

Veröffentlicht in  
Accounting  
Heft September/2003

“Kapitalkostensätze: Vom Risikomanagement zur  
wertorientierten Unternehmensführung”

Seite 7-8

Mit freundlicher Genehmigung der Accounting-Redaktion,  
Rudolf Haufe Verlag, Freiburg  
(<http://www.haufe.de>)

## Risiko-Controlling & Value-Controlling

# Kapitalkostensätze: Vom Risikomanagement zur wertorientierten Unternehmensführung

Wertorientierte Unternehmensführungssysteme findet man nicht mehr nur bei börsennotierten Aktiengesellschaften, wo sie inzwischen selbstverständlich sein sollten. Die Vorteile eines wertorientierten Managements werden zunehmend auch von mittelständischen Unternehmen erkannt: Die konsequente Zukunftsorientierung, die Nachvollziehbarkeit (von Erfolg oder Misserfolg) und insbesondere die durchgängige Berücksichtigung von Risiken machen den Unternehmenswert zu einem leistungsfähigen Erfolgsmaßstab. Die Risk-Management-Experten Dr. Werner Gleißner und Bernd Saitz zeigen, wie sich das Risikomanagement zur Bestimmung des Kapitalkostensatzes nutzen lässt.



Bernd Saitz

Der Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab erlaubt den Erfolg von Geschäftsbereichen zu vergleichen und unternehmerische Handlungsalternativen hinsichtlich ihrer erwarteten Erträge und der damit verbundenen Risiken gegeneinander abzuwägen. Eine Orientierung der Unternehmensstrategie an den Interessen der Eigentümer – und damit am Unternehmenswert – ist bei den börsennotierten Unternehmen offensichtlich unverzichtbar. Auch die Eigentümer mittelständischer Unternehmen wollen durchweg ein renditewahrendes Wachstum mit vertretbaren Risiken – was nichts anderes beschreibt als einen steigenden Unternehmenswert. Gerade der so genannte Basel II-Akkord, der die Kreditvergabe der Banken zukünftig von Rating abhängig machen wird, unterstreicht die Bedeutung eines wertorientierten Managements auch im Mittelstand. Unternehmen mit einem hohen Wert in Relation zum Fremdkapital werden es nämlich zukünftig besonders leicht haben, Kredite für die Finanzierung von Wachstum oder Investitionen zu erhalten.

Die wertorientierten Steuerungssysteme haben inzwischen oft einen hohen Detaillierungsgrad erreicht. Fast durchgängig weisen sie jedoch noch immer eine gravierende Schwäche auf: Die grundsätzlich erforderlichen Kapitalkostensätze (Diskontierungszinssätze bzw. Mindestrenditeanforderungen) sind bisher nur wenig fundiert. Dies trifft auch auf Wertbei-

tragskonzepte oder den populären EVA®-Ansatz von Steward und Stern zu (EVA „Economic Value Added“ misst den Wertzuwachs oder die Wertvernichtung eines Unternehmens bzw. einer Geschäftseinheit in einem Jahr. Ein Wertzuwachs wird nur erzielt, wenn die tatsächliche Rendite auf das investierte Kapital größer ist als der als Mindestrendite geforderte Kapitalkostensatz. Dies verdeutlicht die Bedeutung des Kapitalkostensatzes, wenn EVA als Entscheidungskriterium für unternehmerisches Handeln zugrunde gelegt wird.)

Im Vergleich zu wertorientierten Managementsystemen haben Risikomanagementsysteme bisher wesentlich geringere Relevanz für die Unternehmenssteuerung. Angestoßen durch das Kontroll- und Transparenzgesetz von 1998 (KonTraG) wurden in den Aktiengesellschaften Risikomanagementsysteme implementiert, die sich aber häufig auf den formalen Anforderungen der „Risikofrüherkennung“ ausrichteten und damit auf eine „Inventarisierung“ und Berichterstattung von Risiken konzentrierten (vgl. Prüfungsstandard IDWPS 340). Günstigstenfalls tragen sie so dazu bei, Transparenz über die wesentlichen Risiken zu erhalten. Fast durchweg sind solche Risikomanagementsysteme jedoch weitgehend isoliert: Eine systematische Verknüpfung der Erkenntnisse über Risiken mit der Unternehmensplanung und -steuerung ist oft nicht gegeben, steht aber jetzt zunehmend im Fokus. Die Corporate Governance Diskussion hat hier sicherlich entscheidend dazu beigetragen, dass eine Systematisierung und damit auch Transparenz des Entscheidungsprozesses gefordert wird. Ein systematisches Risikomanagement gewinnt damit wesentlich stärker als bisher an Einfluss auf wichtige Entscheidungen der Unternehmensführung.



Dr. Werner  
Gleißner

Fassen wir diese Tendenzen zusammen: Den wertorientierten Steuerungssystemen fehlt häufig eine klare Fundierung ihrer Kapitalkostensätze. Die Informationen des Risikomanagements finden oft keinen systematischen Einfluss in wichtige unternehmerische Entscheidungen.

Diese beiden oben angerissenen Probleme stehen offensichtlich in engem Zusammenhang. Sie zeigen nämlich, dass eine wichtige Verbindungsstelle in den Unternehmensführungssystemen bisher nicht geschlossen wurde. Naheliegenderweise müssten die risikoabhängigen Kapitalkostensätze (WACC) vom tatsächlichen Risikoumfang eines Unternehmens abhängig sein. Genau diese Informationen sollte jedoch das Risikomanagement bereitstellen. Der bisher anzutreffende „Umweg“ bei der Bestimmung der Kapitalkostensätze ist wenig überzeugend. Unter dieser vielfältigen theoretischen und empirischen Kritik an dem Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) oder ähnlichen Modellen zur Herleitung von Kapitalkostensätzen sticht besonders eine Annahme heraus: Das CAPM unterstellt effiziente Kapitalmärkte, d. h. insbesondere, dass alle Kapitalmarktakteure die Risikosituation des Unternehmens genau so gut einschätzen können, wie die Unternehmensführung selbst. Diese Annahme ist sicherlich wenig haltbar, da sie das Risikomanagement – und weite Teile der Unternehmensführungsaufgaben – obsolet machen würde. Sicherlich ist es sinnvoll, von der Annahme auszugehen, dass das

Unternehmen selbst seine Risikosituation besser einschätzen kann als der Kapitalmarkt („Informationsasymmetrie“) und erst recht die möglichen Veränderungen der Risikosituation durch geplante Aktivitäten. Daher sollten Unternehmen die Kapitalkostensätze für ihre wertorientierten Steuerungssysteme auf Grundlagen der Erkenntnisse des Risikomanagements ableiten. So löst man beide oben angesprochenen Probleme: Unternehmenswert oder EVA® werden auf Grundlage von Kapitalkostensätzen berechnet, die die tatsächliche Risikosituation des Unternehmens widerspiegeln und die Erkenntnisse des Risikomanagements fließen über dem Weg der Kapitalkostensätze unmittelbar in unternehmerische Entscheidungen ein. So wird ein wirkliches Abwägen von erwarteten Erträgen und den damit verbundenen Risiken bei wichtigen Entscheidungen tatsächlich erst ermöglicht.

Der wichtigste Schritt für die Weiterentwicklung von wertorientierten Steuerungssystemen einerseits und

**Kapitalkosten aus Risikomanagement ableiten, nicht aus Capital Asset Pricing Model**

Risikomanagementsystemen andererseits ist somit die Ableitung fundierter Kapitalkostensätze. Methodisch ist dies ein durchaus mit überschaubarem Arbeitsaufwand lösbares Problem. Mithilfe so genannter Risikoaggregationsverfahren wird der Gesamtrisikoumfang eines Unternehmens bestimmt. Dabei werden die identifizierten und bewerteten Risiken in den Kontext der Unternehmensplanung gestellt und als Ursache für mögliche Planabweichungen interpretiert. Mithilfe von Simulationsverfahren wird eine große, repräsentative Stichprobe möglicher risikobedingter Zukunftsszenarien des Unternehmens berechnet und analysiert. Die Auswertung der möglichen Zukunftsszenarien zeigt die realistische Bandbreite wichtiger Erfolgskennzahlen (z. B. der Gewinne oder Cashflows) und damit den Grad an Planungssicherheit im Unternehmen. Aus der Bandbreite (der Verteilungsfunktion) der Gewinne kann unmittelbar auf den realistischen risikobedingten Maximalverlust eines Unternehmens und damit an den Bedarf an (teurem) Eigenkapital zur Verlustabdeckung geschlossen werden. Eigenkapital und Liquiditätsreserven sind das Risikodeckungspotenzial eines Unternehmens. Wenn durch die Risikoaggregation der Eigenkapitalbedarf bestimmt wurde, ist es nur noch ein kleiner Rechenschritt zur Ableitung risikoangemessener Kapitalkostensätze. Man muss

lediglich die gewichteten Kapitalkostensätze in Abhängigkeit des Eigenkapitalbedarfs – nicht des vorhandenen tatsächlichen Eigenkapitals – berechnen.

Die Resultate sind leicht zu interpretieren. Reduziert sich bei einem Unternehmen beispielsweise der Risikoumfang (z. B. durch Abschließen einer Versicherung), so vermindert sich der Umfang möglicher negativer Abweichungen des Gewinns von den Planwerten. Damit sinkt zugleich der noch realistische Umfang von Verlusten und damit der Bedarf an Eigenkapital. Ein Unternehmen, das weniger teures Eigenkapital benötigt, wird einen sinkenden Kapitalkostensatz aufweisen. Eine tatsächliche oder auch geplante Veränderung des Risikoumfangs kann somit unmittelbar und nachvollziehbar in ihren Konsequenzen für den Kapitalkostensatz und damit den Unternehmenswert beurteilt werden. Jede unternehmerische Maßnahme kann

dabei sowohl hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf die zukünftig erwarteten Erträge wie auch über

die Veränderung des Risikoumfangs beurteilt werden. Erst so wird ein wirkliches wertorientiertes Management überhaupt möglich. Wertorientiertes Management erfordert zwangsläufig eine Bewertung von Ertrags- und Risikowirkungen – da die Beurteilung von Risikowirkungen in vielen Unternehmen bisher fehlt, verdienen diese die Bezeichnung wertorientierte Managementansätze genau genommen noch nicht.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die heute vorhandenen wertorientierten Managementsysteme – z. B. der EVA®-Ansatz – ohne größere konzeptionelle „Umbauarbeiten“ in ihrer Leistungsfähigkeit grundlegend gesteigert werden können. Der Schlüssel dazu ist die Fundierung der Kapitalkostensätze auf Basis der Informationen des Risikomanagements. Die hierfür erforderliche Verbindung von wertorientierten Managementsystemen und Risikomanagement (Risikoaggregation) ist auch durch IT-Systeme relativ einfach möglich. Die Palette reicht dabei von Zusatzsoftware zu Excel (beispielsweise ChrystalBall oder @Risk) über spezielle Standardsoftware für die Risikoaggregation (z. B. Risiko-Kompass, www.Risiko-Kompass.de), bis hin zu speziellen Business-Intelligence-Lösungen, die die übliche Funktionalität von ERP-Systemen ergänzt (z. B. MIS Risk Management powered by RMCE). Das Risikomanagement wird so

***Autoren:** Dr. Werner Gleißner ist Geschäftsführer der RMCE RiskCon GmbH & Co. KG und Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen und Nürnberg.*

*Die Schwerpunkte seiner Beratertätigkeit liegen in den Bereichen Strategieentwicklung, Rating, Risikomanagement und Quantitative Analyseverfahren.*

*Bernd Saitz ist Partner bei PricewaterhouseCoopers in Frankfurt/M. und deutschlandweit verantwortlich für den Bereich „Business Finance & Operations“. Ein wesentlicher Aufgabenschwerpunkt ist die Einführung von unternehmensweiten, IT-gestützten Steuerungs- und Risikomanagementsystemen.*

aus der bisherigen Isolation geholt und als eine der tragenden Säulen im Rahmen des wertorientierten Managements verankert. Aber auch ohne eine solch durchgängige Einbindung lässt sich generell durch eine stringente Verzahnung von Risikomanagement, Planung und Controlling eine signifikante Qualitätssteigerung in der Unternehmenssteuerung erzielen. Dafür ist die Messung von Risiken im Hinblick auf eine Erfolgsgröße (Ergebnis, EBIT, Cashflow etc.) erforderlich. Es hat sich bewährt, die Unternehmensplanung als Maßstab heranzuziehen. Es stehen zwar bei dieser Variante noch absolute Ergebnisse im Fokus, aber schon die konsequente Quantifizierung von Risiken führt zu einer deutlichen Transparenzsteigerung und legt den Grundstein für eine weitere Optimierung hin zu einer wertorientierten Steuerung. Derartige integrierte Steuerungskonzepte unterstützen die Unternehmensführung bei ihrer wichtigsten Aufgabe:

Ein Abwägen von Ertragschancen mit den damit verbundenen Gefahren (Risiken).

**Das hilft weiter**

Gleißner, W., Identifikation, Messung und Aggregation von Risiken, in: Gleißner, W./Meier, G., Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, Wiesbaden, 2001.

Das Kontroll- und Transparenzgesetz: Herausforderungen und Chancen für das Risikomanagement. Bernd Saitz/Frank Braun (Hrsg.), Wiesbaden, 1999.