \times \text{Investiertes Kapital}$$

Das Risikodeckungspotential eines Unternehmens – also insbesondere das Eigenkapital und die Liquiditätsreserve – sollte dem verbleibenden, selbst zu tragenden Risikoumfang entsprechen. Der Value-at-Risk darf somit einen bestimmten Prozentsatz des Eigenkapitals nicht übersteigen. Ist das Risiko zu groß, können die oben erläuterten Risikobewältigungsstrategien zum Einsatz kommen. Zur Auswahl der optimalen Risikobewältigungsmaßnahme – speziell des optimalen Risikotransfers – kommt ein Maßstab zur Anwendung, der die direkte Wirkung der jeweiligen Maßnahme auf die Kosten einerseits und auf den Eigenkapitalbedarf bzw. die Kapitalkosten andererseits erfaßt. Die entsprechende Zielgröße ist – wie schon erläutert – der Unternehmenswert.

- *Organisatorische Gestaltung:* Ein wirksames Risikomanagement erfordert die Einbeziehung aller Mitarbeiter und die Verankerung des Risikomanagements in die Geschäftsprozesse des Unternehmens. Durch organisatorische Regelungen – insbesondere durch eine klare Verantwortungszuordnung – hat das Risikomanagementsystem sicherzustellen, daß die Risiken des Unternehmens frühzeitig identifiziert, regelmäßig überwacht und bewertet werden. Entsprechend dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) sind außerdem die Berichtswege zur Geschäftsführung, zum Vorstand und zum Aufsichtsrat festzulegen. Die Elemente eines Risikomanagementsystems werden in einem sogenannten „Risikohandbuch“ zusammengefaßt. Darin enthalten sind beispielsweise Informationen über die Risikopolitik und Limite, über den Prozeß der Risikoidentifikation und Risikoüberwachung sowie über die Verantwortlichkeiten und das Berichtswesen.

## 5 Ausblick: Von der Krisenprävention zur Rating-Strategie in der New Economy

Im Rahmen der Krisenprävention durch systematisches Risikomanagement gewinnen auch für Unternehmen der New Economy sogenannte „Ratings“ zunehmend an Bedeutung. Ein „Rating“ ist eine zusammenfassende, möglichst objektive Beurteilung der Zukunftsperspektiven des Unternehmens. Nach dem Bankenabkommen Basel II, das 2006 in Kraft tritt, werden der Kreditrahmen und die Kreditkonditionen von Fir-

menkunden zukünftig stark vom jeweiligen Unternehmensrating abhängen. Ein unbefriedigendes Rating kann durch Kreditrationierung – also die Kürzung der Kreditlinien – oder die Verteuerung bestehender Kreditlinien akute Liquiditätsprobleme auslösen und damit selbst zu einer Krisenursache werden.

Durch die Entwicklung einer adäquaten Rating-Strategie leisten die Unternehmen folglich auch einen Beitrag zur Krisenprävention. Unterstützung erhalten sie dabei durch spezialisierte Berater – die sogenannten „Rating-Advisors“. Bei der Entwicklung einer Rating-Strategie muß in einem ersten Schritt entschieden werden, welche „Ratingstufe“ – von „AAA“ bis „CCC“ – ein Unternehmen erreichen will, um sich einen ausreichenden Kreditrahmen zu sichern. Die höchste Ratingstufe „AAA“ ist dabei nicht zwangsläufig optimal, weil dabei sehr viele Risiken – und damit auch Chancen – ausgeschlossen werden. Dieses ist speziell für Unternehmen der New Economy wenig praktikabel. In einem zweiten Schritt sind sogenannte „kritische Rating-Kriterien“ zu identifizieren. Diese beeinflussen das Rating maßgeblich negativ und stellen damit die primären Ansatzpunkte für die Rating-Strategie dar. Auf dieser Grundlage werden schließlich im dritten Schritt geeignete Maßnahmen zur Verbesserung des Rating abgeleitet. Dabei kann man sich beispielsweise an den folgenden vier Handlungsfeldern orientieren:

- Systematische *Reduzierung der Unternehmensrisiken* sowie der Insolvenz-wahrscheinlichkeit (beispielsweise durch einen gezielten Risiko-transfer an Dritte über Versicherungen oder die Kapitalmärkte),
- *Verbesserung des Verschuldungsgrads* des Unternehmens über eine Strategie der wertorientierten Unternehmensführung – insbesondere eine nachhaltige Stärkung der Ertragskraft (beispielsweise durch eine Modifikation der strategischen Ausrichtung des Unternehmens oder eine Optimierung operativer Werttreiber – wie Kundennutzen, Vertrieb und Produktionsprozesse),
- *Verbesserung der Finanzplanung* und der Finanzierung (beispielsweise durch eine Reduzierung der Kapitalbindung in Vorräten, eine Vermeidung von temporären Finanzierungsspitzen oder Erschließung alternativer Kapitalquellen – wie zum Beispiel Venture Capital),
- *Verbesserung der Transparenz* über die eigene Risikosituation und eine offene Kommunikation darüber mit der Hausbank (beispielsweise

durch den Ausbau von Controlling-, Frühaufklärungs- und Risikomanagementsystemen, die Entwicklung einer Balanced Scorecard sowie die Erarbeitung adäquater Kommunikationsstrategien).

Der Wettbewerb auf den Kapitalmärkten wird damit zukünftig immer stärker zu einem Wettbewerb um ein gutes Rating. Unternehmen der New Economy sollten folglich – neben einer Marketingstrategie – auch eine Rating-Strategie entwickeln, um einen wirksamen Beitrag zum Risikomanagement und damit zur Krisenprävention zu leisten.

## Anmerkungen

- 1 Eigene Erstellung durch FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen und Nürnberg.
- 2 Eigene Erstellung durch FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen und Nürnberg.
- 3 Eigene Erstellung durch RMCE RiskCon GmbH & Co. KG, Leinfelden-Echterdingen und Nürnberg.
- 4 Eigene Erstellung durch RMCE RiskCon GmbH & Co. KG, Nürnberg und Leinfelden-Echterdingen.
- 5 Eigene Erstellung durch RMCE RiskCon GmbH & Co. KG, Nürnberg und Leinfelden-Echterdingen.

## Literatur

- Albach, H., Bock, K., Warnke, T., Kritische Wachstumsschwellen in der Unternehmensentwicklung, Stuttgart, 1985
- Gleißner, W., Faustregeln für Unternehmer – Leitfaden für strategische Kompetenz und Entscheidungsfindung, Wiesbaden, 2000
- Gleißner, W., Risikopolitik und Strategische Unternehmensführung, in: Der Betrieb, Jahrgang 2000, Heft 33, Seite 1625 bis 1629
- Gleißner, W., Erfolgsfaktoren, Strategien und Geschäftspläne von Entrepreneuren, in: U. Blum, F. Leibbrand (Hrsg.), Entrepreneurship und Unternehmertum, Wiesbaden, 2001
- Gleißner, W., Füser, K., Leitfaden Rating, München, 2002
- Gleißner, W., Sautter, D., Risikoorientierte Analyse von Geschäftsplänen, in: W. Gleißner, G. Meier (Hrsg.), Wertorientiertes Risiko-Management für Industrie und Handel, Wiesbaden, 2001

Hamel, G., Prahalad, C., Wettlauf um die Zukunft, Wien, 1995

Hunsdiek, D., May-Strobl, E., Gründungsfinanzierung durch den Staat, Fakten, Erfolg und Wirkungen, Stuttgart, 1987

Itami, H., Mobilizing Invisible Assets, Harvard, 1987

May, E., Erfolgreiche Unternehmensgründungen und öffentliche Förderung – Eine vergleichende empirische Analyse geförderter und nicht geförderter Gründungsunternehmen, Göttingen, 1981

Mischon, C., Mortsiefer, H.-J., Zum Stand der Insolvenzprophylaxe in mittelständischen Betrieben – Eine empirische Analyse, Göttingen, 1981

Müller-Böling, D., Klandt, H., Unternehmensgründung, in: J. Hauschildt, O. Grün (Hrsg.), Ergebnisse empirischer betriebswirtschaftlicher Forschung zu einer Realtheorie der Unternehmung, Stuttgart, 1993

Storey, D. J., Understanding the Small Business Sector, Routledge, 1994