

Veröffentlicht in

Kindle (Amazon Media EU S.à r.l.)

4. Juli 2019

Gleißner, W. (2019):
„Wertorientierte Unternehmensführung, Strategie
und Risiko“

<https://www.amazon.de/Wertorientierte-Unternehmensf%C3%BChrung-Strategie-Risiko-Glei%C3%9Fner-ebook/dp/B07TYZ2FZV/>

Wertorientierte Unternehmensführung, Strategie und Risiko

Prof. Dr. Werner Gleißner
FutureValue Group AG (Vorstand),
TU Dresden (BWL, insb. Risikomanagement),
kontakt@FutureValue.de, www.FutureValue.de,
www.werner-gleissner.de

Inhalt

Wertorientierte Unternehmensführung, Strategie und Risiko	1
1 Einleitung: Was ist „echtes“ wertorientiertes strategisches Management?	3
2 Grundlagen des Strategischen Managements: ein Überblick	6
2.1 Grundbegriffe	6
2.2 Strategisches Management: theoretische Grundlagen.....	7
2.2.1 Exkurs: Digitalisierung und disruptive Entwicklungen.....	13
2.3 Der Prozess der strategischen Planung	14
2.4 Herausforderungen und Perspektiven	16
3 Strategieentwicklung und strategische Steuerung	18
3.1 Einleitung.....	18
3.2 Strategische Managementsysteme: Strategie, Planung, Risiko, Wert und Rating und robuste Unternehmen	19
3.3 Ein Beispiel: Strategische Steuerung mit dem FutureValue™-Konzept	20
3.3.1 Grundlagen	20
3.3.2 Modul 1: Vision, Leitbild und Unternehmensziele	23
3.3.3 Modul 2: Geschäftslogik	23
3.3.4 Modul 3: Markt- und Trendanalyse.....	24
3.3.5 Modul 4: Status-quo-Analyse der Stärken und Schwächen.....	25
3.3.6 Modul 5: Werttreiberanalyse, Erfolgsmaßstab und Rating-Prognose.....	27
3.3.7 Modul 6: Strategische Konzeption: Ergebnis der Strategieentwicklung	29
3.3.8 Modul 7: Kompetenzentwicklung.....	38
3.3.9 Modul 8: Strategische Organisationsentwicklung und Prozessoptimierung.....	38
3.3.10 Modul 9: Risiko-, Rating- und Finanzierungsmanagement.....	38
3.3.11 Modul 10: Marketing- und Vertriebskonzeption.....	40
3.3.12 Modul 11: FutureValue™ Scorecard: Das Kennzahlen- und Steuersystem	40
3.3.13 Modul 12: Implementierung, Umsetzung und strategisches Controlling.....	42
4 Wertorientiertes Management und Strategiebewertung.....	44
4.1 Einleitung.....	44
4.2 Unternehmenswert und Strategiebewertung	45
4.2.1 Grundlagen	45

4.2.2	Risikogerechte Bewertung am Fallbeispiel	46
4.2.3	Werttreiber und Strategiebewertung.....	48
4.2.4	Von der Unternehmensbewertung zur Strategiebewertung: eine Einordnung	51
4.3	Grundlagen der Unternehmensbewertung	53
4.3.1	Grundlagen	53
4.3.2	Probleme durch Kapitalmarktunvollkommenheit	58
4.4	Strategie, Planung, Rating, Wert und Risiko: die Zusammenhänge im Überblick..	60
4.4.1	Einleitung: Bedeutung für die Unternehmenssteuerung	60
4.4.2	Planungssicherheit, aggregierte Risiken und Finanzierungsstruktur.....	60
4.4.3	Risikoadäquater Unternehmenswert: Ertragsrisiko statt Aktienkursschwankungen relevant	61
4.4.4	Gläubigersicht: Bestandssicherung, Rating-Prognosen und Krisenprävention	62
4.4.5	Die Zusammenhänge zwischen Risiko, Rating und Wert.....	62
4.5	Risikogerechte Entscheidungen und Bewertung von Strategien.....	64
4.5.1	Strategiebewertung als Entscheidungsvorbereitung	64
4.5.2	Herleitung risikogerechter Kapitalkosten.....	68
4.5.3	Ertragsrisiko und Kapitalkosten ausgewählter Unternehmen.....	69
4.5.4	Risikogerechte Bewertung mit dem Risikodeckungsansatz	71
4.5.4.1	Grundlagen	71
4.5.4.2	Risikodeckungsansatz und Kapitalkosten	72
4.5.5	Rating und Insolvenzwahrscheinlichkeit als Werttreiber	75
4.6	Fallbeispiel: Risikogerechte Investitionsbewertung und Projektfinanzierung.....	79
5	Strategisches Risikomanagement und Risikosimulation.....	85
5.1	Einleitung.....	85
5.2	Grundlagen des Risikomanagements.....	85
5.2.1	Risikoidentifikation	85
5.2.2	Risikoquantifizierung: quantitative Beschreibung von Risiken.....	86
5.2.3	Risikoaggregation: Bestimmung von Gesamtrisikoumfang, Eigenkapitalbedarf und dem „Grad der Bestandsgefährdung“	88
5.2.4	Risikobewältigung, Risikoüberwachung und Risikoreporting.....	89
5.2.5	Risikomanagement im wertorientierten Management: Entscheidungsvorbereitung und Bewertung von Strategien und Projekten	89
5.2.6	Fazit: 10 Thesen zur risikoorientierten Unternehmensführung	91
5.3	Strategische Risikoanalyse und strategisches Risikomanagement.....	93
5.3.1	Identifikation strategischer Risiken	93
5.3.2	Strategische Risiken: Beispiele	95
5.4	Robuste Strategien und robuste Unternehmen	96
6	Wertorientierte strategische Unternehmensführung und Steuerungssysteme	101
6.1	Die Systembausteine im Zusammenspiel.....	101
7	Literaturverzeichnis.....	107
8	Stichwortverzeichnis.....	Fehler! Textmarke nicht definiert.

Titelbild: [Hebi B.](#) von [Pixabay](#). Andere Bilder: Werner Gleißner; FutureValue Group AG.

1 Einleitung: Was ist „echtes“ wertorientiertes strategisches Management?

Wertorientierte strategische Unternehmenssteuerung ist spätestens seit den 1990er Jahren zum wahrscheinlich bedeutendsten Ansatz für die Unternehmenssteuerung geworden – speziell bei börsennotierten Unternehmen. Die grundlegenden Vorteile im Vergleich z.B. zu einer kurzfristigen Unternehmenssteuerung, orientiert an den Gewinnen, sind auch überzeugend: Der Unternehmenswert ist ein Erfolgsmaßstab, der die gesamten zukünftigen Ertragsperspektiven eines Unternehmens, inklusive der Chancen und Gefahren (Risiken), auf eine für die Eigentümer offensichtlich relevante Kennzahl verdichtet. Speziell bei der Beurteilung alternativer strategischer Handlungsmöglichkeiten („Strategievarianten“) ist eine wertorientierte Steuerung damit naheliegend. Sie ermöglicht potenziell den Vergleich des Ertrag-Risiko-Profiles möglicher strategischer Handlungsoptionen und trägt damit gerade den Unsicherheiten über die Zukunftsentwicklung Rechnung. Entscheidungen über die Unternehmensstrategie, die die langfristige Ausrichtung eines Unternehmens bestimmt, sollten fundiert und orientiert an den primären Zielen der Eigentümer erfolgen. Dies fordert in der Zwischenzeit durch die sogenannte „Business Judgement Rule“ (§93 Aktiengesetz)¹ auch der Gesetzgeber: Entscheidungen der Geschäftsführung müssen auf „angemessenen Informationen“ beruhen und dies sind bei Entscheidungen unter Unsicherheit natürlich insbesondere Informationen über die Chancen und Gefahren (Risiken), die mit der Entscheidung verbunden sind. Das Abwägen von Ertrag und Risiko nennt man risikoadäquate Bewertung und führt genau zum Unternehmenswert als Ziel und Performancemaß des wertorientierten Managements (speziell Strategiebewertung).

Diese Verknüpfung von strategischem Management und wertorientiertem Management ist Thema dieses Buchs.

In den letzten Jahren wurde sowohl Kritik an einem „traditionell strategischen Management“ als auch einem „traditionell wertorientierten Management“ geübt. Mit diesen Kritikpunkten und den Implikationen für ein tatsächlich ökonomisch mehrwertstiftendes strategisches wertorientiertes Management beschäftigt sich dieses Buch im Besonderen. Einige übliche Kritikpunkte am wertorientierten Management sind allerdings nicht sachgerecht: Es trifft nicht zu, dass wertorientiertes Management ein kurzfristiges „Quartalsdenken“ unterstützen oder andere Stakeholder (wie Kunden oder Mitarbeiter) ignorieren würde.² Auch bei einer Orientierung primär an den Interessen der Eigentümer eines Unternehmens, deren Erlöse im Gegensatz zu den anderen Stakeholdern nicht vertraglich gesichert sind, wird man die Interessen z.B. von Kunden oder Mitarbeitern nicht ignorieren können. Eine Steigerung des Unternehmenswertes wird man nicht erreichen können, wenn es nicht gelingt, kompetente Mitarbeiter (Talente) an das Unternehmen zu binden oder Wettbewerbsvorteile bezüglich der für die Kunden tatsächlich wesentlichen Kaufkriterien aufzubauen. Eine „Aufweichung“ einer wertorientierten Unternehmensführung in ein „Multi-Ziel-System“, was letztlich alle Arten von Entscheidungen je nach Gewichtung der Ziele rechtfertigt, ist für eine stringente Unternehmensführung nicht sinnvoll.³

¹ Mit einer Ausstrahlwirkung auch auf die GmbHs, siehe zu den Grundlagen Graumann (2014) und Graumann/Linderhaus/Grundei (2009); sowie Risk Management Association (2019).

² Zum Bezug zu einer „nachhaltigen Wirtschaft“ siehe Günther/Günther (2017).

³ Siehe dazu Gleißner (2009a).

Andere Kritikpunkte sind aber deutlich bedenkenswerter, wenngleich sie – wie gezeigt wird – eher als „Umsetzungsprobleme“ aufzufassen sind. Tatsächlich sehr problematisch ist, dass in der Praxis die wertorientierte Steuerung oft mit einer „kapitalmarktorientierten Steuerung“ gleichgesetzt wird.⁴ Die oft als wertorientierte Unternehmenssteuerung verkauften „kapitalmarktorientierten Steuerungsansätze“ nutzen historische Aktienrenditeschwankungen (über den Betafaktor des CAPM⁵ zur Herleitung des „Werttreibers Kapitalkosten“, der als Anforderung an die erwartete Rendite einer Investition oder des Geschäftsbereichs aufgefasst werden kann (und zudem wird der ebenfalls bedeutende Werttreiber „Insolvenzwahrscheinlichkeit“, der die nachhaltige Überlebensfähigkeit eines Unternehmens ausdrückt, meist komplett ignoriert). Das muss aber nicht sein.

Ein gemeinsames Anliegen eines strategischen und eines wertorientierten Managements bei einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft muss es sein, die Unsicherheit über die Zukunftsentwicklung – und die Unsicherheit speziell über die Wirksamkeit bestimmter strategischer Maßnahmen – im Entscheidungskalkül zu berücksichtigen. Strategische Entscheidungen bewirken, dass die zukünftigen Chancen und Gefahren (Risiken) eines Unternehmens anders sind, als die in der Vergangenheit. Damit ist es insbesondere notwendig, bei der Vorbereitung strategischer Entscheidungen deren erwartete Wirkungen und die mit diesen verbundenen Risiken adäquat einzuschätzen (quantitative Risikoanalyse und Risikoaggregation zur Bestimmung des Gesamtrisikoumfangs).

Aufgrund der zentralen Bedeutung von Chancen und Gefahren wird in diesem Zusammenhang das Konzept eines „robusten Unternehmens“ vorgestellt, dessen strategische Aufstellung geeignet ist auch bei einzeln nicht vorhersehbaren Zukunftsszenarien zumindest einen „akzeptablen Erfolg“ mit hoher Wahrscheinlichkeit zu gewährleisten (und damit zu überleben).

Ein tatsächlich wertorientiertes strategisches Management orientiert sich zudem auch nicht an aktuellen Börsenkursen sondern am fundamentalen Ertragswert des Unternehmens. Dieser ist Ausdruck des Ertrag-Risiko-Profiles des Unternehmens – in Abhängigkeit der strategischen Handlungsoptionen. Um dies zu gewährleisten, werden beispielsweise Diskontierungszinssätze (Kapitalkostensatz) aus dem aggregierten Ertragsrisiko abgeleitet. Änderungen der „Robustheit“ und Überlebensfähigkeit des Unternehmens durch die strategischen Entscheidungen (und die mit diesen verbundenen Risiken) werden im Entscheidungskalkül berücksichtigt (über die Berechnung der Auswirkungen auf das zukünftige Rating bzw. die zukünftige Insolvenzwahrscheinlichkeit).

Thema dieses Buches ist also ein modernes wertorientiertes strategisches Management, das klar von einem rein kapitalmarktorientierten Management abzugrenzen ist und damit speziell auch für nicht börsennotierte Unternehmen umgesetzt werden kann. Es verbindet Methoden des strategischen Managements mit Verfahren der Risikoanalyse und Risikoaggregation sowie einer modernen Bewertungsmethode, die das Ertrag-Risiko-Profil von Handlungsoptionen vergleicht.

Im Buch werden in Kapitel 2 zunächst die Grundlagen des strategischen Managements vorgestellt. Kapitel 3 zeigt mit dem FutureValue-Konzept einen konkreten wertorientierten strategischen Ansatz, der verdeutlicht, wie ausgehend von einer Situationsanalyse über die Entwicklung einer Unternehmensstrategie und die Auswahl strategischer Handlungsoptionen bis hin zur Strategieumsetzung (über strategische Kennzahlen) ein sol-

⁴ Nur unter den unrealistischen Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarktes stimmen beide Ansätze – sowie Preis und Wert eines Unternehmens – überein.

⁵ Capital Asset Pricing Models, siehe Ballwieser/Hachmeister (2016) zu den Grundlagen.

ches Konzept in Praxis realisiert werden kann. In Kapitel 4 wird erläutert, wie man zwischen verschiedenen Strategievarianten auswählen kann. Hier findet die Verknüpfung von strategischem und wertorientiertem Management statt. Es wird gezeigt, wie man mit Strategievarianten „rechnet“ und das Ertrag-Risiko-Profil anhand eines berechneten Unternehmenswerts als Erfolgsmaßstab (Performancemaß) vergleicht. Die Unsicherheit über die Zukunftsentwicklung macht es erforderlich, Chancen und Gefahren zu identifizieren und zu analysieren. Kapitel 5 bietet deshalb einen Einblick in die Methoden des Risikomanagements, speziell im Bereich zur systematischen Identifikation, Quantifizierung und Aggregation von Risiken. Hier wird gezeigt, wie man mittels Monte-Carlo-Simulation realistische Bandbreiten der Zukunftsentwicklung eines Unternehmens, sowie sich daraus ergebende Kennzahlen wie Eigenkapitalbedarf und Kapitalkostensätze, ableiten kann. Die Methode der Strategiebewertung wird anhand eines einfachen Fallbeispiels erläutert.

2 Grundlagen des Strategischen Managements: ein Überblick

2.1 Grundbegriffe

Strategisches Management beschäftigt sich mit der langfristigen Entwicklung eines Unternehmens als Ganzes und zielt darauf, das Unternehmen möglichst erfolgreich zu machen (wobei Erfolg und eine geeignete Kennzahl zu messen ist). Insbesondere soll eine geeignete Strategie entwickelt und umgesetzt werden. Eine Strategie kann man dabei als einen Plan beschreiben, der fixiert, auf welchem Weg das Unternehmensziel – der Unternehmenserfolg – erreicht werden soll.

Schwenker (2017a, S. 20) beschreibt „Strategie“ wie folgt:

„Strategie ist erstens eine besondere Art zu denken: zielorientiert, auf die Zukunft gerichtet, fokussiert, ganzheitlich, unkonventionell. Und zweitens: Strategie bedeutet, sich zu entscheiden – eine bewusste Auswahl zu treffen unter mehreren Optionen. Derartige ‚strategische‘ Entscheidungen

- *legen die grundlegende Ausrichtung eines Unternehmens (oder einer Institution) fest;*
- *versuchen, in der Zukunft liegende Ereignisse zu antizipieren;*
- *sichern Erfolg, das heißt, sie schaffen nachhaltig Wettbewerbsvorteile;*
- *bestimmen Positionierung, Ressourcenzugang und Ressourcenallokation (also die eingangs genannte große Zahl);*
- *definieren die fundamentalen Unternehmensstrukturen (zentral/dezentral, global/regional et cetera).*

Mit anderen Worten [...]: Strategie ist das planvolle Streben nach Zielerreichung, ausgerichtet an potenziellen Marktchancen und verfügbaren Ressourcen, die kreativ in Wettbewerbsvorteile umgesetzt werden und so zu strategischem Erfolg führen.“

Schwenker (2017a, S. 21) nennt z.B. folgende Anforderungen an eine „gute Strategie“:

- *„Der Strategie muss ein klares Zukunftsbild zugrunde liegen.*
- *Die Verfügbarkeit der für diese notwendigen Ressourcen (Menschen, Kapital) muss gewährleistet sein und*
- *die durch diese Strategie erforderlichen strategischen Maßnahmen sind geeignet relevante Vorteile (bei Marktpositionierung oder Ressourcenallokation).*
- *Die Strategie ist tatsächlich implementierbar und in der Unternehmenspraxis umsetzbar und*
- *es gelingt die Mitarbeiter des Unternehmens für diese Strategie zu begeistern, um die Umsetzung zu ermöglichen.“*

Typischerweise werden 4 Phasen des Strategieprozesses unterschieden⁶, nämlich (1) strategische Analysen, (2) Strategieentwicklung (mit Konzipierung und Strategiebewertung), (3) Strategie-Implementierung und (4) strategisches Controlling.⁷

⁶ Siehe z.B. auch Schwenker (2017a), S. 20-21.

⁷ Vgl. Hinterhuber (2015) zur strategischen Unternehmensführung.

Unsicherheit und Risiko werden aber erst relativ spät im strategischen Management zu einem Hauptthema, was auch auf die recht späte Entwicklung von Methoden für Risikoanalyse, Risikoaggregation und risikogerechter Bewertung (im Rahmen des Risikomanagements) zurückzuführen ist.⁸

2.2 Strategisches Management: theoretische Grundlagen

Die Entwicklung der strategischen Managementlehre wird in Abbildung 2 zusammengefasst.

Strategisches Management wird manchmal als „Kunst“ oder als geschickt verpacktes „Durchwursteln“ aufgefasst. Tatsächlich existiert schon seit Jahren auch ein solides theoretisches Fundament für wesentliche Teile des strategischen Managements.

Nach Vorläufern in den 60er Jahren entwickelte sich das strategische Management erst in den 70er Jahren zu einer wissenschaftlichen Disziplin. Die Entwicklung des strategischen Managements in den 60er Jahren war maßgeblich von Veröffentlichungen durch Penrose und Chandler bestimmt. Von diesen Autoren stammen Überlegungen, die bis heute das strategische Management prägen. So betonte Penrose (1959), dass der Erfolg eines Unternehmens von der Einzigartigkeit und Qualität seiner Ressourcen abhängt, was eine Abkehr von der neoklassischen Sichtweise der Homogenität von Unternehmen und deren Ressourcen darstellte. Ebenfalls in den 60er Jahren wurde durch Chandler (1962 und 1973) erstmalig der Vorrang der Strategie gegenüber anderen unternehmerischen Aktivitäten herausgehoben, was sich insbesondere in der „Structure-follows-Strategy“-These zusammenfassen lässt. Ansoff (1965) war einer der ersten, der eine Gesamtheorie zum strategischen Management formulierte und dabei bereits viele – bis heute maßgebliche – Konzepte, wie die nach ihm benannte Ansoff-Matrix und das Konzept der „schwachen Signale“, einführte.

Schon die „Structure-Conduct-Performance“-Hypothese von Bain (1956) betonte die Bedeutung der Branchen-Charakteristik, die das Verhalten der Unternehmen und letztlich deren Erfolg bestimmt. Diese „Industrieökonomik“ ist zu einem erheblichen Umfang im traditionellen neoklassischen Paradigma verankert, was insbesondere in der Annahme gleicher Ressourcen-Ausstattungen der Unternehmen und vollkommen rationaler Entscheidungen des Managements erkennbar wird. Porter (1999) betont die Bedeutung von Wettbewerbsvorteilen und Marktattraktivität und stellt das „5-Forces-Konzept“ vor.⁹

Die Institutionenökonomik¹⁰ behandelt Entstehung, Charakteristika und die Koordinationsmechanismen von Institutionen, was neben Unternehmen auch Märkte und staatliche Institutionen mit einschließt. Die Institutionenökonomik betrachtet durchgängig die vollkommen rationalen Entscheidungen einzelner Individuen und folgt in dieser Hinsicht dem neoklassischen Paradigma – was zugleich einen der wesentlichen Kritikpunkte an diesem Ansatz darstellt. Ein weiterer wichtiger Beitrag der Institutionenökonomik sind die Property-Right-Theorie und die eng damit verbundene Principal-Agent-Theorie, die die unterschiedlichen Interessen von Eigentümern und Managern thematisiert.

Wichtige theoretische Grundlagen des strategischen Managements bilden die Arbeiten von Ronald Coase zu Transaktionskosten (1937) sowie von Williamson (1985), welche maßgeblich die Institutionenökonomik geprägt haben. Die Transaktionskostentheorie

⁸ Vgl. z.B. Gleißner (2017d) mit einem Überblick sowie Gleißner (2017c).

⁹ Vgl. Kapitel 3.3.4.

¹⁰ Vgl. z.B. Blum et al. (2001) und Blum/Leibbrand (2001).

befasst sich mit der Effizienz von Koordinationsmechanismen.¹¹ Wichtigste Erkenntnis der Institutionenökonomik für das strategische Management ist die Schlussfolgerung, dass langfristig Koordinationsformen wettbewerbsfähig sein werden, die mit den niedrigsten Transaktionskosten funktionieren. Wichtige alternative Koordinationsmöglichkeiten sind¹²

- die Koordination über Märkte (außerhalb eines Unternehmens) und
- die Koordination durch Hierarchie (innerhalb eines Unternehmens).

Eine Zwischenstufe zwischen der Koordination über Märkte und innerhalb der Unternehmenshierarchie stellen Kooperationen dar.

Sinkende Transaktionskosten führen tendenziell zu einer zunehmenden relativen Effizienz der Koordination über Märkte, was wiederum eine verstärkte Tendenz zum Outsourcing von Dienstleistungen und der Bildung von Netzwerken mit sich bringt.

Für die Beantwortung der Frage, ob die Koordination über Märkte die günstigsten Transaktionskosten aufweist, sind insbesondere folgende Kriterien heranzuziehen:

- Effizienz der Märkte (insbesondere Informationseffizienz der Preise): hohe Effizienz begünstigt Märkte;
- Stabilität des Bedarfs: hohe zeitliche Instabilität des Bedarfs begünstigt aus Risiko-Gesichtspunkten den Zukauf über Märkte;
- Spezifität der Güter: mit zunehmender Spezifität entstehen Abhängigkeiten zwischen Anbietern und Nachfragern, was dazu führt, dass eine Koordination über Märkte zunehmend durch Kooperation oder gar hierarchische Mechanismen verdrängt wird.

Bei der wissenschaftlichen Beschäftigung mit dem strategischen Management lassen sich heute zwei Themenschwerpunkte unterscheiden; einerseits die Erforschung des Prozesses der Strategieentwicklung und andererseits die auf die Inhalte der Strategien abzielende Erforschung des Erfolgsbeitrags strategischer Varianten.¹³

Eine Strukturierung der verschiedenen Schulen des strategischen Managements in den letzten 30 Jahren bis Ende des 20. Jahrhunderts schlägt Mintzberg (1996) vor, der 10 verschiedene Ansätze unterscheidet, von denen im Folgenden die wichtigsten kurz skizziert werden.

Der älteste, der Gestaltungsansatz aus den 60er Jahren, betrachtet Strategieentwicklung als bewussten Prozess des Aufbaus interner Stärken und des Abbaus interner Schwächen, um externen Chancen und Risiken gerecht zu werden.

Der etwa zeitgleich entstandene „Planungsansatz“ hat hier eine ähnliche Sichtweise, betont aber zugleich, dass Strategieentwicklung ein streng methodischer Vorgang ist, der durch geeignete Hilfsmittel (wie Portfolio, Checklisten etc.) zu unterstützen sei.

Der Planungsansatz des strategischen Managements wurde insbesondere von der Harvard Business School vertreten. In diesem Modell wird sehr deutlich zwischen der Formulierung der Strategie (Entscheidungsproblem) und der anschließenden Umsetzung

¹¹ Vgl. auch Blum/Dudley (1999).

¹² Demokratische Koordinationsmechanismen, wie sie in Staaten von hoher Bedeutung sind, spielen im ökonomischen Bereich dagegen kaum eine Rolle.

¹³ Nachfolgend z.T. in Anlehnung an Gleißner (2004b). Siehe auch Gleißner/Weissman (2001).

(Implementierung) unterschieden. Strategisches Management wird daher in erster Linie als Entscheidungsproblem aufgefasst, bei dem das Top-Management, gestützt auf einen möglichst umfassenden Kenntnisstand, vollkommen rational nach den Grundprinzipien der Entscheidungstheorie die hinsichtlich der Unternehmensziele optimale Strategie wählt. Der Harvard-Ansatz stellt ein Idealmodell dar, das als Orientierungspunkt für das tatsächliche strategische Management von Interesse ist. In einem Unternehmen wird eine größere Anzahl von Entscheidungsträgern in die Strategieentwicklung involviert sein. Soziale Gruppen und persönliche Interessen¹⁴ spielen daher bei Entscheidungen eine Rolle. Auf Grund der begrenzten kognitiven Fähigkeiten der Entscheider in der Unternehmensführung ist bestenfalls mit begrenzt rationalen Entscheidungen zu rechnen.¹⁵ Auch die Vernachlässigung der Probleme bei der Umsetzung von Unternehmensstrategien und der Möglichkeit, dass Strategien zum Teil durch eine Vielzahl von Aktivitäten ungewollt entstehen, sind Kritikpunkte an diesem Planungsansatz. Er ist normativ, betrachtet aber viele Probleme.

In den 80er Jahren folgte der durch die Industrieökonomik geprägte „Positionierungsansatz“, der insbesondere mit Porters Konzept der fünf Wettbewerbskräfte verbunden und auf Erkenntnisse der PIMS-Studie¹⁶ gestützt ist. Kernaspekte dieses Ansatzes sind die konsequente wissenschaftliche Fundierung, die Betonung einer hohen Relevanz des Marktumfeldes, stark formalisierte Analysen sowie eine Konzentration auf relativ allgemeine Normstrategien (z.B. Kostenführerschaft, Differenzierungsstrategie, Fokussierungsstrategie).

Der auch in dieser Zeit entstandene „unternehmerische Ansatz“ greift auf die alten Ideen von Schumpeter (1942) zurück und rückt die Person des Unternehmers als zentralen Erfolgsfaktor in den Mittelpunkt der Unternehmensstrategien. Die eigentliche unternehmerische Planung wird im Wesentlichen auf Intuition zurückgeführt, sodass die Auswahl geeigneter Unternehmerpersönlichkeiten der entscheidende Erfolgsfaktor ist.

Wie der „unternehmerische Ansatz“ sind die ihm verwandten „kognitiven Ansätze“ und die „Lern-Ansätze“ (im Gegensatz zu den vorangegangenen) eher deskriptiv orientiert. Beide befassen sich mit psychologischen Aspekten der Strategieentwicklung und nutzen dabei Erkenntnisse der kognitiven Psychologie, z. B. der Lernpsychologie. Insbesondere der Lernansatz geht davon aus, dass Strategien nicht hauptsächlich Ergebnis systematischer Planung sind, sondern meist „einfach entstehen“ (emergente Strategien), was dazu führt, dass nicht nur die Person des Unternehmers, sondern die gesamte Mitarbeiterschaft eine hohe Bedeutung für den Prozess der Strategieentwicklung hat, und zudem Strategieentwicklung und Implementierung eng miteinander verbunden sind.¹⁷

Ergänzende Bedeutung hat in den 1990er Jahren der sogenannte „Ressource Based View“ des strategischen Managements gewonnen.¹⁸ Diesem Ansatz zufolge sollte der

¹⁴ Vgl. die Principal-Agent-Theorie (Jensen/Meckling, 1976).

¹⁵ Kahneman (2012); Cyert/Marsh (1963) sowie Simon (1986).

¹⁶ Vgl. Buzzell/Gale (1989).

¹⁷ Auf die weiteren von Mintzberg genannten Ansätze soll auf Grund der geringeren Bedeutung hier nicht eingegangen werden. Anzumerken ist, dass Mintzberg selber – quasi als Verbindung aller Ansätze – als zehnten und letzten strategischen Ansatz selbst den so genannten „Konfigurationsansatz“ präsentiert, der deskriptive und präskriptive Aspekte verbindet.

¹⁸ Siehe Hamel/Prahalad (1990 und 1995).

Ausbau der Kernkompetenzen einen Schwerpunkt des strategischen Managements darstellen.¹⁹ Die besonders wichtigen, außergewöhnlichen und nachhaltigen Fähigkeiten des Unternehmens, die Kernkompetenzen, sind die Grundlage für die Entwicklung zukünftiger Wettbewerbsvorteile und interner Stärken. Sie sind das Resultat der Fähigkeiten und Erfahrungen von Mitarbeitern, proprietären Rechten (z.B. an einer Marke) und Daten. Eine Ergänzung und Weiterentwicklung stellt der ab 1997 entwickelte „Capability Based View“ dar.²⁰

Der Capability Based View²¹ kann als eine relativ junge Erweiterung der Theorie des strategischen Managements angesehen werden, das sich insbesondere mit spezifischen Kernkompetenzen befasst.²² Der Capability Based View befasst sich mit der Frage, durch welche Eigenschaften und Fähigkeiten manche Unternehmen langfristig überleben (während andere insolvent werden). Aus einer strategischen Perspektive werden hier also Ursachen für „finanzielle Nachhaltigkeit“²³, die Robustheit²⁴ und das Insolvenzrisiko von Unternehmen betrachtet. Die Überlegungen sind damit speziell auch für das strategische Risikomanagement von Bedeutung, zumal in besonderer Weise (exogene) Risiken durch Veränderungen der Umwelt thematisiert werden. In Fortführung des Ressource Based View werden dabei zunächst die sogenannten „gewöhnlichen Fähigkeiten“ und die „dynamischen Fähigkeiten“ des Unternehmens unterschieden (die jeweils bei besonders positiver Ausprägung den Charakter von Kernkompetenzen aufweisen können). Die gewöhnlichen Fähigkeiten eines Unternehmens dienen dazu, die üblichen Aufgaben einer Unternehmung, also z.B. Vertrieb, Produktion und Beschaffung, möglichst effizient erfüllen zu können. Die dynamischen Fähigkeiten sind hingegen genau die Fähigkeiten, die für die Anpassung des Unternehmens (speziell der gewöhnlichen Fähigkeiten) in Reaktion auf neue Anforderungen der Umwelt erforderlich sind (was den direkten Bezug zum Konzept der Kernkompetenzen verdeutlicht).²⁵

¹⁹ Kernkompetenzen sind – neben internen Stärken und vom Kunden wahrnehmbaren Wettbewerbsvorteilen – eine Gruppe innerhalb der Erfolgspotenziale (siehe dazu Hinterhuber, 2015)

²⁰ Siehe Fainshmidt et al. (2016) und zusammenfassend Richter (2019).

²¹ Siehe zur Grundidee Teece et al (1997).

²² Siehe auch Zollo/Winter (2002) sowie zusammenfassend Richter (2019).

²³ Siehe Gleißner/Günther (2019).

²⁴ Siehe Gleißner (2017d).

²⁵ Siehe dazu auch Helfat (2007), S. 1.

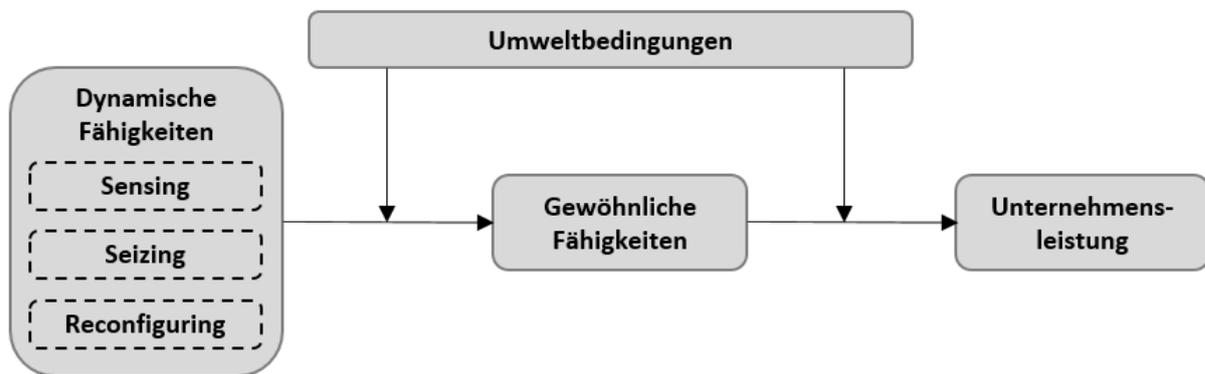


Abbildung 1: Schematische Zusammenhänge des Capability-Based View (Quelle: Richter, 2019, S. 43)

Im Hinblick auf die dynamischen Fähigkeiten werden Sensing, Seizing and Reconfiguring unterschieden. Sensing umfasst die Fähigkeiten, die erforderlich sind, um Veränderungen des Umfelds (z.B. der Technologien oder Kundenwünsche) zu erkennen. Aus Risikomanagementperspektive kann man hier ergänzen, dass dies insbesondere auch die Fähigkeit zur frühen Identifikation strategischer Chancen und Gefahren (Risiken) umfasst²⁶. Seizing sind die Fähigkeiten, um vorhandene und benötigte neue Ressourcen beurteilen und beschaffen zu können (was auch finanzielle Mittel voraussetzt). Reconfiguring sind schließlich die Fähigkeit das Unternehmen (inklusive der Organisationsstruktur) unter Beachtung bestehender Chancen und Gefahren durch Umfeldveränderungen adäquat anpassen zu können. Empirische Studien zeigen, dass die dynamischen Fähigkeiten die finanziellen Ergebnisse und die Überlebensfähigkeit von Unternehmen positiv beeinflussen²⁷.

Insgesamt ist der durch die Harvard Business School beschriebene Planungsansatz als das Idealbild zu interpretieren, das bis heute seine Bedeutung hat. Auch empirische Untersuchungen seit den 70er Jahren belegen, dass eine an diesem Ansatz angelehnte strategische Planung mehrheitlich als erfolgssteigernd betrachtet wird.²⁸

Einen weitgehend entgegengesetzten Ansatz beschreibt deutlich später D’Aveni (1994), der in seinem Konzept des „Hyperwettbewerbs“ empfiehlt, auf Grund instabiler Umfeldbedingungen den Schwerpunkt der Überlegungen von langfristig strategischen Planungen hin zur taktischen Anpassung der Maßnahmen zu verschieben.²⁹ Dies erfordert Flexibilität, Improvisationsfähigkeit und Kapazitätsreserven, um den Risiken des Umfelds zu begegnen. Eine längerfristige Ausrichtung des Unternehmens im Sinne einer Anpassung an Umfeldbedingungen verliert so an Bedeutung.

Als weiteres Beispiel für eine Managementtheorie, die sich von den traditionellen Planungsansätzen unterscheiden, sei das Konzept von Pascale et al. (2002) zu erwähnen, das in dem Buch „Chaos ist die Regel“ veröffentlicht wurde. Pascale u. a. wenden sich

²⁶ Siehe Gleißner (2017c) zu den entsprechenden Konzepten des strategischen Risikomanagements.

²⁷ Siehe z.B. Fainshmidt et al. (2016) sowie Karna et al. (2016).

²⁸ Müller-Stewens/Lechner (2011).

²⁹ D’Aveni (1994).

deutlich gegen die übliche Managementtradition, demzufolge die Gesamtstrategie des Unternehmens ausschließlich von der Unternehmensführung bestimmt und anschließend durch vorgegebene Implementierungsanweisungen auf vorhersehbare Weise umgesetzt wird. Die Autoren kritisieren dabei insbesondere die Vorstellung, dass Unternehmen durch gezielte Gestaltung der Unternehmensleitung allein in einen stabilen, optimalen Gleichgewichtszustand versetzt werden könnten. Sie sehen ein „Gleichgewicht“ an sich als ein Problem an, weil derartige Zustände durch die damit verbundene geringe Veränderungsfähigkeit und Veränderungsbereitschaft im Unternehmen sogar risikohöhernd wirken. Außergewöhnliche Chancen können nur in ungleichgewichtigen Situationen äußerer Bedrohung („Rand des Chaos“) erreicht werden, weil hier die höhere Innovationsfreudigkeit die Entdeckung neuer Lösungen wahrscheinlicher machen würde. Das systematische Stören eines „bequemen“ Gleichgewichts fördert die Anpassungs- und Innovationsfähigkeit eines Unternehmens und soll zudem selbstorganisierende Prozesse der Mitarbeiter unterstützen. Eine tolerierte oder besser sogar aktiv unterstützte interne Vielfalt im Unternehmen fördert somit Überlebensfähigkeit – und begrenzt die Sinnhaftigkeit der an sich sinnvollen strategischen Zielsetzung einer „Konzentration auf Kernkompetenzen“. Die Probleme von Unternehmen im Umgang mit Chancen und Gefahren (Risiken) werden hier schon aufgegriffen, ohne jedoch noch „manche“ Lösungsstrategien, z.B. mit Methoden des Risikomanagements zu zeigen (vgl. Kapitel 5 und Gleißner, 2017c).

Man muss heute davon ausgehen, dass Unternehmensstrategien teilweise durch bewusste, mehr oder weniger rationale, Entscheidungen der Unternehmer entstehen und zudem auf einer Vielzahl operativer Einzelentscheidungen basieren, die sich in ihrer Gesamtheit zu einer bestimmten strategischen Ausrichtung verdichten.

Mintzberg³⁰ unterscheidet daher anhand der Kriterien:

- „geplant“ versus „nicht geplant“,
- „realisiert“ versus „nicht realisiert“.

Die drei Typen von Strategien:

- intendierte Strategien (geplant und realisiert),
- unrealisierte Strategien (geplant, aber nicht realisiert),
- emergente Strategien (realisiert, aber nicht geplant).

Emergente Strategien sind dabei genau diejenigen, die aus der Verdichtung einzelner Handlungen entstehen und so die Ausrichtung eines Unternehmens bestimmen. Heute kann strategisches Management nicht mehr als alleiniger Top-Down-Prozess des Managements verstanden werden, weil emergente Prozesse die Entstehung von Strategien mit beeinflussen, was die Einbeziehung einer breiten Mitarbeiter-Basis erfordert. Dies ändert jedoch nichts daran, dass die Unternehmensführung die Gesamtverantwortung für die Unternehmensstrategie behält und die Grundzüge der Unternehmensstrategie entwickeln und vorgeben muss.

Zu den grundlegenden Problemen des strategischen Managements gehört die Unvorhersehbarkeit der Zukunft, die eine explizite Risikobetrachtung erfordert. Auch die Komplexität der Problemstellung und die Vielzahl der potenziell relevanten Variablen erschweren den Prozess der Strategieentwicklung entscheidend.

³⁰ Vgl. Mintzberg/Waters (1985).

Seit etwa 2005 werden Methoden für Managementkonzepte entwickelt, die es ermöglichen, Unsicherheit in Risiko zu überführen und mit diesem zu „rechnen“, also z.B. die Ertrag-Risiko-Profile von Strategievarianten zu vergleichen.³¹

Als wesentliche Herausforderung bei der Entwicklung und Implementierung einer erfolgversprechenden Strategie sieht auch Schwenker (2017a, S. 23-26) den Umgang mit einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft – er spricht hier von Ungewissheit. Entsprechend formuliert (2017, S. 23):

„Trotz aller Vorteile, die sich mit Strategien verbindet, bleibt ein Unbehagen: Für jede gute Strategie müssen Annahmen über zukünftige Entwicklungen getroffen werden.“

Und diese Annahmen sind unsicher, was die Existenz von Risiken impliziert.³²

Schwenker (2017a) fasst seine Überlegungen im Umgang mit Ungewissheit in einer Strategie durch folgendes Rahmenkonzept zusammen:

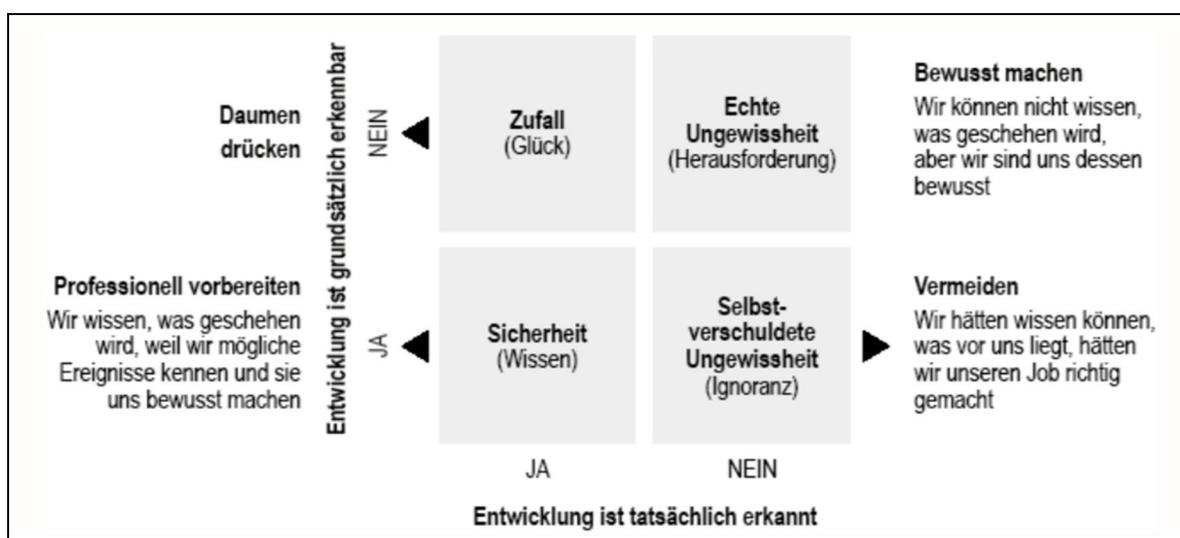


Abbildung 2: Ein Rahmenkonzept zum Umgang mit Ungewissheit³³

Als Grundvoraussetzung für den erfolgreichen Umgang mit Ungewissheit – allgemeiner mit Unsicherheit – sieht Schwenker (2017a) folgende Grundprinzipien, die es ermöglichen, das „Unvermeidbare zu gestalten“:

- „Ungewissheit zum (kulturellen) Feindbild machen“
- „In Analyse investieren“
- „den Strategie-Prozess neu gestalten“.

2.2.1 Exkurs: Digitalisierung und disruptive Entwicklungen

In den letzten Jahren werden zunehmend „disruptive Entwicklungen“, Komplexität und neue Technologien (z.B. im Zusammenhang mit Industrie 4.0 und Digitalisierung) als

³¹ Vgl. Gleißner (2005, 2013 und 2017c).

³² Gleißner (2017c).

³³ Quelle: Schwenker (2017a), S. 27.

wesentliche Herausforderung des strategischen Managements wahrgenommen. Die Verfügbarkeit von Daten, speziell auch zur Beurteilung strategischer Handlungsmöglichkeiten, hat zugenommen („Big Data“). Viele der jüngeren Entwicklungen führen zu einer Vielzahl von Chancen und Gefahren (Risiken), die konsequenter als bisher im strategischen Entscheidungskalkül und in der strategischen Unternehmensführung zu berücksichtigen sind.³⁴

Die in vielen Branchen zunehmenden Unsicherheiten und Risiken führen dazu, dass Methoden der Risikoanalyse und insgesamt des Risikomanagements im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung an Bedeutung gewinnen. Die gelegentlich zu lesende Vermutung, demzufolge durch Digitalisierung wesentliche Teile des bisherigen betriebswirtschaftlichen Instrumentariums, wie sie z.B. im Controlling genutzt werden, überholt seien, trifft dagegen nicht zu. Der größte Teil der in der Vergangenheit erfolgreich genutzten Instrumente bleibt nützlich und sollte primär durch Methoden ergänzt werden, die sich speziell mit Risiken befassen. Unternehmen werden weiterhin eine operative Planung basierend auf Erfolgsrechnung, Bilanz und Cashflow-Rechnung benötigen, weil auch zukünftig zumindest kostendeckende Erlöse und eine Finanzierung des Kapitalbedarfs erforderlich sein werden. Auch die zentralen Konzepte des strategischen Managements behalten ihre Gültigkeit. Unternehmen sollten weiterhin Kernkompetenzen aufbauen, wenngleich im Rahmen dieser z.B. die Verfügbarkeit wichtiger Informationen über Kunden an Bedeutung gewinnt. Ein Fokus auf die Lösung konkreter Probleme der Kunden und die Schaffung von Wettbewerbsvorteilen bezüglich für den Kunden wichtiger Kaufkriterien wird in der digitalen Zukunft mindestens genauso wichtig sein wie in der Vergangenheit. Viele der schon seit längerem bekannten Megatrends, wie sinkende Transaktionskosten, zunehmende Wettbewerbsintensität durch Globalisierung und ähnliches haben Bestand und gegebenenfalls nur in ihrer Geschwindigkeit etwas zugenommen.³⁵ Die heute vielfach diskutierten disruptiven Geschäftsmodelle entsprechen weitgehend dem, was früher als eine „revolutionäre Strategie“ bezeichnet wurde (siehe Kapitel 5.3) und man kann lediglich festhalten, dass die neuen technologischen Möglichkeiten die Wahrscheinlichkeit für und die Geschwindigkeit von solchen revolutionären Veränderungen erhöht haben. Die im strategischen Management auch früher schon diskutierten Möglichkeiten, durch den Effekt der kritischen Masse oder Monopole Unternehmenserfolg abzusichern, sind durch die neuen Technologien der Digitalisierung „lediglich“ zahlreicher geworden.

Digitalisierung, Industrie 4.0, Big Data und plattformbasierte Geschäftsmodelle bringen neue Chancen, Gefahren und Möglichkeiten für das strategische Management eines Unternehmens. Diese neuen Aspekte erfordern häufig die Anpassung einer Strategieentwicklung. Es geht aber nicht primär um eine spezifische „Digitalisierungsstrategie“, sondern um die Anpassung einer weiteren alle Aspekte berücksichtigenden ganzheitlichen Unternehmensstrategie unter Berücksichtigung der spezifischen neuen Aspekte, die die Digitalisierung mit sich bringt.

2.3 Der Prozess der strategischen Planung

³⁴ Siehe z.B. Schwenker/Dauner-Lieb (2017).

³⁵ Wenngleich die durch Digitalisierung erwartete massive Verbesserung der Arbeitsproduktivität bisher so nicht statistisch festgestellt werden kann.

Nach dieser kurzen Übersicht über die theoretische Fundierung des strategischen Managements sollen im Folgenden noch kurz die strategischen Planungsprozesse, also die Vorgehensweisen bei der Entwicklung der Strategie, betrachtet werden.

Bei allen Planungsverfahren im operativen und strategischen Management haben sich bestimmte Funktionsprinzipien bewährt. Zu nennen ist beispielsweise die Dominanz der strategischen gegenüber der operativen Planung und die fortschreitende Konkretisierung der Pläne im Rahmen einer revolvierenden Planung. Ebenfalls als solches Grundprinzip ist die Fokussierung der Planung auf den maßgeblichen Engpassfaktor anzusehen. Das bedeutet, dass die Planung des Gesamtsystems, ausgehend von dem am stärksten beschränkenden Teilplan – dieses ist in vielen Fällen die Absatzplanung – vorgenommen wird. Die anderen Teilpläne – beispielsweise Personal- und Finanzplanung – werden aufbauend auf diesen Plan realisiert. Auf Grund der unvermeidlichen Unsicherheiten bezüglich sämtlicher zukunftsbezogener Annahmen kann als weiteres Grundprinzip die Berücksichtigung von „Planungsreserven“ (z. B. Kapazitäts- oder Liquiditätsreserven), also die so genannte „elastische Planung“, angesehen werden. Auch die frühzeitige Festlegung von Eventualentscheidungen, die beim Eintreten bestimmter Umweltzustände realisiert werden, trägt der Unsicherheit der Planannahmen Rechnung.³⁶

Bei der Unternehmensplanung haben sich im Wesentlichen drei Typen herausgebildet:³⁷

- Bei der Top-Down-Planung legt die Unternehmensführung zunächst die obersten Unternehmensziele fest. Diese Vorgaben werden anschließend, der Unternehmenshierarchie folgend, auf die einzelnen Unternehmensbereiche und Funktionen heruntergebrochen und dabei präzisiert.
- Bei der Bottom-Up-Planung werden umgekehrt zunächst von den einzelnen Unternehmensbereichen bzw. Unternehmensfunktionen Teilpläne erstellt, die anschließend zu einem Gesamtplan aggregiert werden.
- Am gebräuchlichsten ist jedoch das so genannte Gegenstromverfahren, das Top-Down- und Bottom-Up-Planung kombiniert. Hierbei werden zunächst aus einem vorläufig formulierten Oberziel Vorgaben für die einzelnen Unternehmensbereiche erstellt, die dort in Teilplänen konkretisiert werden. Auf Grundlage der nach oben zurückgemeldeten Teilpläne wird gegebenenfalls das Gesamtplanungssystem modifiziert und anschließend von der obersten Unternehmensführung verabschiedet.

Der strategische Planungsprozess lässt sich anhand der folgenden Orientierungsfragen charakterisieren:³⁸

- Wer ist in den strategischen Planungsprozess involviert?
- Wann wird der strategische Planungsprozess initiiert (Auslöser, Turnus etc.)?
- Welche Zielgrößen werden fixiert?
- Welcher Zeithorizont wird betrachtet?
- Welche Ressourcen (Zeit, Geld, Informationen) stehen für den strategischen Planungsprozess zur Verfügung?

³⁶ Vgl. Schierenbeck/Lister (2002).

³⁷ Vgl. Schierenbeck/Lister (2002).

³⁸ Vgl. Müller-Stewens/Lechner (2011).

- Welches strategische Planungsverfahren kommt zum Einsatz („top down“ versus „bottom up“)?
- Welche Arbeitsweise herrscht vor („analytisch“ versus „intuitiv“)?
- Welcher Grad an Quantifizierung wird angestrebt?
- Welcher Grad an Transparenz – insbesondere auch hinsichtlich der Planannahmen – wird angestrebt?
- Wie wird die Entscheidung über die ausgewählte Strategie getroffen?

2.4 Herausforderungen und Perspektiven

Wie fast alle Themenfelder der Betriebswirtschaft ist auch das strategische Management einem stetigen Wandlungsprozess unterworfen. Themen, die gestern noch im Mittelpunkt der Betrachtung standen, werden heute als längst veraltet betrachtet. Was sind nun die größten Veränderungen des strategischen Managements in der Gegenwart?

Betrachtet man zusammenfassend die Entwicklung des strategischen Managements in den letzten Jahren, lassen sich einige grundlegende Tendenzen feststellen:³⁹

- Das Wettbewerbsumfeld eines Unternehmens wird nicht mehr als gegebene Größe angesehen, an das man sich lediglich anpassen kann. Stattdessen werden Reaktionen dieses Umfelds – insbesondere der Wettbewerber – auf die eigenen Aktivitäten ebenso berücksichtigt wie die Möglichkeit, das Wettbewerbsumfeld selbst zu gestalten.
- Es zeichnet sich eine Integration industrieökonomischer und ressourcenorientierter Ansätze ab: Sowohl Aspekte für das Marktumfeld als auch die Ressourcen des Unternehmens (und hier insbesondere die Kernkompetenzen) werden als relevante Erfolgsfaktoren aufgefasst.
- Strategisches Management wird nicht mehr ausschließlich als analytische und konzeptionelle Aufgabe des Topmanagements angesehen, sondern als Herausforderung für das gesamte Unternehmen. Dies erfordert die Berücksichtigung der Gesamtheit der Mitarbeiter, die Einbeziehung unternehmenskultureller Aspekte, die Veränderungen im Unternehmen maßgeblich beeinflussen, sowie die Entwicklung geeigneter Steuerungssysteme zur Umsetzung strategischer Initiativen.
- Die Dynamik des Umfelds und technologische Innovationen führen weg von einer Strategieauffassung, die auf Fortschreibung der Vergangenheit basiert. Stattdessen gilt es, grundlegende Zusammenhänge zu verstehen, Zukunftsszenarien zu entwickeln und durch eine Intensivierung des Risikomanagements der Unvorhersehbarkeit der Zukunft Rechnung zu tragen. Notwendig ist die konsequente Betrachtung bestehender Chancen und Risiken (Gefahren), die sich aus der Unsicherheit der zukünftigen Entwicklung ergeben.
- Aufgrund solcher unvermeidlicher Risiken sollten Unternehmen ihre Anpassungsfähigkeit verbessern⁴⁰ und ihre Strategien sollten möglichst „robust“ sein („Robustes Unternehmen“).

³⁹ In Anlehnung an Gleißner (2004b) mit Ergänzungen.

⁴⁰ Vgl. Richter (2019) zu Capability Based View, der die Bedeutung der „Dynamischen Fähigkeiten“ des Unternehmens als besonders bedeutende Kernkompetenz betont.

- Strategisches Management sollte mit wertorientiertem Management verknüpft werden, da genau mit dieser Verbindung – über die Nutzung von Verfahren des Risikomanagements – eine fundierte Beurteilung des Ertrag-Risiko-Profiles alternativer strategischer Handlungsoptionen möglich ist („Strategiebewertung“).⁴¹

⁴¹ Siehe dazu z.B. Gleißner (2011, 2017h und 2013) sowie Gleißner/Ihlau (2017).

3 Strategieentwicklung und strategische Steuerung

3.1 Einleitung

Wie in Kapitel 2 erläutert, ist die Entwicklung und kontinuierliche Weiterentwicklung der Unternehmensstrategie ein zentraler Aspekt des strategischen Managements, der in diesem Kapitel noch etwas ausführlicher betrachtet werden soll. Die eigentliche Strategieentwicklung (und die Beurteilung strategischer Handlungsoptionen, siehe Kapitel 4) ist aber nur ein Teil des strategischen Managements. Ein strategisches Managementsystem will mehr erreichen als eine „fallweise“ Strategieentwicklung. Strategische Managementsysteme sollen in Unternehmen Methoden und Prozesse bereitstellen, um eine (vorhandene) Strategie auch kontinuierlich zu überwachen und bei Bedarf weiterzuentwickeln. Sie zielen zudem auf eine Verknüpfung des strategischen Managements mit dem operativen Management, damit die Strategie auch tatsächlich von den Mitarbeitern „umgesetzt“ wird, was die Einbeziehung und Motivation und strategiekonforme Ausbildung dieser Mitarbeiter erfordert. Die Notwendigkeit, Strategien kontinuierlich kritisch zu hinterfragen und anzupassen, ergibt sich aus der dynamischen Entwicklung des Umfelds der Unternehmen.

In vielen Wirtschaftsbereichen ergeben sich inzwischen bedeutende strategische Chancen und Gefahren durch Industrie 4.0⁴², Digitalisierung und „Big Data“ (vgl. Abschnitt 2.2.1).⁴³ Es wird erwartet, dass die Fabriksteuerung weiter dezentralisiert wird und alle Maschinen und Werkstücke selbst relevante Informationen erfassen, speichern und weitergeben können (Chips und Sensoren). Die zunehmende Datenverfügbarkeit (Big Data) erlaubt z. B. die präzisere Beurteilung der Leistungsfähigkeit von Lieferanten und soll höhere Produktqualitäten, geringere Durchlaufzeiten und geringere Kosten realisieren helfen (es werden tendenziell durch die neuen Technologien variable Kosten durch Fixkosten substituiert und die Grenzkosten „digitaler Produkte“ liegen bei Null, was die Skalierbarkeit fördert).⁴⁴ Der Vorteil einer kritischen Masse von Kunden auf Internetplattformen führt zu temporären Monopolen und erzwingt höhere Wachstumsraten. Man erwartet mit den neuen Techniken und den zunehmenden Informationen über die Bedürfnisse der Kunden auch eine zunehmende Integration der Wertschöpfungskette und die Möglichkeit kostengünstig auch kundenindividuelle Werbung und Lösungen anbieten zu können (Losgröße 1). Aufgrund der Bedeutung aussagefähiger Daten auch über den Kunden wird ein „Bezahlen mit Daten“ zunehmend bedeutsamer. Die Verfügbarkeit und intelligente Auswertung von Daten (speziell über Kunden), mittels „maschinellen Lernen“ und künstlicher Intelligenz (AI), schafft auch neue Chancen, z. B. durch intelligente Kundenbindung und völlig neue Geschäftsmodelle⁴⁵ (zu denken ist hier an die Geschäftsmodelle, z. B. von Google, Amazon oder Facebook).⁴⁶ All dies sind neue Aspekte, die im Rahmen der Strategien zu beachten sind.

Wie bereits erwähnt, geht es hier aber nicht darum, alleine eine „Digitalisierungsstrategie“ zu entwickeln, sondern darum, die Handlungsmöglichkeiten, Chancen und Gefahren

⁴² Vgl. Lucks (2017).

⁴³ Siehe zur Übersicht Scheer (2015) und Schlüchtermann/Siebert (2015).

⁴⁴ Scheer (2015) erläutert z.B. die Bedeutung von Industrie 4.0 und den zugrundeliegenden Cyber Physical Systems (CPS) sowie der Radio Frequency Identification (RFID) für die Weiterentwicklung von Fabriken, Logistikketten für neue Geschäftsmodelle und die sich daraus ergebenden Implikationen für das Controlling.

⁴⁵ Vgl. Matzler et al. (2016) und Rogers (2016).

⁴⁶ In Anlehnung an Gleißner (2017g), S. 180.

(Risiken), die sich durch die neuen Technologien ergeben, im Rahmen einer ganzheitlichen Strategie zu berücksichtigen, die sich insbesondere mit Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteilen und der Gestaltung der Wertschöpfungskette befassen.

3.2 Strategische Managementsysteme: Strategie, Planung, Risiko, Wert und Rating und robuste Unternehmen

Die Entwicklung und Umsetzung einer Unternehmensstrategie, die den Unternehmenserfolg nachhaltig sichert, ist die wichtigste Aufgabe eines Vorstands, Geschäftsführers oder mittelständischen Unternehmers. Um bei dieser Aufgabe die Arbeitszeit des Unternehmers, oft die knappste Ressource in einem Unternehmen, möglichst effizient einzusetzen, sind systematische und strukturierte Verfahren der Strategieentwicklung hilfreich.⁴⁷ Derartige betriebswirtschaftliche Instrumente ermöglichen durch ein strukturiertes Vorgehen die Entwicklung strategischer Unternehmensführungssysteme, die dann effizient und kontinuierlich die strategische Ausrichtung des Unternehmens überprüfen und ggf. die Strategien anpassen. Sie gewährleisten zudem, dass die gewählte Strategie durch die klare Zuordnung von Maßnahmen und Verantwortlichkeiten im Tagesgeschäft auch umgesetzt wird. Sie dienen der Steuerung des Unternehmens und seines Ratings.

Digitalisierung und Industrie 4.0 führen zu neuen Chancen und Gefahren, die bei der Strategieentwicklung und im strategischen Management zu berücksichtigen sind.

Im Folgenden wird beispielhaft das FutureValue™-Konzept, ein solcher strategischer Unternehmensführungsansatz, vorgestellt (Kapitel 3.3). Er zeichnet sich insbesondere dadurch aus, dass bewährte betriebswirtschaftliche Instrumente miteinander verbunden werden, die Idee eines wertorientierten Managements aufgegriffen und speziell die Bedeutung des Ratings auch für mittelständische Unternehmen berücksichtigt wird.

Wesentlich ist, dass bei einem derartigen wertorientierten Managementverständnis auch die Informationsgrundlage des Risikomanagements mit einbezogen wird. Gerade in Anbetracht der langfristigen Orientierung von Unternehmensstrategien ist es zwingend erforderlich zu betrachten, welche Risiken und unsicheren Planannahmen Abweichungen von der (gemäß Strategie) erwarteten Unternehmensentwicklung auslösen können. Von besonderer Bedeutung sind hier strategische Risiken, die Bedrohung der für die Unternehmensstrategie zentralen Erfolgspotenziale (z.B. durch disruptive Strategien potenzieller Wettbewerber). Aber auch unsichere Planannahmen, z.B. bezüglich Währungsentwicklung und Konjunktur sowie technologischer Trends, sind hier bedeutsam.

Mit der Beurteilung alternativer Strategievarianten unter Berücksichtigung der mit ihnen verbundenen Risiken und der Implikation für das Rating ist die Voraussetzung geschaffen, um durch eine geeignete Strategieentwicklung den Weg zu ebnen hin zu so genannten „Robusten Unternehmen“ (Gleißner, 2000b, 2004b, 2017d). Ein derartiges, **robustes Unternehmen** verfolgt eine Strategie, die auch in Anbetracht der im Detail nicht vorhersehbaren Zukunft mit hoher Wahrscheinlichkeit zumindest einen ausreichenden Mindesterfolg – und speziell auch das Einhalten eines Mindestratings – gewährleisten wird (vgl. Kapitel 5.4). Derartige robuste Strategien sind charakterisiert durch den konsequenten Aufbau von Kernkompetenzen, die in verschiedenen Geschäftsfeldern eingesetzt werden können, ein hohes Maß an Flexibilität und eine ausreichende Risikotragfähigkeit (Eigenkapital), die auch unerwartete temporäre Verluste verkraftbar macht. Und der Bedarf an Risikodeckungspotenzial, Eigenkapital und Liquiditätsreserven wird wiederum

⁴⁷ Siehe Müller-Stewens/Lechner (2011) und Schierenbeck/Lister (2002).

basierend auf den bereits erwähnten Risiken berechnet, da der aggregierte Gesamtumfang der Risiken maßgeblich ist für die Höhe potenzieller Verluste und damit auch für den Bedarf an Eigenkapital. Zudem können die Risikoinformationen unmittelbar genutzt werden, um einen wertorientierten Unternehmensführungsansatz tatsächlich umzusetzen: Eine Zunahme der Unternehmensrisiken führt zu höheren potenziellen Verlusten und damit einen höheren Bedarf an (teurem) Eigenkapital. Dies wiederum führt zu steigenden Kapitalkosten (Diskontierungszinssätzen) im Kontext der wertorientierten Unternehmensführung. Der Unternehmenswert – als Erfolgsmaßstab des strategischen Managements – sinkt.⁴⁸

In diesem Kapitel werden die wesentlichen Gedanken des FutureValue™-Konzepts als Beispiel eines wertorientierten Unternehmensführungsansatzes vorgestellt, bei dem alle Strategievarianten speziell auch im Hinblick auf Unterschiede in den Wirkungen auf Risiko und Rating – als Kerngröße der Bestandssicherheit – betrachtet werden. Ein Schwerpunkt liegt dabei auf der Entwicklung der Unternehmensstrategie und der strategischen Positionierung des Unternehmens, d.h. der Beurteilung der heutigen strategischen Ausrichtung in Relation zu denkbaren Strategievarianten.

3.3 Ein Beispiel: Strategische Steuerung mit dem FutureValue™-Konzept

3.3.1 Grundlagen

Das Konzept „FutureValue™“ zielt darauf ab, einen Beitrag für die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes – als Erfolgsmaßstab – zu leisten ohne den Bestand des Unternehmens, sein Rating, unangemessen zu gefährden. Dazu wird – gestützt auf eine fundierte Analyse des Unternehmens und seiner Umfeldbedingungen – eine wertorientierte Unternehmensstrategie erarbeitet und umgesetzt.

Bei der Wahl einer geeigneten Managementkonzeption für ein Unternehmen wird man – ähnlich der schon jahrelangen Diskussion über die angemessenen Führungsstile – kein Patentrezept finden. Der FutureValue™-Ansatz versucht daher nicht, ein allgemein gültiges „Patentrezept“ für das strategische Management zu implementieren. Stattdessen bietet FutureValue™ ein Grundgerüst von Verfahren und strategischen Management-Techniken, die in den Details unternehmensindividuell anzupassen sind.

Zentrale Gedanken von FutureValue™ sind die folgenden:

1. Die Unternehmensführung muss konsequent zukunftsorientiert ausgerichtet werden und dabei die unvermeidlichen Chancen und Gefahren (Risiken) aus der Unvorhersehbarkeit der Zukunft berücksichtigen, um „robuste“ Strategien zu entwickeln und eine realistische Bandbreite der zukünftigen Cashflows – statt einer „Punktschätzung“ – ableiten zu können.
2. Es gibt nicht „die“ offensichtlich richtige Strategie und daher sind strategische Handlungsstrategien nachvollziehbar anhand ihres Ertrag-Risiko-Profiles zu bewerten („Strategiebewertung“).
3. Der Erfolg eines Unternehmens resultiert aus der Qualität der zentralen (strategischen) Planung der Unternehmensführung einerseits und zugleich den selbstorganisierenden Aktivitäten aller Mitarbeiter andererseits.

⁴⁸ Gleißner (2005 und 2011).

4. Erfolgreiche Unternehmenssteuerung verbindet umsetzungsorientierte Steuerungssysteme (z. B. die Balanced Scorecard) mit Anreizsystemen und einer motivierenden Unternehmenskultur.

Das FutureValue™-Konzept unterstützt bei der Erarbeitung von Visionen und Geschäftslogik sowie der Analyse von Stärken und Schwächen des Unternehmens und bei der systematischen Ableitung einer Erfolg versprechenden Strategie und der Umsetzung dieser Strategie durch ein kennzahlengestütztes Managementsystem, der FutureValue™-Scorecard, die als Weiterentwicklung der bekannten Idee der Balanced Scorecard aufgefasst werden kann. Das Konzept ist den wertorientierten Unternehmensführungsansätzen zuzuordnen, weil es mit einem (berechneten) Unternehmenswert einen klar definierten Erfolgsmaßstab vorgibt, anhand dessen verschiedene Maßnahmen oder strategische Handlungsalternativen verglichen werden können. Mit dem zukunftsorientierten Unternehmenswert, der zukünftig erwartete Erträge und Risiken (im Diskontierungszinssatz) in einer Kennzahl verdichtet und auch mögliche Insolvenzrisiken berücksichtigt, werden die Vorteile eines wertorientierten Unternehmensführungsverständnisses auch für nicht börsennotierte Unternehmen nutzbar gemacht. Im Rahmen einer modernen strategischen Unternehmensführung sollten die verschiedenen Strategievarianten und Handlungsmöglichkeiten sowohl aus Perspektive der Eigentümer (Unternehmenswert) als auch aus Perspektive der Gläubiger (Rating) betrachtet werden. Nur so kann gewährleistet werden, dass die gewählte Unternehmensstrategie auch mit einem zukünftig akzeptablen Rating einhergeht und Unternehmenskrisen vermieden werden. Um dies zu gewährleisten, sollte ein strategischer Unternehmensführungsansatz grundsätzlich alle Implikationen der Strategie in ihren Konsequenzen für die operative Planung (Erfolgsrechnung, Bilanz und Cashflow-Rechnung) abbilden und zudem die Risiken zeigen, die Planabweichungen auslösen können (Chancen wie Gefahren). Auf diese Weise ist es möglich, ausgehend von Unternehmensstrategie und operativer Planung als gemeinsamer Datengrundlage, Unternehmensbewertung, Performance-Messung und eben gerade Rating-Prognosen vorzunehmen. Bei den hierfür eingesetzten simulationsbasierten Rechenverfahren wird eine große repräsentative Anzahl möglicher Zukunftsszenarien des Unternehmens analysiert, um so die Bandbreite (Planungssicherheit) bezüglich der zu erwartenden Zukunftsentwicklung explizit anzugeben, was wiederum die Grundlage ist für die Berechnung von (a) Unternehmenswert und (b) zukünftigem Rating. Kapitalkosten und Insolvenzwahrscheinlichkeit sind auch vom Ertragsrisiko abhängige Werttreiber.

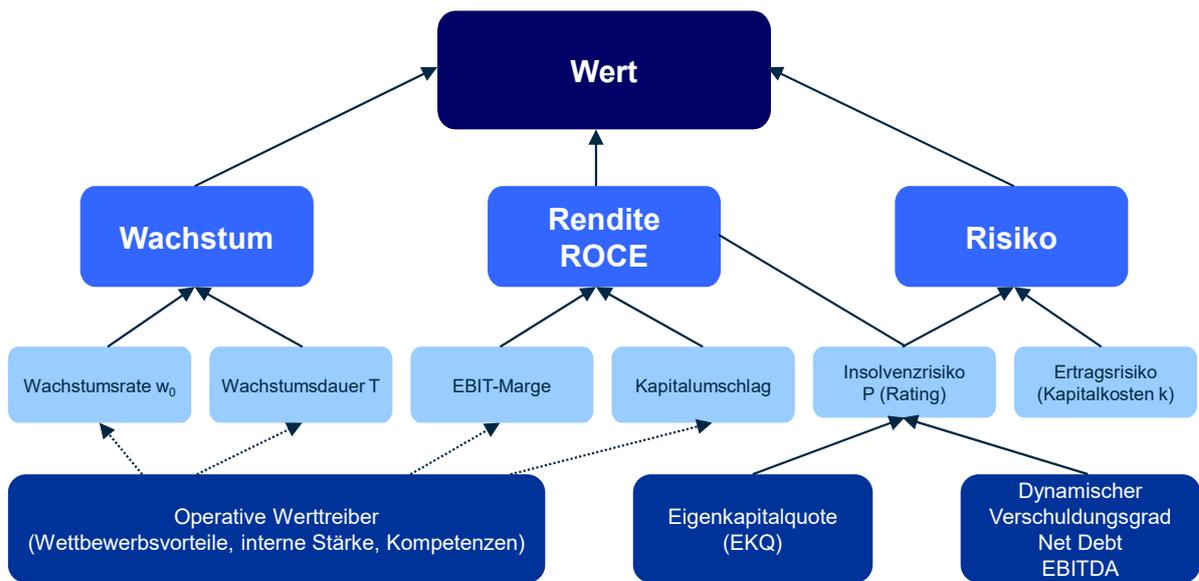


Abbildung 3: Werttreiberbaum

Eine Besonderheit des methodischen „FutureValue™“-Ansatzes besteht somit darin, dass das FutureValue™-Konzept nicht nur zum Erarbeiten einer Strategie dient, sondern zur Entwicklung eines umfassenden Unternehmensführungssystems, das die Strategie in konkrete Maßnahmen für alle Mitarbeiter umsetzt und diese Umsetzung mess- und steuerbar macht.

Im Folgenden werden die 12 Module des FutureValue™-Ansatzes komprimiert in einer Übersicht dargestellt.⁴⁹

⁴⁹ Zu den Details: Gleißner (2004 und 2017c) zu den Methoden der strategischen Risikoanalyse und Strategiebewertung.

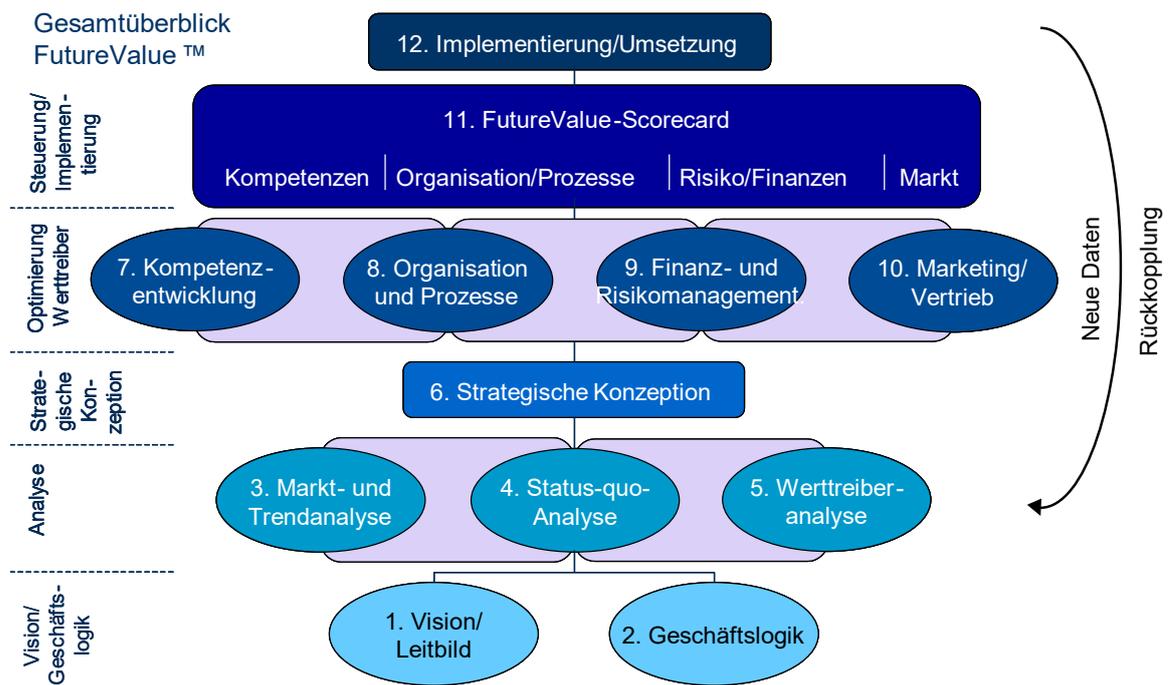


Abbildung 4: Gesamtüberblick FutureValue™-Konzept

3.3.2 Modul 1: Vision, Leitbild und Unternehmensziele

Zunächst ist zu klären, wie das Unternehmen bzw. die Unternehmensführung sich sieht, welche Visionen und Werte existieren, welche langfristigen Perspektiven neben der Steigerung des Unternehmenswertes angestrebt werden und welche weiteren Ideen zu Visionen und Missionen bestehen. Konkrete Ziele und Restriktionen für die Strategien sollten bereits hier frühzeitig zusammengefasst werden.⁵⁰ Hierzu können auch Aussagen zur angestrebten Bestandssicherheit, dem Mindestrating, formuliert werden. Höhere Anforderungen an das zukünftige Rating führen zu Beschränkungen bei den maximal akzeptablen Risiken, was die strategischen Handlungsposten einengt („Safety First“).

3.3.3 Modul 2: Geschäftslogik

Für eine fundierte und nachvollziehbare Ableitung einer Erfolg versprechenden, d. h. wertorientierten, Unternehmensstrategie, ist es erforderlich, sich über die kausalen Sachzusammenhänge im Unternehmen und seinem Umfeld klar zu werden. In diesem zweiten Modul wird diese „Geschäftslogik“ („Strategy Map“⁵¹) zusammengefasst und möglichst gut fundiert. Hierbei werden vor allem die kausalen Wirkungsbeziehungen und die Wirkungen einzelner Faktoren auf den Unternehmenswert aufgezeigt. Letztendlich

⁵⁰ Auch solche bezüglich nichtfinanzieller Wertumstellungen und persönlicher Ziele der Eigentümer, wie z.B. „nachhaltige Wirtschaft“ (vgl. Günther/Günther, 2017, sowie Weissman, 1997).

⁵¹ Vgl. Kaplan/Norton (2004).

wird ein Modell des Unternehmens und seines Umfelds erstellt, das später die Grundlage für die Erarbeitung der FutureValue™ Scorecard bildet.

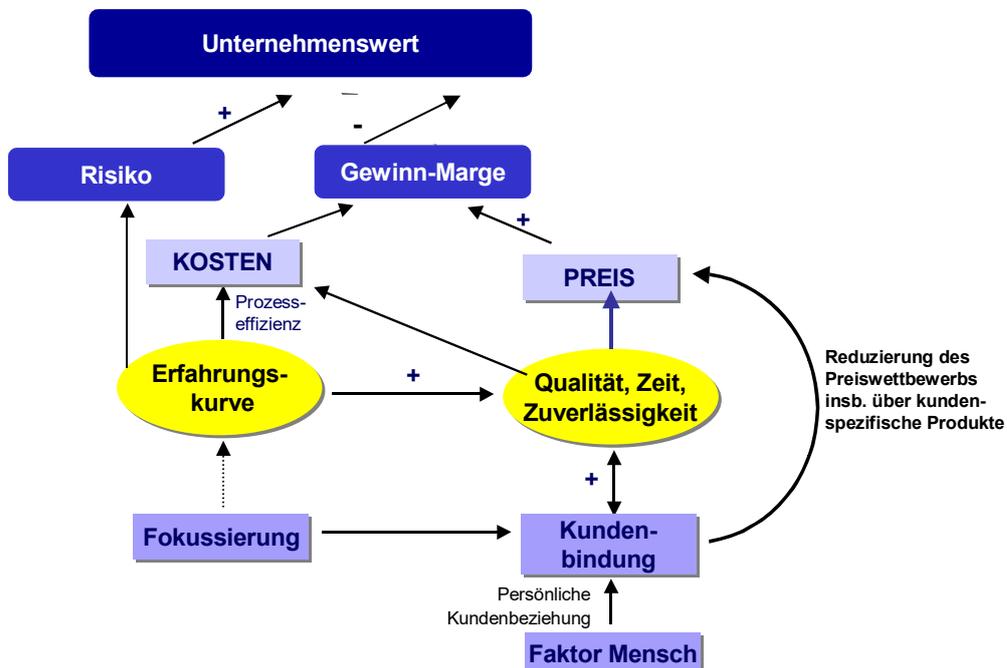


Abbildung 5: Beispielhafte Geschäftslogik

Der Erfolg hängt im betrachteten Beispiel (vgl. Abbildung 5) von der Fähigkeit ab, Erfahrungskurveneffekte durch Fokussierung auf Kernaktivitäten zu nutzen. Der Erfahrungskurveneffekt ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor⁵², da es dem Unternehmen gelingt, durch mehrmaliges Wiederholen von Tätigkeiten und Abläufen Kostenvorteile zu generieren.

3.3.4 Modul 3: Markt- und Trendanalyse

Die Marktanalyse zielt darauf ab, die Attraktivität der einzelnen Märkte und Marktsegmente, in denen das Unternehmen tätig ist bzw. prinzipiell tätig werden könnte, zu beurteilen. Die Grundidee dieser Analysen ist darin zu sehen, dass sich Unternehmen auf attraktive Märkte bzw. Marktsegmente konzentrieren sollten sowie auf Märkte, bei denen sie Wettbewerbsvorteile aufweisen bzw. erwerben können. Hierbei kommt unter anderem eine Analyse der einzelnen Wettbewerbskräfte (Porter-Schema) zum Einsatz. Analysiert werden dabei sowohl Wachstumspotenziale der Marktsegmente als auch Differenzierungsmöglichkeiten oder die Abhängigkeit von Kunden und Lieferanten. Darüber hinaus werden wesentliche technologische Trends und Entwicklungen im Kundenverhalten aufgezeigt, um daraus die Konsequenzen für die zukünftige Wettbewerbssituation und die Kompetenzanforderungen des Unternehmens ableiten zu können. Wichtig ist es, mögliche „disruptive“ Strategien von potenziellen Wettbewerbern, die sich aus neuen Technologien ergeben könnten, zu erkennen (z.B. „Digitalisierung“).

⁵² Vgl. Pümpin/Amann (2005) zum strategischen Erfolgspotenzial (SEP).

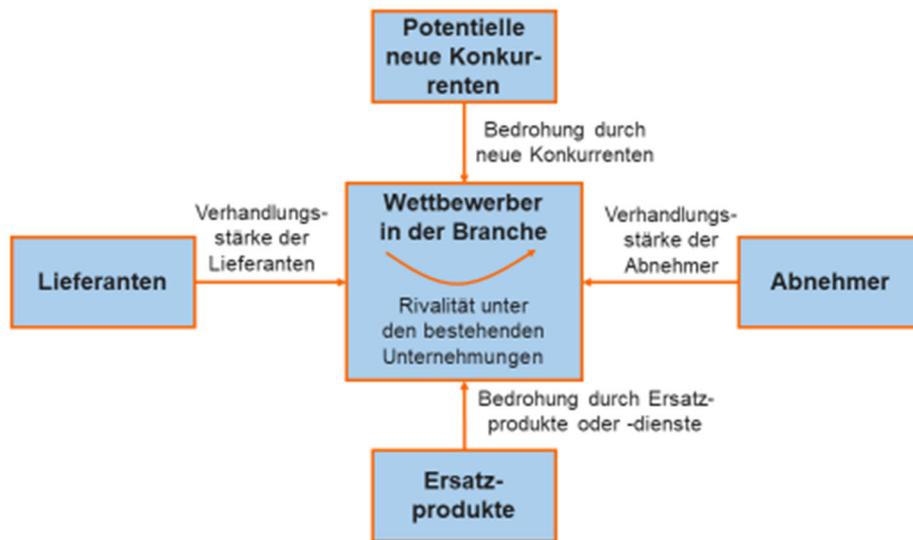


Abbildung 6: Wettbewerbskräfte nach Porter⁵³

3.3.5 Modul 4: Status-quo-Analyse der Stärken und Schwächen

Durch fundierte Analyseverfahren werden die Stärken und Schwächen des Unternehmens im Vergleich zu seinen Wettbewerbern ermittelt.

Unter den Erfolgspotenzialen eines Unternehmens sind die Größen zu verstehen, die maßgeblich für die zukünftigen Erträge bzw. Cashflows verantwortlich sind. Erfolgspotenziale können einerseits vom Kunden wahrnehmbare Wettbewerbsvorteile (z. B. derzeit am Markt bestmögliche Lösungen der Kundenprobleme) oder andererseits besondere interne Stärken im Vergleich zu den Wettbewerbern (z. B. effiziente Arbeitsprozesse) sein. Eine besondere Stellung unter den Erfolgspotenzialen haben aber die langfristig wirksamen Kernkompetenzen, weil diese die Voraussetzung für die Generierung von Wettbewerbsvorteilen oder internen Stärken sind.

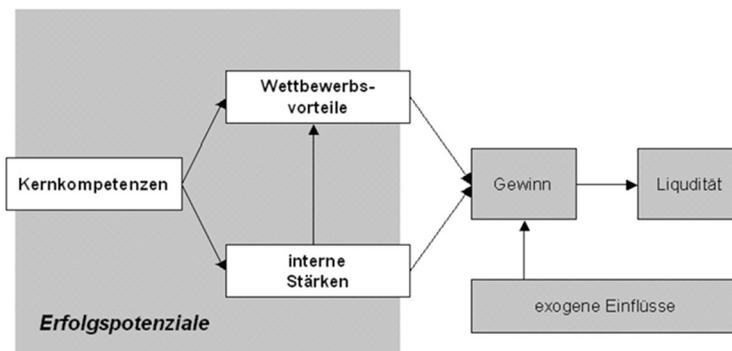


Abbildung 7: Kernkompetenzen als Erfolgspotenziale⁵⁴

⁵³ Porter (2000), S. 29.

⁵⁴ Vgl. Gleißner (2004b).

Bei der Stärken-Schwächen-Analyse werden also sowohl interne Stärken und Schwächen als auch die vom Kunden wahrnehmbaren Wettbewerbsvorteile, wie z. B. Preis, Image, Qualität oder Service, betrachtet. Darüber hinausgehend wird das Kompetenzprofil des Unternehmens entlang der Wertschöpfungskette bewertet, um die grundsätzlichen Potenziale für die Zukunftsgestaltung aufzuzeigen. Für die Erstellung der strategischen Bilanz (Stärken-Schwächen-Übersicht) werden verschiedene Verfahren eingesetzt, wie beispielsweise schriftliche Mitarbeiterbefragungen (Benchmarking-Ansatz), kennzahlenorientierte Jahresabschlussanalysen, Workshops, Interviews sowie Portfolio- und Prozessanalysen. Bei dieser Analyse werden speziell auch alle Kriterien erhoben, die für das heutige und zukünftige Unternehmensrating maßgeblich sind.

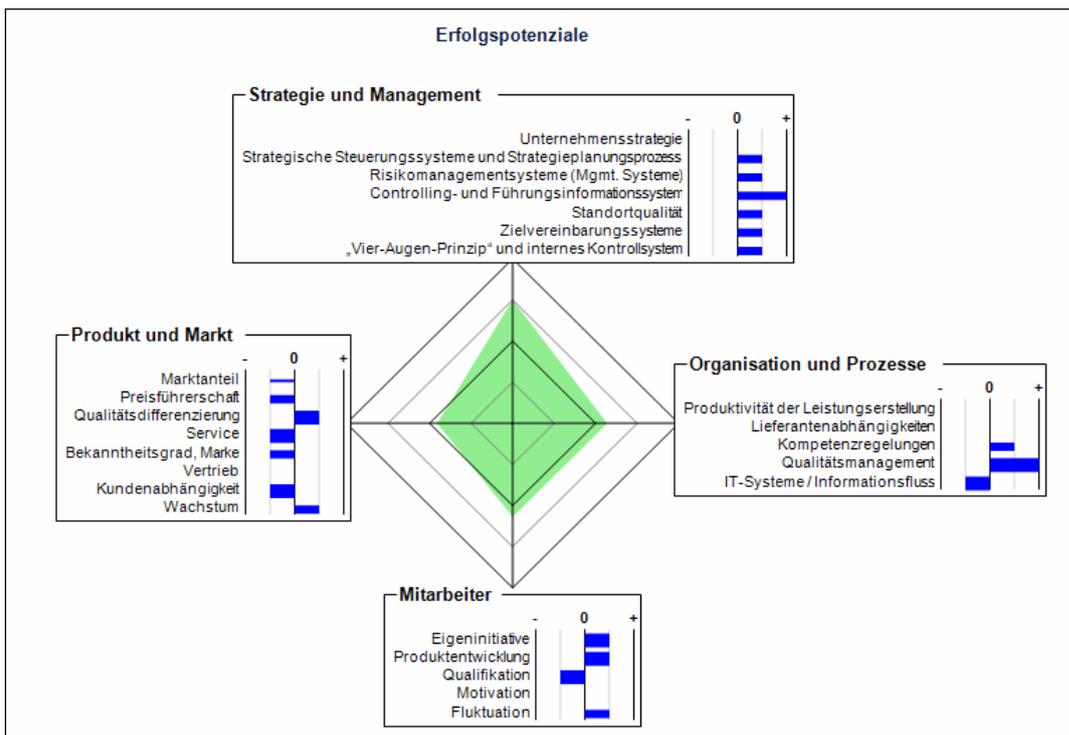


Abbildung 8: Status quo: Stärken und Schwächen zu den Erfolgsfaktoren

Die Status-quo-Analyse umfasst damit immer eine Beurteilung des Unternehmens aus Gläubigersicht, also eine Ratingeinschätzung.^{55,56} Das Rating drückt die Wahrscheinlichkeit aus und ist so Kennzahl für die Bestandssicherheit. Dabei werden die wichtigsten Finanzkennzahlen – wie z.B. Eigenkapitalquote (EKQ) und Gesamtkapitalrendite (ROCE) – betrachtet (vgl. 3.3.6).⁵⁷

⁵⁵ Siehe Gleißner/Füser (2014).

⁵⁶ Ein kostenloses Tool zur Einschätzung des eigenen Ratings, der „Strategie Navigator (light)“, kann kostenlos angefordert werden bei kontakt@futurevalue.de. Die Software umfasst zudem eine integrierte Unternehmensplanung (mit Rating-Prognose) und viele Funktionen zur Unterstützung des Risikomanagements.

⁵⁷ Schon mit diesen beiden Kennzahlen kann man die Insolvenzwahrscheinlichkeit p mit akzeptabler Qualität abschätzen:

$$\text{zen: } p = \frac{0,265}{1 + e^{-0,41+7,42 \times EKQ+11,2 \times ROCE}}, \text{ Quelle: Gleißner (2017c), S. 336-338.}$$

mit $e=2,71$

EKQ= Eigenkapitalquote

ROCE = Gesamtkapitalrendite (EBIT/Gesamtkapital)

Häufig entstehen Kernkompetenzen aus der Verbindung von technologisch hoch stehendem, möglicherweise patentgeschütztem Wissen, originären Daten, sowie den besonderen Fähigkeiten und Erfahrungen einer eingespielten Gruppe von Mitarbeitern des Unternehmens.

Der Auf- und Ausbau von Kernkompetenzen ist eine zentrale Aufgabe der strategischen Unternehmensführung. Ebenso offensichtlich ist, dass eine Gefährdung der Erfolgspotenziale im Allgemeinen und der Kernkompetenzen im Besonderen von außerordentlich hoher Bedeutung für den langfristigen Unternehmenserfolg und damit für die strategische Risikoidentifikation ist (vgl. Kapitel 5.3).⁵⁸

3.3.6 Modul 5: Werttreiberanalyse, Erfolgsmaßstab und Rating-Prognose

Zunächst wird ein wertorientierter Erfolgsmaßstab definiert, mit dem die verschiedenen strategischen Handlungsalternativen sinnvoll vergleichbar gemacht werden können. Erst so wird eine gezielte Unternehmensführung möglich. Gestützt auf ein Modell für den Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab wird aufgezeigt, welche primären Werttreiber den Unternehmenswert am meisten beeinflussen. Hierbei sind zum Beispiel Variablen wie die Wachstumsrate, der Risikoumfang, die Umsatzrentabilität (damit die Marktposition) sowie die Reinvestitionsrate (Kapitalumschlag) von Bedeutung. Ergänzend wird auch der Wertbeitrag jedes Geschäftsfeldes bestimmt.

Schließlich wird die Mindestanforderung an das Rating⁵⁹ präzisiert („Safety First“) und aufbauend auf dem Werttreibermodell die Implikation für das zukünftige Rating abgeleitet („Rating-Prognose“, vgl. Abbildung 9).

⁵⁸ Vgl. Gleißner (2017a) und Kapitel 5 in Gleißner (2017c) zu Risikomanagement.

⁵⁹ Ggf. ergänzend anspruchsvolle Nebenbedingungen zur Risikotoleranz und Risikotragfähigkeit (vgl. Gleißner/Wolfrum, 2017).

Bei der Rating-Prognose wird auf das zukünftig zu erwartende Rating geschlossen, indem aus der Unternehmensplanung die Finanzkennzahlen abgeleitet werden, die das Rating maßgeblich bestimmen.



Im Basisszenario verbessert sich das Rating um eine Rating-Klasse auf ein BBB-Rating, während im Stressszenario ein Abfall auf ein B-Rating zu beobachten ist.

Abbildung 9: Finanzrating mit Rating-Prognose⁶⁰

Bei der Rating-Prognose werden zunächst alle Aussagen der (bisherigen) Strategie abgebildet auf die operative Unternehmensplanung, d.h. ausgedrückt in Konsequenzen für Erfolgsrechnung, Bilanz und Cashflows. Zudem werden die Chancen und Gefahren (Risiken) erfasst, die Planabweichungen auslösen können. Viele wesentliche Risiken werden dabei identifiziert, indem explizit aufgezeigt wird, welche Planannahmen unsicher sind. Für die eigentliche (simulationsbasierte) Rating-Prognose wird dann mit Computerunterstützung eine repräsentative Anzahl möglicher Zukunftsszenarien berechnet, um so die Bandbreite der zukünftigen Ratingentwicklung anzugeben.⁶¹ Im Gegensatz zu den traditionellen Verfahren des Finanz- oder Bilanzratings von Kreditinstituten wird bei derartigen zukunftsorientierten Rating-Prognosen gezeigt, welche Konsequenzen sich aus der zukünftigen Planung und den Risiken, die Planabweichungen ergeben, für das zukünftige Rating ableiten lassen. Im traditionellen Finanzkennzahlen-Rating zeigen sich nur diejenigen Risiken, die (zufällig) im letzten Jahresabschluss wirksam geworden sind. Für die Beurteilung der Krisenstabilität eines Unternehmens in Anbetracht der eingeschlagenen Strategie ist es dagegen erforderlich, sich schon heute mit den möglichen zukünftigen Ratings zu befassen, um so ggf. Maßnahmen (z.B. der Risikobewältigung) zu ergreifen, um ein akzeptables Unternehmensrating auch in Zukunft abzusichern. Unternehmensstrategien müssen also – wie eingangs erwähnt – sowohl im Hinblick auf die Konsequenzen für die Eigentümer (zukünftige Erträge oder Unternehmenswert) als auch im Hinblick auf die zukünftig zu erwartende Einschätzung der Gläubiger, das Rating, beurteilt werden. Dies ist eine „Strategiebewertung“, die das Ertrag-Risiko-Profil der strategischen Handlungsoption verdeutlicht. So kann man die jeweils erwarteten Erträge und

⁶⁰ Vgl. vertiefend zu Rating-Prognose aus Abschätzung der zukünftigen Ratingentwicklung Kapitel 3.3.6.

⁶¹ Monte-Carlo-Simulation; Gleißner (2008a und 2017c) sowie Kapitel 5.

Renditen mit risikogerechten Kapitalkosten vergleichen, die aus dem aggregierten Ertragsrisiko abgeleitet werden (Cashflow Volatilität).⁶²

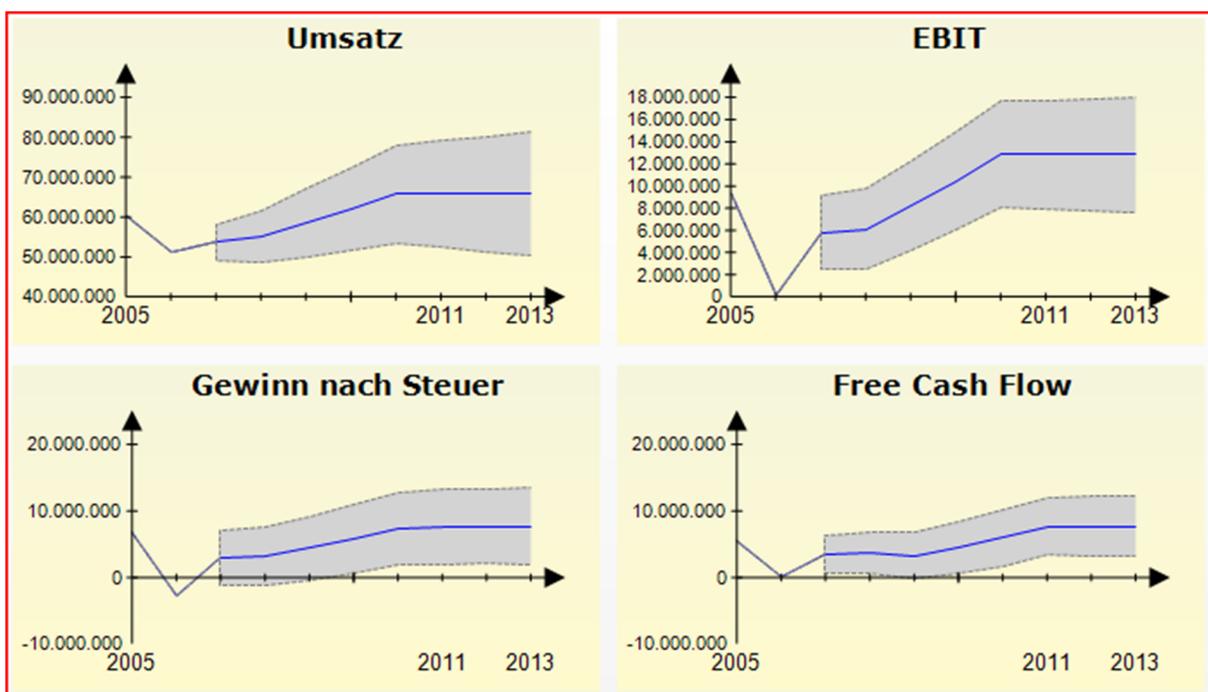


Abbildung 10: Simulierte Bandbreiten aus dem „Strategie-Navigator“

3.3.7 Modul 6: Strategische Konzeption: Ergebnis der Strategieentwicklung

Auf Dauer kann nur die richtige, konsequent umgesetzte Strategie den Erfolg und den Unternehmenswert steigern.

Bei der Entwicklung einer strategischen Konzeption ist es dabei meist hilfreich – zumindest bei größeren Unternehmen – zwischen der umfassenden Portfoliostrategie und der Geschäftsstrategie einzelner strategischer Geschäftseinheiten zu unterscheiden (nachfolgend werden primär Aussagen zu den strategischen Geschäftseinheiten betrachtet). Auf Ebene der Portfoliostrategie wird zunächst primär entschieden, welche Geschäftstätigkeiten überhaupt aussichtsreich sind. Schon lange werden für derartige Grundsatz-einschätzungen Methoden der Portfolioanalyse genutzt, die z.B. die Ausprägung der Erfolgspotenziale (Wettbewerbsposition) mit der Attraktivität der Märkte vergleichen.

⁶² Vgl. Kapitel 4 sowie Gleißner (2017c) zu den Methoden und Gleißner (2017b) mit Fallbeispielen.

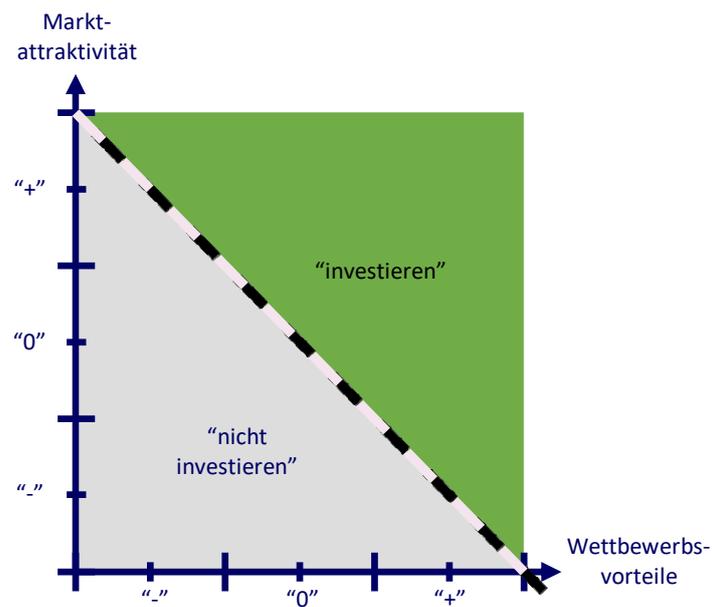


Abbildung 11: Portfolio-Diagramm

Die Marktattraktivität wird dabei oft gemessen mit dem Ansatz der Fünf-Wettbewerb-Faktoren von Porter (1999). Attraktive Märkte sind dabei z.B. tendenziell solche, die durch Nachfragewachstum und Nachfragedifferenzierungsmöglichkeiten (und damit vergleichsweise geringen Preissetzungsmacht) eine nicht zu stark ausgeprägte Rivalität zwischen bestehenden Unternehmen aufweisen. Kritische Abhängigkeiten von Lieferanten und Kunden werden vermieden. Und die Gefahren durch die Substitution des eigenen Produktangebots oder den Eintritt neuer Wettbewerber sind überschaubar (vgl. Kapitel 3.3.4).

Im Rahmen der Unternehmensstrategie werden die Grundaussagen zur langfristigen Ausrichtung und Erfolgssicherung des Unternehmens fixiert, die als Leitlinie für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens dienen (vgl. dazu die später vorgestellten Methoden der strategischen Positionierung). Die Dynamik des Umfelds kann es aber durchaus erfordern, diese Strategie relativ schnell wieder anzupassen (vgl. Modul 11).

Sie hat Aussagen zu treffen zu den Kernkompetenzen, den Wettbewerbsvorteilen in den einzelnen Geschäftsfeldern sowie der Gestaltung der Wertschöpfungskette. Außerdem gibt die strategische Stoßrichtung an, durch welche Veränderungen der Werttreiber das Unternehmen erfolgreicher – und damit wertvoller – werden kann (vgl. Abbildung 12).



Abbildung 12: Komponenten der Unternehmensstrategie⁶³

Gestützt auf die Analyse des Unternehmens (Module 3 und 4) wird eine Unternehmensstrategie erarbeitet mit folgender Fokussierung:

- Ausbau von Kernkompetenzen,
- Konzentration auf aussichtsreiche Geschäftsfelder, um dort Wettbewerbsvorteile zu generieren,
- Bewältigung unnötiger Risiken zur Sicherung des Ratings,
- Gestaltung der Wertschöpfungskette möglichst einfach – aber strategiekonform sowie
- konsequente Optimierung der Werttreiber (Strategische Stoßrichtung: Risiko, Wachstum, Rentabilität).

Um zunächst die wesentlichen Inhalte, die ein Business Model charakterisieren, adäquat erfassen zu können, ist eine Transparenz über Komponenten und Teilmodule hilfreich (siehe Abbildung 13)

⁶³ Vgl. Gleißner (2000b und 2004b).



Abbildung 13: Komponenten und Teilmodelle eines Business Models⁶⁴

Zentral ist das Verständnis der im relevanten Umfeld maßgeblichen Erfolgsfaktoren von Unternehmen, also von (1) Kernkompetenzen, (2) internen Stärken und (3) Wettbewerbsvorteilen (im Hinblick auf die für den Kunden wesentlichen Kaufkriterien). Im Rahmen der Betrachtung von Erfolgsfaktoren wird bei der Beurteilung und Darstellung von Business Model Innovationen oft hervorgehoben, ob die Innovation

- die Value Constellation (netzwerkbasiertes Wertschöpfungsmodell),
- die Value Proposition (Wertversprechen gegenüber dem Kunden) oder
- beides betrifft.⁶⁵

Die Strategie sollte auf den Ausbau langfristig wirksamer Kernkompetenzen ausgerichtet sein, die es immer wieder aufs Neue erlauben, die entscheidenden Wertschöpfungsaktivitäten besser als die Wettbewerber auszuführen. Eine Kernkompetenz muss damit folgende Eigenschaften besitzen:

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

Unternehmen sollten also Kernkompetenzen aufbauen, mit denen sie jederzeit in verschiedenen Märkten neue Wettbewerbsvorteile erringen können, denn Wettbewerbsvorteile erklären nur den heutigen, Kernkompetenzen aber den zukünftigen Markterfolg.

Als nächster wichtiger Punkt ist die Geschäftsfeldstruktur mitsamt den aktuell gültigen Wettbewerbsvorteilen in diesen Geschäftsfeldern zu überprüfen. Besondere strategisch

⁶⁴ Quelle: Wirtz (2013), S. 124.

⁶⁵ Vgl. Wirtz/Göttel (2014), S. 531.

bedeutsame Risiken ergeben sich hierbei dann, wenn die Wettbewerbsposition eines Geschäftsfeldes so schlecht ist, dass dieses langfristig nicht zu halten sein wird.

Abschließend ist die strategische Gestaltung der Wertschöpfungskette festzulegen. Hier muss entschieden werden, welche Teilleistungen das Unternehmen selbst erbringen und welche es am Markt erwerben möchte.⁶⁶ Grundsätzlich sind dabei alle Wertschöpfungssteile, die im engen Zusammenhang mit den Kernkompetenzen stehen, selbst zu erstellen, weil das Unternehmen sonst die entscheidenden Faktoren für den zukünftigen Unternehmenserfolg aus der Hand geben und somit auf längere Sicht seine eigene Existenz massiv gefährden würde. Demgegenüber kommen prinzipiell alle Wertschöpfungssteile, die nicht von Kernkompetenzen des Unternehmens abgedeckt sind, für eine Fremdvergabe an Dritte in Betracht. Diese Fremdvergabe bringt grundsätzlich den Vorteil, dass dabei fixe durch variable Kosten ersetzt werden, was tendenziell die Risiken durch Nachfrageschwankungen senkt, wenn nicht zugleich durch die entstehenden Schnittstellen zusätzliche Risiken (z. B. bzgl. Lieferzuverlässigkeit) entstehen.

Die Kompetenzstruktur der Wertschöpfungskette kann unter Risikogesichtspunkten insbesondere dann als stabil bezeichnet werden, wenn sie in möglichst mehr als einem Bereich zentrale Kernkompetenzen aufweist, also z. B. sowohl im Bereich „Marketing und Vertrieb“, wie auch im Bereich „Forschung und Entwicklung“. Bei solchen „mehrgipfligen“ Kompetenzprofilen sind nämlich gleichzeitige Bedrohungen mehrerer unterschiedlicher Kompetenzbereiche eher unwahrscheinlich (vgl. Kapitel 5.3).

Eine präzisere Beschreibung des aktuellen Geschäftsmodells des eigenen Unternehmens, eines möglichen zukünftigen Geschäftsmodells und auch der Geschäftsmodelle der Wettbewerber gelingt durch einen mehrdimensionalen Ansatz der **strategischen Positionierung**.⁶⁷

Eine besondere Herausforderung bei der Weiterentwicklung der Unternehmensstrategie besteht darin, dass diese oft nur auf Plausibilität geprüft wird, ohne über mögliche Strategievarianten nachzudenken. Ein Instrument, das eine strukturierte Beschreibung der eigenen Unternehmensstrategie und einen Vergleich dieser Strategie mit alternativen Strategievarianten (auch derjenigen der Wettbewerber) ermöglicht, stellt die Methodik der „Strategiedimensionen“ dar, auf die im Folgenden eingegangen wird.

⁶⁶ Auch an strategische Kooperationen ist zu denken.

⁶⁷ Gleißner (2008a).

Strategiedimension	Bedeutung	Individuelle Ausprägung		Handlung
Beispiel:	○ ○ ○	+ + + +		● ● ●
Kernkompetenzen				
Standardisierungsgrad	○ ○ ○	Standardisierung	+ + + +	Individualität
Innovationsorientierung	○ ○ ○	Imitation	+ + + +	Innovation
Kostenorientierung	○ ○ ○	Kostenorientierung	+ + + +	Qualitätsorientierung
Strategische / operative Kompetenz	○ ○ ○	Strategische Kompetenz	+ + + +	Operative Kompetenz
Strategische Stoßrichtung				
Wachstumsorientierung	○ ○ ○	Wachstum	+ + + +	Konsolidierung
Risiko-Rendite-Profil	○ ○ ○	risikovermindernd	+ + + +	renditesteigernd
Shareholder / Stakeholder	○ ○ ○	Shareholder	+ + + +	Stakeholder
Geschäftsfelder / Wettbewerbsvorteile				
Leistungsbreite	○ ○ ○	Konzentration	+ + + +	Diversifikation
Wettbewerbsverhalten	○ ○ ○	defensiv	+ + + +	offensiv
Preisorientierung	○ ○ ○	Preisführerschaft	+ + + +	Differenzierung
Vertrieb- / Produktorientierung	○ ○ ○	Vertriebsorientierung	+ + + +	Produktorientierung
Wertschöpfungskette				
Spezialisierungsgrad	○ ○ ○	Spezialisierte Ressourcen	+ + + +	Universelle Ressourcen
Flexibilitätsgrad	○ ○ ○	Starre Auslastung	+ + + +	Flexible Auslastung
Wertschöpfungstiefe	○ ○ ○	Wertschöpfungsautarkie	+ + + +	Wertschöpfungsverbund

Abbildung 14: Mit 14 Dimensionen Ihre Unternehmensstrategie transparent darstellen!⁶⁸

1. Bestimmung der Bedeutung der 14 Dimensionen für den Erfolg Ihres Unternehmens (gering / mittel / hoch)
2. Strategische Dimension – Markieren Sie den Startpunkt (heutige Positionierung) und das Strategieziel
3. Handlung **Grün:** *kein Handlungsbedarf*
Gelb: *latenter Handlungsbedarf*
Rot: *sofortiger Handlungsbedarf*

1. Standardisierungsgrad

Aufgrund der erheblichen Unterschiede in den erforderlichen Kompetenzen ist es für Unternehmen meist sinnvoll, sich entweder auf das Anbieten standardisierter Produkte oder auf individuelle Problemlösungen zu konzentrieren. Standardisierte Produkte haben typischerweise den Vorteil niedrigerer Stückkosten, sie reduzieren aber andererseits die Möglichkeit, sich von den Wettbewerbern abzuheben. Individuelle Problemlösungen sind kundenspezifisch zu realisieren, was Informationen über die einzelnen Kunden erfordert. Auf der anderen Seite führen individuelle Lösungen zu einer relativ hohen Komplexität und bieten weniger Möglichkeiten, Größendegressions- und Erfahrungskurven-Effekte zu nutzen.

2. Innovationsorientierung

Innovatives Verhalten sollte Wettbewerbsvorteile durch Produktinnovationen oder Kostenvorteile durch Verfahrensinnovationen schaffen. Für diese Strategie sind technologische Kompetenzen nötig. Ein imitatorisches Verhalten geht dagegen von dem Grundprinzip aus, dass die Übernahme bewährter Technologien erfolgversprechender ist, weil so Risiken und Kosten reduziert werden können.

3. Kostenorientierung versus Qualitätsorientierung

⁶⁸ Quelle: Gleißner (2017c), S. 107.

Kostenorientierte Unternehmen versuchen, die günstigste Kostenposition zu erreichen. Diese kann entweder dazu genutzt werden, die günstigsten Preise am Markt anzubieten (Preisführerschaft) oder – bei durchschnittlichem Verkaufspreisniveau – möglichst hohe Gewinnmargen durch niedrige Kosten zu realisieren. Qualitätsorientierte Unternehmen akzeptieren dagegen höhere Kosten, wenn dadurch eine überdurchschnittliche Qualität der eigenen Produkte erreicht werden kann. Sie gehen davon aus, dass sich eine überlegene, objektive Qualität letztlich auch in – von den Kunden wahrgenommenen – Wettbewerbsvorteilen niederschlägt, und verschaffen sich über objektive technische Vorteile einen größeren Spielraum für eine Produktdifferenzierung und höhere Kundenbindung.

4. Konzentration versus Diversifikation

Konzentration bedeutet, dass sich Unternehmen auf ein sehr enges Leistungsspektrum beschränken und sich auf eher wenige Kunden und Lieferanten festlegen. Oft wird unterstellt, dass erst der massive Einsatz bestimmter Ressourcen für ausgewählte Aktivitäten einen Erfolg ermöglicht. Dabei wird großer Wert auf den Nutzen und die Realisierung von Lern- und Erfahrungskurveneffekten sowie Größendegressionsvorteilen gelegt, von denen man sich eine Reduzierung der Stückkosten erhofft. Eine starke Konzentration auf ein relativ enges Tätigkeitsfeld birgt aber häufig relativ große Risiken, weil der Erfolg des Unternehmens ausschließlich von dieser Aktivität abhängt. Diversifizierte Unternehmen haben hingegen ein breites Leistungsangebot. Sie bedienen eine Vielzahl von Marktsegmenten, was auf der Absatzseite einen risikomindernden Effekt mit sich bringt. Ziel ist die Nutzung von Synergieeffekten zwischen den einzelnen Aktivitäten sowie das Nutzen von Cross-Selling-Potenzialen. Das breite Spektrum erlaubt es, dem in vielen Märkten erkennbaren Trend zu differenzierten, individuellen Kundenbedürfnissen gerecht zu werden.

5. Wettbewerbsverhalten

Unternehmen mit einer defensiven Wettbewerbsstrategie orientieren sich in ihrem Verhalten im Wesentlichen an erfolgreichen Wettbewerbern. Sie streben nach einer friedlichen Koexistenz mit der Konkurrenz. Dagegen sind Unternehmen mit einem offensiven Wettbewerbsverhalten wesentlich aktiver ausgerichtet. Typisch für ein solches Wettbewerbsverhalten ist das Streben nach dem Ausbau eigener Marktanteile, beispielsweise durch eine massive Erhöhung der Absatzmenge in Verbindung mit deutlichen Preissenkungen.

6. Preisorientierung versus Nutzenorientierung

Preisorientierte Unternehmensstrategien gehen von der Annahme aus, dass der Preis das wichtigste Kaufkriterium der Kunden sei. In der Regel werden Unternehmen, die Preisführer sind, zugleich eine Kostenführerposition anstreben. Die preisorientierten Strategien sind – insbesondere bei preiselastischer Nachfrage – eine dominante Wettbewerbsstrategie. Die nutzenorientierten Wettbewerbsstrategien zielen auf eine Differenzierung bei den eigenen Produkten bzw. Dienstleistungen ab. Das Ziel wird durch eine Produktdifferenzierung über Produkteigenschaften, Service, Marke und (emotionale) persönliche Beziehungen verfolgt. Dabei sollen die Kundenbedürfnisse möglichst präzise erkannt und Zusatzleistungen angeboten werden, um einen Preiswettbewerb zu vermeiden.

7. Vertriebsorientierung versus Produktorientierung

Vertriebsorientierte Strategien gehen davon aus, dass ein leistungsstarker, kundenorientierter Vertrieb⁶⁹ ein wichtiger Erfolgsfaktor ist. Sie zielen auf eine Steigerung sowohl der Vertriebskapazität als auch der Anzahl der Kontakte zu potenziellen Kunden ab. Vorteilhaft bei dieser Art von Wettbewerbsstrategien ist, dass die Vertriebsstärke sehr flexibel für unterschiedliche Produkte genutzt werden kann. Im Gegensatz zu den vertriebsorientierten Strategien gehen produktorientierte Strategien davon aus, dass Markterfolg bei einem überlegenen Produkt langfristig fast zwangsläufig eintritt. Primäres Ziel dieser Unternehmen ist daher die Entwicklung (qualitativ) überlegener Produkte und Leistungen. Tatsächlich zeigen empirische Untersuchungen, dass außergewöhnliche Erfolge von Unternehmen sehr oft auf die Verfügbarkeit belegbar besserer Produkte zurückzuführen sind. Andererseits führen gute Produkte, die bei potenziellen Kunden nicht bekannt sind, nicht automatisch zum Markterfolg.

8. Strategische Stoßrichtung (Werttreiber)

Wachstumsorientierte Unternehmen verfolgen als primäres Ziel das Umsatzwachstum. Grundsätzlich ist Wachstum der stärkste Werttreiber, und ohne Wachstum ist eine außergewöhnliche Steigerung des Unternehmenswerts fast nie zu realisieren. Konsolidierungsstrategien gehen grundsätzlich davon aus, dass die Ertragskraft wichtiger als die Unternehmensgröße ist. Primäres Ziel ist es, die Kapitalrendite (ROCE) durch eine Verbesserung von EBIT-Marge (operative Marge) und/oder Kapitalumschlag zu steigern. Die Verbesserung der Ertragsstärke und der Eigenkapitalquote – im Rahmen der Konsolidierung – führt zu einer Verbesserung des Ratings und generiert so oft erst die notwendigen Voraussetzungen für zukünftiges Wachstum.

9. Risiko-Rendite-Profil und Rating

Oft wird die Entscheidung über ein angemessenes Rendite-Risiko-Profil durch die Risikopräferenzen der Unternehmensführung und der Eigentümer bestimmt. Ziel ist die Reduzierung von Risiko- und Kapitalkosten – und damit eng verbunden die Verbesserung des Ratings und letztlich die Sicherung des Überlebens. Vorteilhaft bei dieser strategischen Ausrichtung sind die damit erreichte hohe Kreditwürdigkeit und die relativ niedrigen Finanzierungskosten, die Attraktivität für (oft risikoaverse) Mitarbeiter und Kunden sowie der meist sehr bewusste Umgang mit Risiken (gezieltes Risikomanagement). Ausgeprägt risikoorientierte Unternehmensstrategien lassen jedoch häufig auch Chancen ungenutzt und vernachlässigen rentabilitätsbedingte Wertsteigerungspotenziale. Rentabilitätsorientierte Unternehmensstrategien gehen davon aus, dass hohe Rentabilität auch (gegebenenfalls beliebig) hohe Risiken rechtfertigt. Andererseits gibt es bei derartigen Strategien oft Probleme beim Rating durch Banken – und damit relativ hohe Fremdkapitalkosten und Insolvenzrisiken.

10. Die Ressourcen der Wertschöpfungskette

Spezialisierte Ressourcen mit hoher Spezifität bringen beim Einsatz eine hohe Leistungsfähigkeit. Sie können aber nur schwer für andere Verwendungszwecke genutzt werden. Umgekehrt weisen Ressourcen mit einer niedrigen Spezifität eine hohe Flexibilität auf und können bei vielen Aktivitäten eingesetzt werden. Spezialisierte Ressourcen sind vorteilhaft, wenn man von relativ stabilen Umfeldbedingungen ausgehen kann. Stark veränderliche, dynamische Umfeldbedingungen sprechen jedoch eher für den Einsatz universell nutzbarer Ressourcen.

11. Flexibilitätsgrad

⁶⁹ Was selbstverständlich auch ein „digitaler Vertrieb“ sein kann (z.B. über eine Internetplattform).

Wertschöpfungsstrategien mit einer starren Auslastung wollen sämtliche Leistungspotenziale des Unternehmens möglichst ständig voll auslasten. Dies erfordert meist sehr genau geplante Abläufe, ist aber aufgrund von Fixkosten- und Degressionsvorteilen kostengünstig. Bei der strategischen Ausrichtung auf eine flexible Auslastung werden dagegen auch Überkapazitäten in Kauf genommen, um eine erhöhte Flexibilität gegenüber sich abzeichnenden Marktchancen zu erhalten. Dies erfordert eine eher grobe Zuordnung von Ressourcen in Rahmenplänen, deren konkreter Einsatz kurzfristig und situationsspezifisch festgelegt wird.

12. Wertschöpfungstiefe

Eine strategische Ausrichtung der Wertschöpfungskette auf „Autarkie“ ist verbunden mit der Abdeckung einer Vielzahl von Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette und damit einer tendenziell hohen Fertigungstiefe. Ziel ist es, Synergien entlang der Wertschöpfungskette zu nutzen, Schnittstellen möglichst optimal zu gestalten und Abhängigkeiten von Lieferanten zu verhindern. Nachteilig bei dieser strategischen Ausrichtung sind jedoch der risikosteigernde wirkende hohe Fixkostenanteil und die Gefahr, auch Aktivitäten wahrzunehmen, die nicht durch die eigenen Kernkompetenzen abgedeckt sind. Bei der Strategie eines „Wertschöpfungsverbunds“ werden dagegen relativ kleine Teile der Wertschöpfungskette selbst übernommen, die optimal durch die eigenen Kernkompetenzen abgedeckt sind. Daraus ergeben sich tendenziell eine geringe Fertigungstiefe und eine hohe Anzahl von zugekauften Produkten und Dienstleistungen. Entscheidend für derartige Unternehmen sind daher die Kenntnis der Lieferantenmärkte und die Fähigkeit, unterschiedliche Unternehmen in einem Leistungserstellungsprozess zu koordinieren.⁷⁰

In der Praxis werden dabei zunächst mehrere Strategievarianten erarbeitet und verglichen. Die Beurteilung einer Unternehmensstrategie erfolgt dabei sowohl aus Sichtweise der Eigentümer (Unternehmenswert) als auch aus Perspektive der Gläubiger (Rating). Damit ist gewährleistet, dass eine Unternehmensstrategie ein vorgegebenes Mindestrating (mit hoher Wahrscheinlichkeit) gewährleistet und somit Krisen (z.B. durch zu hohe Investitionen) vermieden werden (Rating-Prognose).

Hier werden also die im folgenden Kapitel 4 vorgestellten Verfahren einer simulationsbasierten Bewertung für die „Strategiebewertung“ genutzt, um aussagefähige und nachvollziehbare Entscheidungsgrundlagen für die Unternehmensführung zu generieren.⁷¹

Am Ende dieses Prozesses der Strategieentwicklung steht eine überprüfte, stimmige und in allen Teilen umsetzbare Strategie. Sie zeigt, wie durch einen Aufbau von Kernkompetenzen, internen Stärken (z.B. effiziente Prozesse) und für den Kunden wahrnehmbare „Wettbewerbsvorteile“ zukünftige Gewinne und Liquidität⁷² generiert werden, die den Unternehmenswert bestimmen.

In den Bereichen, in denen die wesentlichen Werttreiber zu finden sind, werden im Rahmen einer Präzisierung der Strategie – ausgehend von den grundlegenden Vorgaben der strategischen Konzeption – konkrete Verbesserungspotenziale erarbeitet (vgl. Module 7 bis 10).

⁷⁰ In enger Anlehnung an Gleißner (2008a).

⁷¹ Siehe dazu die entsprechenden Anforderungen aus der Business Judgement Rule, §93 Aktiengesetz in Gleißner (2017i) und Graumann (2014).

⁷² Ausschüttbare Erträge.

3.3.8 Modul 7: Kompetenzentwicklung

Während die vom Kunden wahrnehmbaren Wettbewerbsvorteile den heutigen Markterfolg eines Unternehmens erklären, sind Kernkompetenzen⁷³ die Determinanten zukünftiger Erfolge (vgl. Abbildung 7). Häufig sind Kernkompetenzen an das Wissen sowie die besonderen Fähigkeiten und Erfahrungen einer eingespielten Gruppe von Mitarbeitern des Unternehmens sowie die Verfügbarkeit⁷⁴ wichtiger Daten (z.B. über Kunden) gebunden („Digitalisierung“). Gestützt auf die grundsätzlichen Vorgaben der Unternehmensstrategie wird bei Bedarf zum Auf- und Ausbau der Kernkompetenzen ein Kompetenzentwicklungsprogramm konzipiert und durchgeführt. Dazu werden die Kompetenzanforderungen aus der Unternehmensstrategie operationalisiert und bis auf die einzelnen Mitarbeiter heruntergebrochen. Zudem wird geklärt, wie welche Daten zu erheben und welche Kompetenzen gezielt aufgebaut werden sollen.

Mit der Analyse sollte insgesamt eine Beurteilung der Erfolgspotenziale des Unternehmens erreicht werden.

3.3.9 Modul 8: Strategische Organisationsentwicklung und Prozessoptimierung

Aus den Vorgaben der strategischen Konzeption werden die grundsätzlichen Anforderungen an die Aufbau- und Ablauforganisation des Unternehmens abgeleitet. Dabei wird insbesondere darauf geachtet, dass die Organisation des Unternehmens den angestrebten Wettbewerbsvorteilen entspricht.

Darüber hinaus werden die Ablaufprozesse des Unternehmens unter Abwägung von Kosten-Nutzen-Aspekten überprüft. Die Beurteilung erfolgt unter Beachtung der strategischen Ziele im Sinn von Kosten, Geschwindigkeit, Qualität, Risiko oder Flexibilität.

3.3.10 Modul 9: Risiko-, Rating- und Finanzierungsmanagement

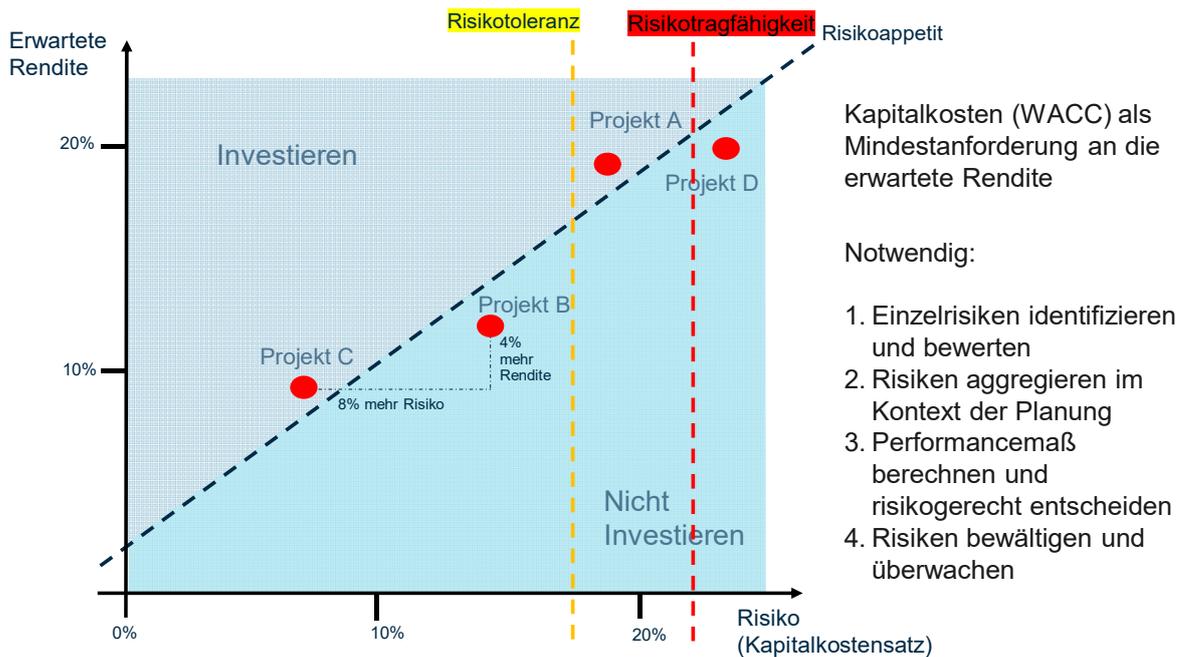
Für die Stabilität und das zukünftige Rating des Unternehmens muss das Gesamtrisiko eines Unternehmens durch das Risikodeckungspotenzial – also insbesondere durch das Eigenkapital und die Liquiditätsreserven – getragen werden können.

Ziel dieses Moduls ist es, die wesentlichen Risiken des Unternehmens zu identifizieren, quantitativ zu bewerten und schließlich zu aggregieren, also das Gesamtrisiko des Unternehmens (z.B. Eigenkapitalbedarf) zu ermitteln.⁷⁵

⁷³ Vgl. auch Pümpin/Amann (2005).

⁷⁴ Und Fähigkeit zur Auswertung von Daten, z.B. über Kunden (vgl. z.B. „Predictive Analytics“).

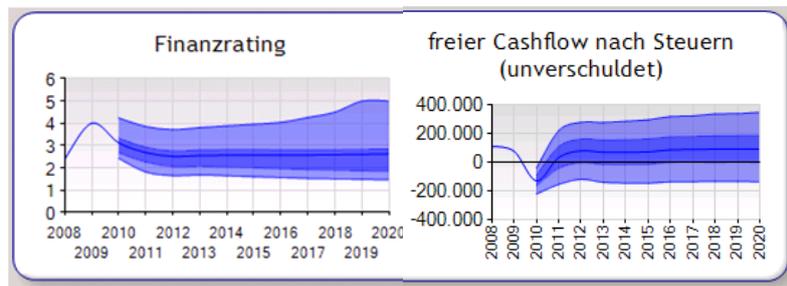
⁷⁵ Gleißner (2001, 2017c und 2017f sowie Kapitel 5.2).



... und unternehmerische Entscheidungen basieren auf der prognostizierten Performance und bestimmen den Risikoumfang eines Objekts, Projekts, Portfolios oder Unternehmens – Performancemaße verbinden erwartete Erträge und Risiken.

Abbildung 15: Rendite-Risiko-Profil

Die Risikoaggregation ist notwendig für eine konsistente wertorientierte Unternehmenssteuerung, da mit ihrer Hilfe das zur Risikodeckung erforderliche Eigenkapital bzw. das Ertragsrisiko⁷⁶ ermittelt werden kann, welches wiederum zur Berechnung der Kapitalkostensätze dient.⁷⁷ Insbesondere wird aufgezeigt, ob durch Kombinationseffekte von Einzelrisiken „bestandsgefährdenden Entwicklungen“ auftreten könnten.⁷⁸ Außerdem wird die Kapitalbindung optimiert und es wird ein Finanzierungskonzept erarbeitet, das geeignet ist, den Unternehmenswert zu steigern unter Beachtung der Restriktion der Gläubiger, also der Rating-Restriktion.



⁷⁶ Z.B. Variationskoeffizient des Ertrags.

⁷⁷ Vgl. Gleißner (2011) und Kapitel 4.

⁷⁸ Ergänzend kann durch geeignete Kennzahlen der Abstand der aktuellen Unternehmenssituation von einer „bestandsgefährdenden Entwicklung“ (Risikotragfähigkeit) und dem Verlust des angestrebten Ratings (Risikotoleranzwert) angegeben werden (siehe Gleißner/Wolfrum, 2017, und Gleißner, 2017j).

Abbildung 16: Planungsunsicherheit

Im Rahmen des Finanzierungs- und Risikomanagements muss sich die Unternehmensführung auch mit der Entwicklung einer Ratingstrategie auseinandersetzen.⁷⁹ Ein Rating gibt die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Unternehmens an. Je höher die Insolvenzwahrscheinlichkeit des Unternehmens, desto ungünstiger werden die Finanzierungsspielräume und Finanzierungsbedingungen bei der Aufnahme von Fremdkapital.

Die durch eine Ratingnote ausdrückbare Insolvenzwahrscheinlichkeit ist zudem ein bisher oft nicht beachteter Werttreiber. Sie wirkt langfristig quasi wie eine „negative Wachstumsrate“.⁸⁰

3.3.11 Modul 10: Marketing- und Vertriebskonzeption

Zum Ausbau der Wettbewerbsvorteile wird eine Marketingkonzeption erarbeitet, die meist auf eine klare Differenzierung – z.B. bezüglich Produkt, Service oder Marke – abzielt. Kern der Marketingkonzeption ist immer die Frage, wie zentrale Probleme der Kunden am besten gelöst werden können. Darüber hinausgehend werden Potenziale im Vertrieb aufgedeckt, die dazu führen, dass Kundenpotenziale vollständiger identifiziert, die Kundenansprache verbessert und die Kundenbindung und Preissetzungsmacht erhöht werden.⁸¹

Bei vielen Unternehmen werden infolge der Herausforderungen durch die Digitalisierung gerade die Marketing- und Vertriebskonzepte – oft aber die ganzen Geschäftsmodelle – weiterentwickelt. So ist oft insbesondere zu klären, welche Daten erforderlich sind, um (1) kundenindividuelle Werbung und möglichst (2) kundenindividuelle Lösungen (Produkte und Dienstleistungen) zu ermöglichen. Der Vertrieb der eigenen Produkte über Plattformen und unter expliziter Einbeziehung von Kunden (z.B. über Social Media), die Produkte bewerten und möglichst weiterempfehlen.

3.3.12 Modul 11: FutureValue™ Scorecard: Das Kennzahlen- und Steuersystem

Das strategische Ziel der wertorientierten Unternehmensführung ist die Maximierung des Unternehmenswertes (meist unter Beachtung von Nebenbedingungen, z.B. bezgl. dem Mindest-Rating), was einer nachhaltigen Optimierung des Ertrag-Risiko-Profiles entspricht. Dieses Ziel muss heruntergebrochen werden auf vorgelagerte, beobachtbare und vom Unternehmen beeinflussbare Kennzahlen, um die Umsetzung der Unternehmensstrategie steuer- und kontrollierbar zu machen. Zudem sollten auch die „exogenen Störungen“, also die nicht beeinflussbaren Einflussfaktoren, erkennbar werden.

Die FutureValue™ Scorecard bildet das Bindeglied zwischen dem strategischen Management und der operativen Umsetzung, indem sie alle strategischen Ziele systematisch in Kennzahlen, also konkrete Messgrößen, übersetzt und diesen Kennzahlen Maßnahmen sowie Verantwortlichkeiten zuordnet. Ein strategisches kennzahlenbasiertes Managementsystem ist insbesondere hilfreich, um durch die klare Kommunikation der

⁷⁹ Gleißner/Füser (2014) und Gleißner/Leibbrand (2008).

⁸⁰ Vgl. Gleißner (2017b) und Kapitel 5.2.3.

⁸¹ Vgl. Kaplan/Norton (1997).

strategischen Ziele alle Mitarbeiter für den Weg zur nachhaltigen Sicherung des Unternehmenserfolgs zu gewinnen und diese zu motivieren (über geeignete Incentives, die durchaus nicht unbedingt monetär sein müssen).

Neben den üblichen finanziellen Kennzahlen (z. B. Rentabilität, Kapitalkosten und Finanzkennzahlen im Rating), die primär die Ergebnisse unternehmerischen Handelns widerspiegeln, werden hier Messgrößen mit einbezogen, welche die finanziellen Kennzahlen zukünftiger Perioden beeinflussen werden. Dazu gehören insbesondere Kennzahlen

- zur Beschreibung der Wettbewerbsposition (z. B. Marktanteil, Kundentreue),
- zur Effizienz der Arbeitsprozesse (z.B. Projektdurchlaufzeit) sowie
- zur Entwicklung der Mitarbeiterkompetenzen (und anderer Kompetenzfelder, z.B. aus Daten).

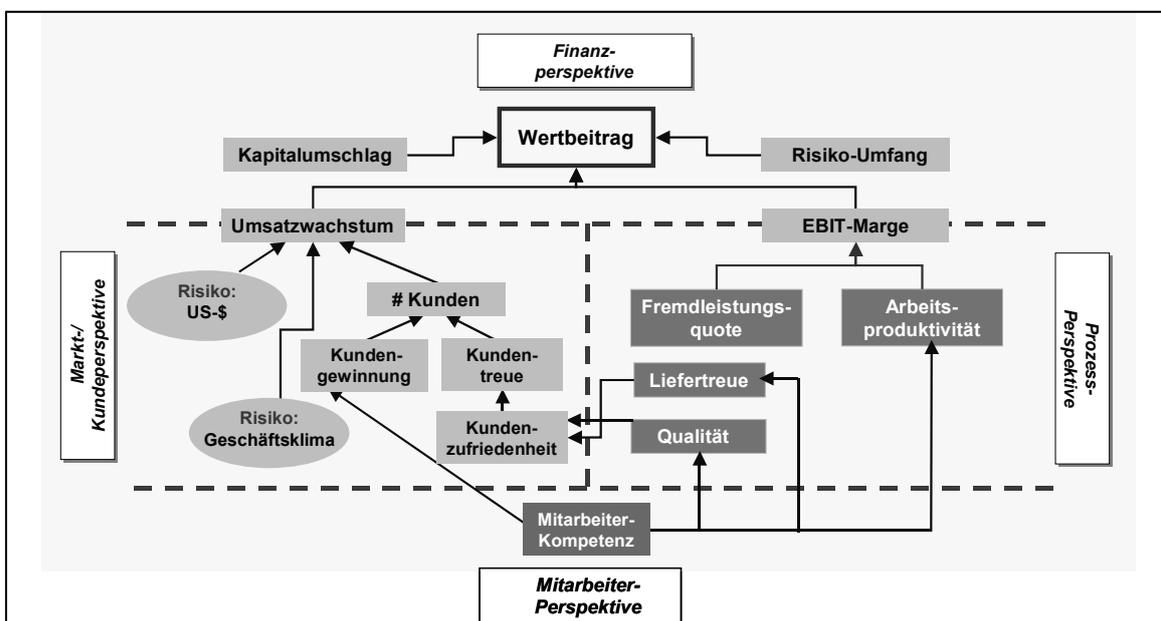


Abbildung 17: Beispiel der kausalen Zusammenhänge in einer FutureValue™ Scorecard

Entscheidender Vorteil der FutureValue™ Scorecard gegenüber der klassischen Balanced Scorecard ist die klare Ausrichtung auf den Unternehmenswert, die Einbeziehung von Risiken sowie externer Störgrößen, also die Frühaufklärung. Zudem werden Risiken den Kennzahlen zugeordnet, wo sie Planungsabweichungen auslösen können.⁸² Damit wird eine Überwachung der wichtigsten Risiken gewährleistet, was das KonTraG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich) fordert.⁸³

Die FutureValue™ Scorecard erlaubt ein regelmäßiges Überprüfen der Kennzahlen und somit die Kontrolle des Umsetzungsgrades der Unternehmensstrategie. So hat die Unternehmensausführung die Möglichkeit, strategisch bedeutsame Planabweichungen rechtzeitig zu erkennen und zu korrigieren. Die klare Zuordnung von Verantwortlichkeiten für die Zielerreichung und die dazugehörigen Maßnahmen stellen sicher, dass die

⁸² Vgl. Gleißner (2017c) und Gleißner/Klein (2017).

⁸³ Gleißner (2017a).

Unternehmensstrategie konsequent umgesetzt wird. Die Scorecard dient auch der Überwachung der zentralen strategischen Prämissen. So soll schnell erkannt werden, wenn eine Anpassung der Strategie erforderlich wird (Rückkopplung zu Modul 4 oder 6).

3.3.13 Modul 12: Implementierung, Umsetzung und strategisches Controlling

Jede strategische Neuausrichtung eines Unternehmens sollte auf einer nachvollziehbaren und systematischen Überlegung basieren und dabei auf den Erkenntnissen der Status-quo-Analyse aufsetzen. Um eine derartige strategische Neuausrichtung im Unternehmen zu implementieren, benötigt es Management- und Steuerungssysteme wie die FutureValue™ Scorecard, die grundlegende Entscheidungen der Strategie durch Kennzahlen operationalisiert und mit Maßnahmen und Verantwortlichkeiten verbindet. Neben diesem Steuerungssystem und einem möglichst damit verbundenen Prämien- bzw. Anreizsystem sollte jedoch ein weiterer Aspekt für die erfolgreiche Umsetzung von Strategien nicht vergessen werden: Jede Veränderung sollte auch die Ebene der Unternehmenskultur und des Leitbilds einbeziehen; da Menschen nicht nur rational handeln, scheitern viele Veränderungsprojekte an diesen Faktoren.

Deshalb ist es wichtig und nötig, zur erfolgreichen Umsetzung einer Strategie neben dem finanziellen Wert auch die vorhandenen Wertvorstellungen und Wertesysteme zu beachten. Die monetäre Größe „Wert“ muss mit den kulturellen Werten in Balance stehen,⁸⁴ um langfristig erfolgreich zu handeln und Mitarbeiter zu motivieren. Die Maßnahmen werden im Unternehmen kommuniziert, begründet und auf die Unternehmenskultur abgestimmt.

In einem kontinuierlichen Prozess wird zudem die Umsetzung der strategischen Maßnahmen, insbesondere auch gestützt auf die erarbeitete Scorecard, regelmäßig überprüft, um bei Abweichungen rechtzeitig eingreifen zu können. Damit mündet das FutureValue™-Konzept in einem strategischen Controlling-Regelkreis, der immer neue Informationen erfasst, die strategische Konzeption bei Bedarf überarbeitet und auch bei neuen Veränderungen des Umfeldes immer wieder auf eine Wertsteigerung ausrichtet.

Im Allgemeinen ist es die Aufgabe des Controllings⁸⁵, Prozesse und Techniken für die Weiterentwicklung des bestehenden Geschäftsmodells bereit zu stellen (Rückkopplung zu Modul 6). In der Vergangenheit hatten derartige Prozessansätze oft nur drei explizit betrachtete Phasen, nämlich Analyse der Ausgangssituation, Ideengenerierung und Implementierung (siehe Abbildung 18).

⁸⁴ Vgl. Gleißner/Mott/Schmelcher (2004).

⁸⁵ Vgl. Günther (1997) und Baum/Coenenberg/Günther (2013).

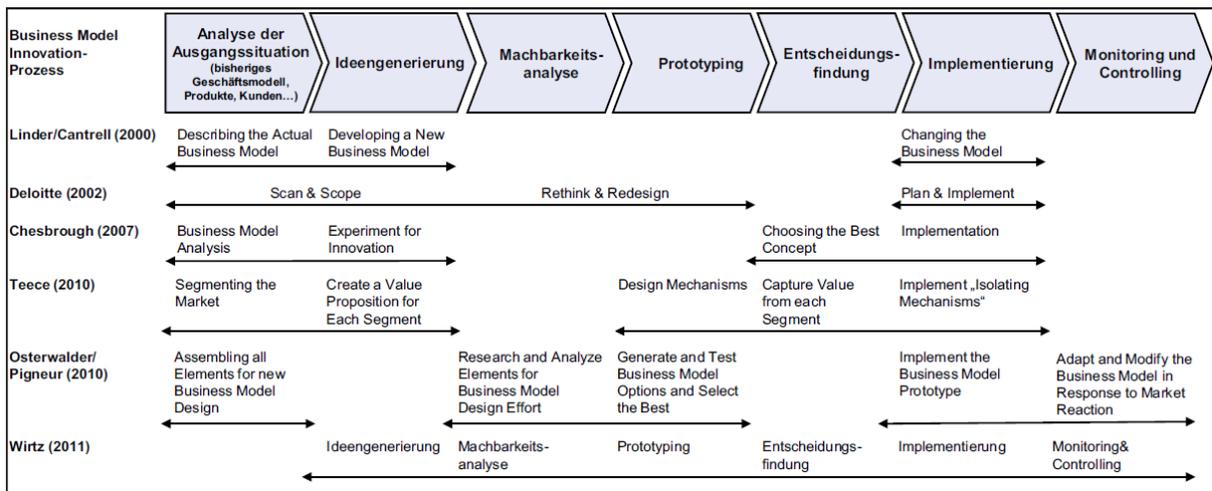


Abbildung 18: Bedeutende prozessorientierte Ansätze zur Business Model Innovation⁸⁶

Es ist insbesondere eine Aufgabe des (strategischen) Controllings durch die Bereitstellung von Daten, speziell von entscheidungsorientiert aufbereiteten, die Umsetzung und auch Weiterentwicklung der Unternehmensstrategie zu unterstützen. So werden speziell im strategischen Controlling regelmäßig die zentralen Planungsprämissen (und die mit diesen verbundenen strategischen Risiken) geprüft, um aufzuzeigen, ob eine grundlegende Weiterentwicklung der strategischen Konzeption erforderlich ist (entsprechend also eine Rückkoppelung zu Modul 6). Die Unterstützung der operativen Umsetzung, die Erstellung von quantitativen Prognosen und die Analyse eingetretener Planabweichungen sind Aufgabe des operativen Controllings, die wesentlich dazu beitragen, dass sich das Unternehmen im vorgegebenen strategischen Rahmen planmäßig entwickelt und die zur Umsetzung der Strategie erforderlichen Maßnahmen konsequent und effizient umgesetzt werden.

⁸⁶ Quelle: Wirtz/Göttel (2014), S. 532.

4 Wertorientiertes Management und Strategiebewertung

4.1 Einleitung

Eine einseitige Orientierung der Unternehmen auf eine Maximierung der Rendite steht im Widerspruch zur Idee eines wertorientierten Managements und zeigt „Risikoblindheit“⁸⁷. Unternehmen müssen bei einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft Risiken eingehen. Notwendig ist eine nachhaltige Optimierung des Ertrag-Risiko-Profiles, das durch den Unternehmenswert als Kennzahl komprimiert ausgedrückt wird. Gerade der adäquate Umgang mit Risiko scheitert in vielen Unternehmen an Defiziten im Instrumentarium für Risikoquantifizierung, Risikoaggregation und Risikobewältigung sowie der risikoadäquaten Bewertung von Handlungsoptionen (Maßnahmen).⁸⁸ Viele der vorhandenen methodischen Probleme sind letztlich darauf zurückzuführen, dass die Mehrzahl der heute implementierten betriebswirtschaftlichen Methoden „risikoblind“ sind oder – bei börsennotierten Unternehmen – explizit oder implizit von der Fiktion vollkommener Kapitalmärkte ausgehen. So wird noch immer häufig das Capital Asset Pricing Model (CAPM) genutzt, um basierend auf historischen Aktienrenditeschwankungen (via Beta-Faktor) auf den Werttreiber Kapitalkosten als Mindestanforderung an eine risikogerechte Rendite zu schließen. Tatsächlich lässt sich aus historischen Aktienrenditeschwankungen jedoch nicht auf die bewertungsrelevanten Ertragsrisiken (Cashflow-Volatilität) der Zukunft schließen und aufgrund der realitätsfernen Annahmen ist das CAPM auch nicht geeignet, Aktienrenditen und damit Kapitalkosten zu erklären, wie empirische Studien einheitlich belegen.⁸⁹

Eine Weiterentwicklung des betriebswirtschaftlichen Instrumentariums ist dringend erforderlich, um die Idee einer wertorientierten Unternehmensführung tatsächlich zu realisieren. Die konsequentere Beschäftigung mit Risiken trägt zudem dazu bei, dass Unternehmenswerte geschaffen, Unternehmen (bzw. ihr Rating) besser abgesichert und volkswirtschaftliche Krisen, speziell Finanzmarktkrisen, in ihrer Wahrscheinlichkeit und ihrer Dimension reduziert werden. Die korrekte Berechnung risikogerechter Kapitalkosten – anstatt oft überzogener Renditeerwartungen – fördert zudem Investitionen; mit positiven Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung.⁹⁰

An dieser Stelle ist noch einmal zu betonen, dass eine Orientierung am fundamentalen Unternehmenswert – und damit an den für den Eigentümer verfügbaren Vermögen⁹¹ – nicht etwa bedeutet, dass die Interessen anderer Stakeholder ignoriert werden. Im Gegensatz zu anderen Stakeholdern, wie Kunden und Mitarbeitern, haben die Eigentümer keine vertraglich garantierten Erträge aus dem Unternehmen (sie erhalten ein „Residual-Einkommen“). Allein dieser Sachverhalt rechtfertigt eine Orientierung am Unternehmenswert, da rationale Eigentümer ihr Kapital einem Unternehmen, das nicht nachhaltig eine risikogerechte Rendite erwarten lässt, nicht dauerhaft zur Verfügung stellen werden. Zudem werden auch bei einem wertorientierten, strategischen Managementansatz die Interessen sämtlicher Stakeholder selbstverständlich nicht ignoriert. Um Gewinne und an die Eigentümer ausschüttbare Erträge zu generieren, ist es natürlich notwendig, kompetente Mitarbeiter ans Unternehmen zu binden und diese zu motivieren, insbesondere an der Umsetzung der Strategie mitzuwirken. Auch die Interessen der Kunden wird

⁸⁷ Vgl. Gleißner (2018a).

⁸⁸ Vgl. Gleißner (2017a und 2017f).

⁸⁹ Siehe z.B. Fernández (2013 und 2017); Gleißner (2014a); Fama/French (2015); Rossi (2016); Dempsey (2013a und 2013b).

⁹⁰ In Anlehnung an Gleißner (2009a), S. 317.

⁹¹ Zukünftige Kaufkraft.

keine erfolgsversprechende Unternehmensstrategie ignorieren: Es ist notwendig, Wettbewerbsvorteile bezüglich der für die potenziellen Kunden wesentlichen Kaufkriterien aufzubauen. Ohne diese ist ein Absatz der eigenen Produkte und Dienstleistungen zu adäquaten Preisen nicht möglich. Aber genauso klar ist, dass die Interessen der Kunden ihre Grenzen haben: Man wird durch eine massive Preisreduzierung (bei gleicher Qualität) natürlich die Interessen der Kunden besser bedienen können – dies genau ist aber nicht im Interesse der Eigentümer.⁹²

4.2 Unternehmenswert und Strategiebewertung⁹³

4.2.1 Grundlagen

Unter wertorientierter Steuerung wird ein Unternehmensführungs- und Controllingansatz verstanden, der darauf zielt, unternehmerische Entscheidungen so zu treffen, dass dadurch eine nachhaltige Verbesserung des Ertrag-Risiko-Profiles ein Vermögenszuwachs für die Eigentümer entsteht.⁹⁴ Einen wichtigen Anstoß für das wertorientierte Management stellte die Veröffentlichung von Rappaport dar, der den „Unternehmenswert“ – Shareholder-Value – als Erfolgsmaßstab und Steuerungsgröße für Unternehmen etablierte. Bei den Shareholder-Value-Ansätzen von Rappaport (1998) und McKinsey & Company, Koller, Goedhart und Wessels (2015) wird mit der Anwendung von Varianten der Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) insbesondere das Ziel verfolgt, einen geeigneten Maßstab zur Bewertung (oder zum Vergleich) unternehmerischer Aktivitäten (speziell von Investitionen) zu erhalten.⁹⁵ Diese erste Generation der Verfahren waren aber primär „kapitalmarktorientierte Steuerungsverfahren“, weil der Kapitalkostensatz für die Diskontierung der (freien) Cashflows aus historischen Aktienrenditeschwankungen abgeleitet wird und nicht aus den zukünftigen Ertragsrisiken des Unternehmens.

Der Unternehmenswert (Zukunftserfolgswert), der sich als Summe der risikogerecht diskontierten zukünftig erwarteten Zahlungen (Erträge oder freie Cashflows) berechnen lässt, ist in Abhängigkeit von folgenden primären Werttreibern erklärbar:

- Kapitaleinsatz⁹⁶ bzw. dessen Wachstumsrate,
- erwartete Kapitalrendite,
- Kapitalkostensatz k , also der dem Risiko angemessenen Mindestanforderung an die erwartete Kapitalrendite,
- die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit (p), die langfristig weitgehend wie eine negative Wachstumsrate (w) wirkt (und die Finanzierungskosten stark beeinflusst).⁹⁷

⁹² Siehe zu einem weiteren quasi schon Stakeholder-orientierten Ansatz eines wertorientierten Managements Schmidt/Kalwait/Oehler (2015).

⁹³ In enger Anlehnung an Gleißner (2017c), S. 343ff.

⁹⁴ Jensen/Meckling (1976) zu Principal-Agent-Beziehungen zwischen Unternehmensführung und Eigentümer sowie Jensen (1989) zur Bedeutung des Unternehmenswerts.

⁹⁵ Zu den Methoden vgl. Peemöller (2019); Dirrigl (2009) und Günther (1997).

⁹⁶ Dieser ist im Wesentlichen abhängig von der Umsatzentwicklung.

⁹⁷ Vgl. Gleißner (2010 und 2017b) sowie Knabe (2012) und Saha/Malkiel (2012).

Das Produkt von Kapitalrendite und Kapitaleinsatz in jeder Periode (Jahr) ist das erwartete Ergebnis (Ertrag oder freier Cashflow).

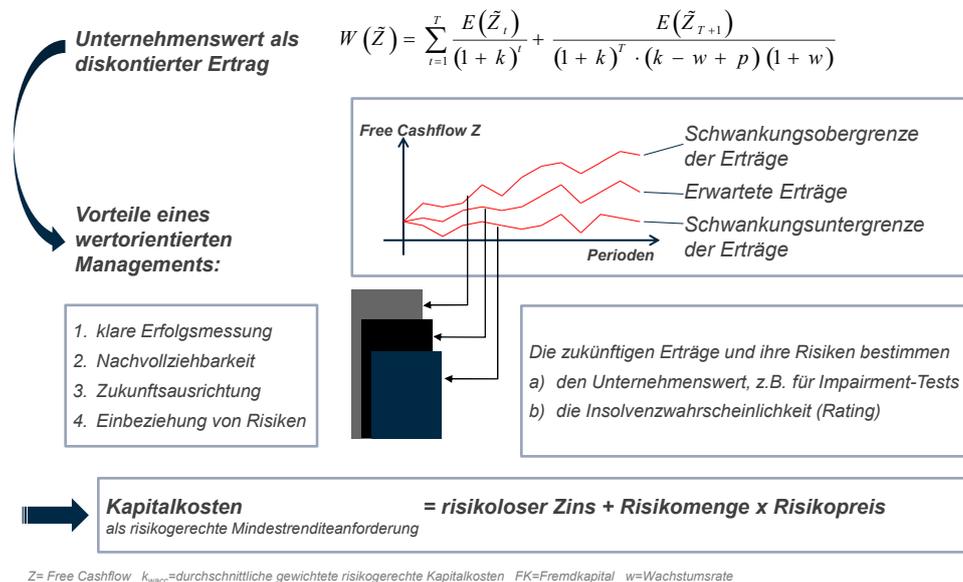


Abbildung 19: Risiko beeinflusst über Kapitalkosten und Rating den Unternehmenswert W

Der Unternehmenswert wird hier verstanden als der sichere Geldbetrag, der für die Eigentümer des Unternehmens in einer zu definierenden Weise äquivalent ist zu den unsicheren Erträgen, die diesem aus dem Unternehmen zufließen. Er ist abhängig von (1) erwarteter Höhe, (2) Zeitpunkt und (3) Risiko der Zahlungen, die dem Eigentümer zufließen (können). Der Unternehmenswert ist damit ein Maßstab für das Ertrag-Risiko-Profil sämtlicher zukünftiger Zahlungen (Erträge). Die Berechnung des Unternehmenswerts in Abhängigkeit verschiedener strategischer Handlungsoptionen – die Strategiebewertung – ist eine notwendige Aufgabe im Rahmen der wertorientierten Unternehmenssteuerung.

4.2.2 Risikogerechte Bewertung am Fallbeispiel

Die Grundidee wird durch folgendes einfaches **Fallbeispiel** verdeutlicht.⁹⁸ Es wird gezeigt, wie die Ergebnisse einer Risikoanalyse – die geschätzte Bandbreite des Ertrags aus einem Projekt – für eine risikogerechte Bewertung dieses Projektes und die Ableitung von Kapitalkosten, als Anforderung an die Rendite, genutzt werden können.

Angenommen für ein Projekt müssen sicher 6 Mio. Euro investiert werden. Aufgrund der unsicheren Erlös- und Kostenentwicklung wird nach einem Jahr mit einem Rückfluss von mindestens 4 Mio. Euro und höchstens 10 Mio. Euro gerechnet.

Aus der angegebenen Bandbreite der Rückflüsse ergibt sich zunächst ein Erwartungswert von $(10+4) : 2 = 7$ Millionen Euro.⁹⁹ Er drückt aus, welcher Rückfluss „im Mittel“ zu erwarten ist.

⁹⁸ In Anlehnung an das ähnliche Beispiel bei Gleißner (2017c), S. 42-44.

⁹⁹ Zu dem berechneten Erwartungswert käme man auch, wenn man gerade die beiden betrachteten Szenarien mit der identischen Wahrscheinlichkeit von 50 % ansetzen würde.

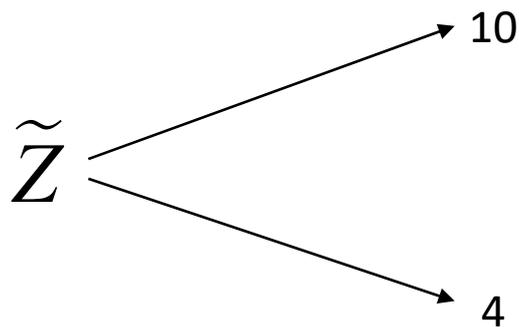


Abbildung 20: Unsichere Zahlung mit zwei Zuständen (Szenarien)

Für eine risikogerechte Bewertung benötigt man ein Risikomaß, das den Risikoumfang durch eine Zahl ausdrückt. Als einfaches Risikomaß wird hier die „maximal mögliche negative Planabweichung“ (Abweichung vom Erwartungswert) verwendet.¹⁰⁰ Für eine risikogerechte Bewertung benötigt man zudem eine Information über die Risikoaversion des Bewertenden, z.B. ausgedrückt durch die relative Bedeutung von Ertrag und Risiko. Die Risikoaversion bzw. der „Marktpreis des Risikos“ wird im Fallbeispiel mit $\lambda = 0,25$ angesetzt.¹⁰¹ Dies bedeutet, dass der Bewerter einen zusätzlichen Ertrag von (im Mittel) 0,25 Euro fordert, wenn er einen Euro Risiko mehr eingehen soll (ausgedrückt durch das Risikomaß, z.B. Standardabweichung des Ertrags).

Das Risikomaß ist damit als Differenz zwischen Erwartungswert und dem (realistischen) Worst Case Szenario leicht zu berechnen:

$$R(\tilde{Z}) = 7 - 4 = 3$$

Damit ist der risikogerechte Wert gerade der Erwartungswert abzüglich eines Risikoab- schlags, der vom Risikomaß abhängt:

$$W(\tilde{Z}) = E(\tilde{Z}) - \lambda \cdot R(\tilde{Z}) = 7 - 0,25 \cdot 3 = 6,25$$

Der Wert ist höher als die Investitionssumme von 6 Mio. Euro und damit hat das Projekt ein attraktives Ertrag-Risiko-Profil. Durch die Investition entsteht ein Vermögenszu- wachs¹⁰² von 0,25 Mio. Euro (Wert abzüglich Startinvestition). Den berechneten Wert kann man auch in eine risikogerechte Anforderung an die Rendite (Kapitalkostensatz, k) umrechnen:

$$k = \frac{E(\tilde{Z})}{W(\tilde{Z})} - 1 = \frac{7}{6,25} - 1 = 12\%$$

¹⁰⁰ Nur ein klein wenig aufwändiger ist die Bestimmung des bei Unternehmensbewertung typischerweise angesetzten Risikomaßes Standardabweichung. Für den Fall von zwei Szenarien mit einer Wahrscheinlichkeit von jeweils 50% ergibt sich

$$R(\tilde{Z}) = \sigma(\tilde{Z}) = \sqrt{0,5 \cdot (10 - 7)^2 + 0,5 \cdot (7 - 10)^2} = \sqrt{9} = 3$$

¹⁰¹ Risikodiversifikationseffekte werden vernachlässigt. D.h., es wird mit einem Risikodiversifikationsgrad von $d = 1$ ge- rechnet (vgl. weiterführend Gleißner, 2017c, Kapitel 6.2).

¹⁰² Netto-Kapitalwert (Net Present Value).

Die Interpretation ist einfach: Wer bereit ist einen maximalen Preis¹⁰³ (Δ Wert) von 6,25 zu zahlen, um „im Mittel“ 7 zu erhalten, erwartet eine risikogerechte Rendite von 12%.

Ist das Risikoprofil der Zahlung (und damit der Erwartungswert) repräsentativ für die gesamte (unendliche) Zukunft, so ist der Wert W^* der gesamten Zahlungsreihe¹⁰⁴ wie folgt zu berechnen:

$$W^* = \frac{E(Z)}{k} = \frac{7}{12\%} = 58,3$$

Die Grundidee des Fallbeispiels kann man auf die Bewertung beliebiger unsicherer Zahlungen und die Unternehmens- oder Strategiebewertung übertragen (vgl. auch Abschnitt 4.5.1 mit einem etwas ausführlicheren Beispiel).

4.2.3 Werttreiber und Strategiebewertung

Die folgende Abbildung verdeutlicht das Zusammenspiel der primären „Werttreiber“ bei der Erklärung des Wertbeitrags, d.h. des in einer Periode, meist in einem Jahr, geschaffenen Werts für die Eigentümer (oder des ähnlichen Economic-Value-Added (EVA)¹⁰⁵). Die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit beeinflusst das Wachstum.¹⁰⁶

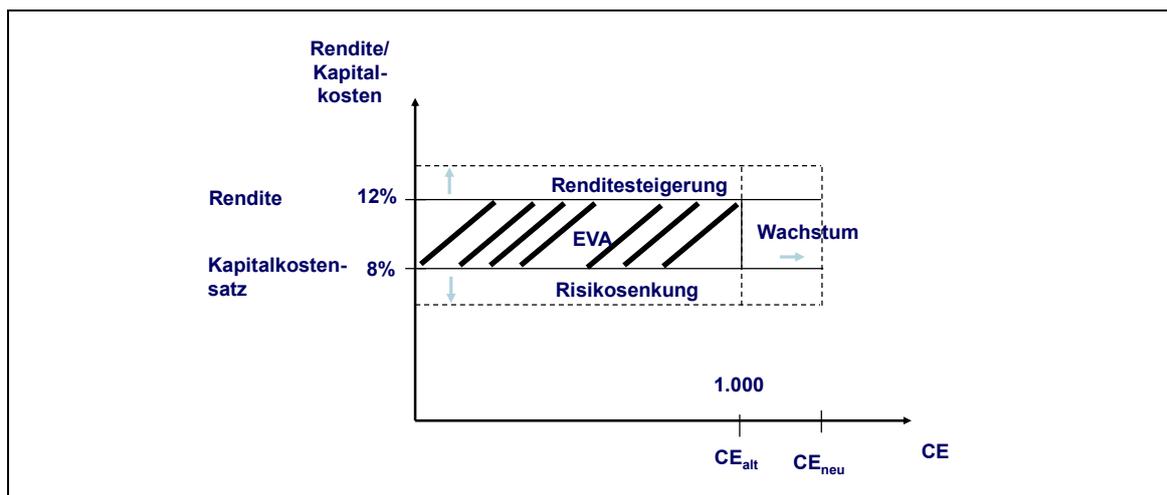


Abbildung 21: Strategische Richtungen zur Steigerung des Unternehmenswertes

Um einen positiven Wertbeitrag (in einer Periode) zu erzielen, ist es erforderlich, dass die Kapitalrendite¹⁰⁷ oberhalb der Kapitalkosten¹⁰⁸ liegt. Der in einer Periode erzielte Wertbeitrag ergibt sich als Produkt dieser Differenz der (erwarteten) Rendite und der

¹⁰³ Grenzpreis.

¹⁰⁴ Zu den impliziten Annahmen über die zeitliche Entwicklung der Risiken für die (übliche) Verwendung konstanter Kapitalkosten siehe z.B. Schwetzler (2000a und 2000b).

¹⁰⁵ Vgl. Stern/Shiely/Ross (2002).

¹⁰⁶ Vgl. Gleißner (2017b).

¹⁰⁷ Eigenkapitalrendite oder hier ROCE (Gesamtkapitalrendite), d.h. EBIT/CE.

¹⁰⁸ Eigenkapitalkosten oder hier WACC (Gesamtkapitalkosten).

Kapitalkosten einerseits und des Kapitaleinsatzes („Capital Employed“, hier: CE) andererseits. Eine positive Entwicklung des Unternehmens aus Sicht des wertorientierten Managements ergibt sich ceteris paribus damit, wenn¹⁰⁹

- die Rentabilität gesteigert,
- das Risiko und damit der Kapitalkostensatz (und/oder die Insolvenzwahrscheinlichkeit) gesenkt, oder
- das eingesetzte Kapital erhöht wird (Wachstum).

Die Steuerung eines Unternehmens, speziell gestützt auf die genannten Werttreiber, hilft dabei, die Grundidee einer wertorientierten Unternehmensführung leicht zu kommunizieren und in die Praxis umzusetzen. Vergleicht man die Ausprägung der Werttreiber und des Werts selbst für verschiedene Handlungsmöglichkeiten, schafft man die Grundlage für die Vorbereitung von Top-Management-Entscheidungen.

Eine solche Vergleichsrechnung für eine Strategiebewertung kann man in Tabelle 1 sehen, die die Implikationen einer Handlungsoption – Investition in einen neuen Ausgangsmarkt – auf Ertrag, aggregierten Gesamtrisikoumfang (Variationskoeffizient V), Rating (für Basis- und Stressszenarien) und eben den Unternehmenswert als Performancemaß zeigt.¹¹⁰

	Status quo	Expansion
Erwarteter Ertrag (E)	20	22
Risiko (V)	40%	45%
Kapitalkosten (k) ¹¹¹	8,4%	9,1%
Veränderung Wert (Δw) ¹¹²	--	-6,3

Tabelle 1: Strategiebewertung

Im Gegensatz zur traditionellen „kapitalmarktorientierten“ Bewertung wird bei der Bewertung von Handlungsoptionen (Projekten) der Kapitalkostensatz unmittelbar aus dem Ertragsrisiko abgeleitet, und nicht etwa aus historischen Aktienrendite-Schwankungen (wie üblicherweise beim Beta-Faktor des CAPM, vgl. 4.5). In den folgenden Unterkapiteln wird erläutert, wie die Ergebnisse aus Risikoanalyse und Risikoaggregation für die Bewertung von möglichen Maßnahmen und Strategien bei der Entscheidungsvorbereitung konkret ausgewertet werden können.¹¹³

Zwischenfazit: Der Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab wird durch (1) erwartete Erträge, (2) den Kapitalkostensatz und (3) der Insolvenzwahrscheinlichkeit sowie deren Determinanten (wie Ertragskraft, Risikodeckungspotenzial und den aggregierten Risikoumfang) beeinflusst.

¹⁰⁹ Vgl. Abbildung 13 und Abbildung 19.

¹¹⁰ Vgl. Gleißner (2017c, Kapitel 6.2.5) zur Berechnung dieser Größe.

¹¹¹ Die Umrechnung von Ertragsrisiko V in die Kapitalkosten k wird in Kapitel 4.4 erläutert; vgl. insb. Gleichung (14).

¹¹² Hier einfach berechnet als $W = W^{\text{Expansion}} - W^{\text{Status quo}} - I$ mit $W = E/k$ (unendliche Rente).

¹¹³ Vgl. weiterführend Gleißner (2017c).

Zu empfehlen ist eine konsistente, simulationsbasierte¹¹⁴ Ableitung der Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating), der Kapitalkosten und des Wertes eines Unternehmens – unter Berücksichtigung der Implikationen, der Insolvenzwahrscheinlichkeit eben für diesen Wert. Die risikoabhängige Insolvenzwahrscheinlichkeit wirkt langfristig weitgehend wie eine „negative Wachstumsrate“ und beeinflusst auch die Fremdkapitalkosten.¹¹⁵ Dies ermöglicht Transparenz und eine konsistente Bewertung der unsicheren Erträge oder Cashflows eines Unternehmens. Deutlich wird, dass das Risikoaggregationsmodell, welches Planung und Risikoanalyse zu einer Bandbreitenplanung („stochastischen Planung“) verknüpft, der zentrale Baustein ist, um erwartete Erträge, risikoabhängige Kapitalkosten, Rating und letztendlich den Wert von Handlungsmöglichkeiten beurteilen zu können.

Es zeigt sich bei näherer Betrachtung der heute im Unternehmen implementierten wertorientierten Steuerungssysteme, z.B. basierend auf EVA, dass noch gravierende methodische Defizite bestehen.¹¹⁶ Dies gilt speziell bei der Fundierung der Diskontierungszinssätze (Kapitalkosten)¹¹⁷, die nicht die Ertragsrisiken des Unternehmens erfassen, sondern historische Kursschwankungen der Aktien (via Beta-Faktor des CAPM, vgl. 4.5). Zudem wird der auch vom Risikoumfang abhängige Werttreiber „Rating“, der die Insolvenzwahrscheinlichkeit ausdrückt, oft vernachlässigt. Noch immer wenden außerdem viele Unternehmen den durchschnittlichen Kapitalkostensatz eines Unternehmens für die Bewertung aller Investitionen und Projekte an, was zu Fehlbewertungen führt, weil sich deren Risiken natürlich unterscheiden. In der Konsequenz werden gerade vergleichsweise risikoarme Projekte, Investitionen und Strategievarianten nicht realisiert. Erforderlich ist hier eine investitionsspezifische Berechnung von Risikoumfang und damit Kapitalkostensatz.¹¹⁸

Nachfolgend wird insbesondere aufgezeigt, dass die aus dem Risikomanagementprozess abgeleiteten Informationen über Ertragsrisiko oder Cashflow-Volatilität die maßgebliche Grundlage sein sollten für die Bestimmung der Kapitalkostensätze, einem der zentralen Werttreiber im wertorientierten Management. Das Risikomanagement wird damit zu einem wichtigen Baustein jeder wertorientierten Unternehmensführung und ergänzt Daten des Controllings. Durch die Verwendung von internen Informationen des Risikomanagements wird also der Informationsvorsprung der Unternehmensführung gegenüber dem Kapitalmarkt genutzt, was für eine möglichst hohe Qualität von Entscheidungen unter Unsicherheiten natürlich nahe liegend ist. Gerade bei strategischen Entscheidungen sollte man bedenken, dass diese zu Veränderungen der Risiken führen: die Zukunft wird anders sein als die Vergangenheit und historische Aktienrenditen sagen nichts über zukünftige Chancen und Gefahren aus.¹¹⁹

¹¹⁴ Vgl. zu Rating-Determinanten, Gleißner (2002a, 2005 und 2011) sowie Gleißner/Wolfrum (2008a); Dirrigl (2009) und Knackstedt (2010).

¹¹⁵ Simuliert man die gesamte Unternehmenszukunft, ist eine eigenständige Betrachtung der Insolvenzwahrscheinlichkeit nicht nötig, da diese dann in den Erwartungswerten schon berücksichtigt ist. Ernst/Gleißner (2012a) zeigen mit einer Befragung, dass dies „Bewertungsprofessionals“ bewusst ist.

¹¹⁶ Vgl. z.B. Hering (1999 und 2014) sowie Gleißner (2004b), S. 318-325 und Dirrigl (2009) sowie Crasselt/Pelless/Schmidt (2010).

¹¹⁷ Vgl. Fernández (2013 und 2017).

¹¹⁸ Vgl. Kruschwitz/Milde (1996) und Krüger/Landier/Thesmar (2015) zur sogenannten „WACC-Fallacy“.

¹¹⁹ Vgl. Dirrigl (2009); Dempsey (2013a und b); Gleißner (2014b); Hering (2014); Rossi (2016) und Fernández (2017) zur Kritik am CAPM und anderen kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren.

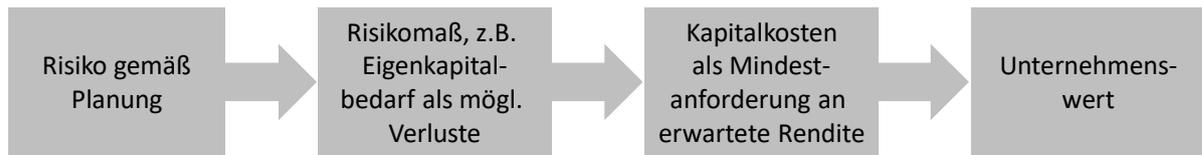


Abbildung 22: Vom Risiko zum Wert

4.2.4 Von der Unternehmensbewertung zur Strategiebewertung: eine Einordnung

Eine Strategiebewertung ist mehr als eine „traditionelle“ Unternehmensbewertung und erfordert zum Teil weiterentwickelte Verfahren. Eine inhaltliche Einordnung und Abgrenzung des Begriffs „Strategiebewertung“ erfolgt in diesem Kapitel.¹²⁰

Unter Strategiebewertung versteht man die Anwendung von (Unternehmens-)Bewertungsmethoden im Bereich der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen, speziell strategischer Entscheidungen. Der Einsatz von Bewertungsmethoden unterstützt die Entscheidungsvorbereitung und die Ergebnisse der Bewertung fließen in Entscheidungsvorlagen für Vorstand, Geschäftsführung bzw. Aufsichtsrat ein. Der Vorteil der Nutzung von Bewertungsmethoden besteht darin, dass der durch diese transparent und modellbasiert berechnete Wert ein Entscheidungskriterium, also ein Performancemaß ist, das

- erwartete Höhe,
- Zeitpunkt und
- Risiko

der durch die zu beurteilenden Strategien (strategische Handlungsoptionen) generierten Cashflows oder Erträgen in einer Kenngröße erfasst. Bei der Strategiebewertung wird entsprechend nicht nur ein Unternehmenswert bestimmt, sondern zu Vergleichszwecken alternative Unternehmenswerte in Abhängigkeit der jeweiligen strategischen Handlungsoption. Methodisch werden entsprechend subjektive Entscheidungswerte¹²¹ der strategischen Handlungsoptionen verglichen. Ein Fallbeispiel ist in Tab. 1 dargestellt.

Grds. kann eine Strategiebewertung bei allen strategischen Entscheidungen vorgenommen werden. Typische Anwendungsfelder sind große Investitionen, Akquisitionen oder wesentliche Veränderungen der Strategie (z.B. die Beurteilung von Digitalisierungsstrategien).

Dabei werden z.B. im Fall der Bewertung einer Akquisitionsstrategie¹²² im Entscheidungskalkül auch Risikodiversifikationseffekte, die Implikationen der erwarteten Höhe und der Unsicherheit von Integrationskosten und Synergien berücksichtigt. Auch die Implikationen der Akquisitionsfinanzierung und ihre Auswirkungen auf das zukünftige Rating (Insolvenzwahrscheinlichkeit) und die erwarteten Insolvenzkosten fließen ein („Insolvenzrisiko“). Entscheidend ist, dass bei der Strategiebewertung die mit der Strategie verbundenen zukünftigen Risiken der Cashflows oder Erträge betrachtet werden; nicht

¹²⁰ In Anlehnung an Gleißner (2019b).

¹²¹ Vgl. Matschke/Brösel (2013).

¹²² Siehe Gleißner/Ihlau (2017) mit einem Fallbeispiel.

etwa (historische) Aktienrenditeschwankungen (wie üblicherweise bei der Bestimmung des Beta-Faktors des CAPM).¹²³

Da sich durch eine strategische Entscheidung bewusst eine Veränderung der Zukunft des Unternehmens (speziell auch seiner zukünftigen Chancen und Gefahren) ergeben soll, ist ein zentrales Charakteristikum der Strategiebewertung der konsequente Zukunftsbezug¹²⁴, da die Vergangenheit nicht repräsentativ ist für die Zukunft (und insb. historische Aktienrenditeschwankungen nichts aussagen über die zukünftigen Erträge und Ertragsrisiken).

Im Kern bedeutet die Strategiebewertung den Vergleich von Ertrag-Risiko-Profilen alternativer (strategischer) Handlungsoptionen. Für eine derartige zukunftsorientierte Betrachtung bei (meist intendiert) innovativen und neuen strategischen Handlungsmöglichkeiten (Geschäftsmodellen) ergibt sich eine deutliche Unterscheidung zur bisher üblichen Praxis einer „traditionellen“ kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung aus rechtlichen Anlässen: eine Betrachtung historischer Aktienmarktdaten ist ebenso wenig sinnvoll wie die Suche nach (risikoäquivalenten) Unternehmen für einen Peergroup-Vergleich; eine geeignete, risikoäquivalente Peergroup gerade für innovative Geschäftsmodelle wird man nicht finden.

In der Konsequenz startet die Strategiebewertung mit einer strukturierten Beschreibung der Strategie (speziell des Geschäftsmodells) und einer darauf basierenden stringenten Ableitung einer integrierten Unternehmensplanung (entsprechend den diesbezüglichen Anforderungen der „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung“). Da sich die Chancen und Gefahren (Risiken) alternativer strategischer Handlungsoptionen meist deutlich unterscheiden, ist eine strukturierte Identifikation und Quantifizierung von Risiken erforderlich (Risikoanalyse). Neben der Identifikation strategischer Risiken (z.B. Bedrohung von Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells) sind dabei insb. systematisch alle unsicheren Planannahmen, die implizit Risiken darstellen, zu erfassen und durch eine geeignete Wahrscheinlichkeitsverteilung (oder stochastische Prozesse) zu beschreiben. Die Aggregation der Risiken¹²⁵ erfordert eine Monte-Carlo-Simulation zur Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl möglicher Zukunftsszenarien und damit die Überleitung einer traditionellen einwertigen zu einer mehrwertigen „Bandbreitenplanung“. Aus dieser lässt sich unmittelbar – unter Beachtung der Risiken – der Erwartungswert der Cashflows oder Erträge ableiten.¹²⁶ Die intensive Beschäftigung mit der Ertragsprognose und der hier bestehenden Unsicherheit (Risiko) führt dazu, dass man durch Risikoanalyse und Simulation den zum Risikoumfang konsistenten Kapitalisierungszinssatz (Diskontierungszinssatz) ableiten kann,¹²⁷ d.h. der „Nenner“ und der „Zähler“ ergeben sich aus einer Analyse konsistent zueinander.¹²⁸ Auch Insolvenzrisiken werden bei einer derartigen simulations-

¹²³ Vgl. Gleißner (2014a).

¹²⁴ Den eigentlich jede Unternehmensbewertung aufweisen sollte, was aber in der Bewertungspraxis nicht erfolgt.

¹²⁵ Die – ebenso wie die Risikoanalyse – Unternehmen sogar selber vornehmen müssen, um den Anforderungen gem. § 91 AktG bezüglich der frühen Erkennung möglicher „bestandsgefährdender Entwicklungen“ gerecht zu werden (siehe dazu den IDW PS 340 und Gleißner, 2017a).

¹²⁶ Die Studie von Behringer/Gleißner (2018), S. 312-319, zeigt, dass Unternehmensplanungen meist zum Zweck der Unternehmenssteuerung erstellt werden (und damit auf Zielwerten basieren) und nicht einmal intendiert bestehende Chancen und Gefahren berücksichtigen und damit nicht erwartungstreu sind. Erwartungstreue Planwerte sind aber die Voraussetzung für eine Bewertung, siehe dazu auch IDW S 1.

¹²⁷ Siehe zur Methodik Gleißner (2011) und Dorfleitner/Gleißner (2018).

¹²⁸ Vgl. Gleißner (2018b).

basierten Bewertung unter Berücksichtigung von (1) Höhe der Verschuldung, (2) Ertragsniveau und (3) Ertragsrisiko – den Determinanten der Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) – ebenfalls konsistent erfasst.

Die ökonomische Relevanz einer simulationsbasierten Strategiebewertung ist offensichtlich: Strategiebewertung dient der fundierten Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen und ermöglicht, dass basierend auf transparenten Annahmen bessere Entscheidungsvorlagen erstellt werden und letztlich die Qualität unternehmerischer (strategischer) Entscheidungen verbessert werden kann. Dies ist offenkundig i.S. der Eigentümer, da die Qualität der Entscheidungen den Unternehmenserfolg bestimmt. Zudem hilft eine simulationsbasierte Strategiebewertung den Anforderungen an die Sorgfaltspflicht gem. § 93 AktG (mit der Ausstrahlwirkung auch für mittelständische Unternehmen) gerecht zu werden. Dort wird gefordert, dass „unternehmerische Entscheidungen“ auf „angemessenen Informationen“ basieren müssen. Bei Entscheidungen unter Risiko bzw. Unsicherheit sind hier natürlich insb. die Implikationen der Entscheidungen für den zukünftigen Risikoumfang aufzuzeigen und adäquat im Entscheidungskalkül zu berücksichtigen. Genau dies gewährleistet eine risikogerechte Strategiebewertung basierend auf einem Simulationsmodell.¹²⁹

4.3 Grundlagen der Unternehmensbewertung¹³⁰

4.3.1 Grundlagen

Im wertorientierten strategischen Management nutzt man den Unternehmenswert als Zielgröße, Entscheidungskriterium und Performancemaß, das das Ertrag-Risiko-Profil eines Unternehmens (oder Geschäftsbereichs oder Projekts) verdichtet darstellt. Das wertorientierte strategische Management, speziell auch die Strategiebewertung, benötigt also Verfahren für die Bestimmung des Unternehmenswerts. Konkret benötigt man einen sogenannten „Entscheidungswert“, der unter Beachtung der dem Entscheider (Vorstand bzw. Geschäftsführer) zur Verfügung stehenden Informationen, Handlungsmöglichkeiten und Restriktionen (z.B. im Hinblick auf die Finanzierung) berechnet wird.¹³¹

Es gibt verschiedene Verfahren der Unternehmensbewertung als Verfahren der Bestimmung des Werts und damit der Strategiebewertung.¹³² In der Praxis beliebt sind die Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren).

Die DCF-Verfahren in der Bewertungspraxis nutzen oft freie Cashflows (FCF), also die Zahlungsüberschüsse des Unternehmens, die (nach Abzug von Investitionen) Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen und diskontiert werden („Entity-Bewertung“ oder „Brutto-Verfahren“).^{133,134}

¹²⁹ Siehe zu den rechtlichen Grundlagen Graumann (2014); Graumann/Linderhaus/Grundei (2009) und RMA (Gleißner/Kimpel/Kühne/Nickert/Nickert, 2019), sowie Gleißner (2017i).

¹³⁰ In Anlehnung an Gleißner (2017c).

¹³¹ Anzumerken ist, dass andere Wertkonzepte – wie beispielsweise der sogenannte objektivierte Unternehmenswert im Sinne des Bewertungsstandards IDW S1 – hierfür grundsätzlich nicht geeignet sind, weil sie nicht entscheidungsorientiert sind (und nicht z.B. alle relevanten Charakteristika der jeweiligen Situation auswerten dürfen). Solche Verfahren werden typischerweise angewendet, wenn es um die Bestimmung der Höhe der Abfindung von Minderheitsaktionären bei einem sogenannten „squeeze-out“ geht.

¹³² Vgl. Ballwieser (2010).

¹³³ Vgl. Henselmann/Barth (2009).

¹³⁴ Anzumerken ist, dass die WACC-Variante der DCF-Verfahren tendenziell empfohlen wird, wenn der Verschuldungsgrad eines Unternehmens zu Marktwerten konstant bleibt. Bei einer autonomen Finanzierung, also konstantem oder

Seltener angewendet, aber oft vorteilhaft im Vergleich zu den DCF-Verfahren, ist das verwandte Ertragswertverfahren, das direkt die den Eigentümern zustehenden Zahlungsüberschüsse, also mögliche Ausschüttungen (Flow-to-Equity, FtE), als Grundlage der Bewertung nutzt („Equity-Bewertung“ oder „Netto-Verfahren“).¹³⁵ Der Kapitalkostensatz für die Diskontierung der Erträge ist hier der Eigenkapitalkostensatz, d.h. die erwartete Rendite der Eigentümer.

Zur Bestimmung des Werts einer unsicheren Zahlung \tilde{Z}_t zum Zeitpunkt t wird bei allen oben genannten Verfahren diese meist zunächst durch deren Erwartungswert $E(\tilde{Z}_t)$ charakterisiert, also eine Häufigkeits- oder Wahrscheinlichkeitsverteilung möglicher Zukunftsszenarien auf eine Kennzahl verdichtet. Dann wird dieser Erwartungswert mit einem als sicher betrachteten (meist als konstant angenommenen¹³⁶) Kapitalkostensatz k diskontiert:¹³⁷

$$(1) \quad W(\tilde{Z}_t) = \frac{E(\tilde{Z}_t)}{(1+k)^t}$$

Bei dieser so genannten Risikozuschlagsmethode wird der risikolose Zinssatz r_f , um einen Risikozuschlag r_z erhöht, so dass gilt

$$k = r_f + r_z.$$

Dieser Risikozuschlag ist bei einer heute in der Praxis üblichen marktorientierten Bewertung abhängig vom Risikoumfang der Zahlungsreihe und einem „Marktpreis für Risiko“ (und über diesen von der Marktprisoprämie $MRP = r_m^e - r_f$). Letztere ist eine Marktgröße, die von der Risikoaversion der Marktteilnehmer und damit dem Rendite-Risiko-Profil der Alternativinvestitionsmöglichkeiten der Eigentümer (z.B. Aktienportfolio) abhängt. Höhere Risiken, die der Eigentümer zu tragen hat, erfordern also höhere erwartete Renditen, was man durch höhere Kapitalkosten ausdrücken kann.^{138,139}

Kapitalkosten sind als Diskontierungs- oder Kapitalisierungszinssatz¹⁴⁰ für alle zukünftig erwarteten Erträge (oder Cashflows) ein „Werttreiber“, also eine der Determinanten des Unternehmenswerts. Der (sichere) Wert¹⁴¹ in Periode $t = 0$ ($W_0(\tilde{Z})$) ergibt sich als

zumindest sicherem Fremdkapitalbestand, bietet sich dagegen der APV-Ansatz (Adjusted-Present-Value) an. Vgl. Miles/Ezzell (1980); Kruschwitz/Löffler (2005) und – sehr kritisch zum WACC-Ansatz – Hering (2014).

¹³⁵ Zu weiteren Unterschieden, z.B. zur Behandlung der Ausschüttungspolitik etc, siehe Ballwieser/Hachmeister (2016).

¹³⁶ Siehe hinsichtlich der notwendigen Voraussetzungen Schwetzler (2000a und 2000b); Fama (1977) und Mai (2008).

¹³⁷ Vgl. Spremann (2004).

¹³⁸ Was nicht bedeutet, dass dieses Prinzip in der Praxis bestätigt wird (vgl. Walkshäusl, 2013).

¹³⁹ Vgl. Gleißner (2006a, 2006b, 2011 und 2017k).

¹⁴⁰ Nur in einem Einperiodenmodell stimmen erwartete Renditen und Diskontierungszinssätze genau überein – nicht aber in einem Mehrperiodenmodell (Modell von Meitner/Streitferdt, 2014).

¹⁴¹ Vgl. zu Grundlagen der Unternehmensbewertung Ballwieser/Hachmeister (2016); Hering (2014); Peemöller (2019) und Matschke/Brösel (2013).

Summe der mit diesen risikoadäquaten Kapitalkostensätzen k abgezinnten zukünftig erwarteten Zahlungen¹⁴² $E(\tilde{Z})$, die den Eigentümern zufließen („Equity Bewertung“).^{143, 144}

$$(2) \quad W_0(\tilde{Z}) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(\tilde{Z}_t)}{(1+k)^t}$$

Diese Bewertung basierend auf Erträgen oder „Flow-to-Equity“ (FtE) hat den Vorteil¹⁴⁵, dass in dieser Größe implizit auch die Höhe und Konditionen der Fremdfinanzierung sowie die Unternehmenssteuern erfasst sind. Zu beachten – aber in der Gleichung vereinfachend nicht ausgedrückt – ist zudem, dass der Wert nicht kleiner als der Liquidationswert sein kann (Zerschlagungswert), sofern dieser als realistische Option angesehen werden kann.

Meist wird angenommen, dass ab einer für die Zukunft repräsentativen Periode T , in der dann folgenden Fortführungsphase, die Unternehmensstruktur sich nicht mehr ändert und das Unternehmen nur noch mit der konstanten, sicheren Rate w wächst. Unter der Annahme einer „unendlichen Rente“ ergibt sich folgender Wert:^{146,147}

$$(3) \quad W_0(\tilde{Z}) = \sum_{t=1}^T \frac{E(\tilde{Z}_t)}{(1+k)^t} + \frac{E(\tilde{Z}_{T+1})}{(k-w)(1+k)^T}$$

Bei der Unternehmensbewertung, speziell bei der Strategiebewertung, muss T ausreichend groß gewählt werden, um ein repräsentatives Jahr zu erreichen. Dabei ist zu beachten, dass bei $E(\tilde{Z}_{T+1})$ die für die Finanzierung des Wachstums zu thesaurierenden Anteile des Gewinns abzuziehen sind, um in der Fortführungsphase die Eigenkapitalquote konstant zu halten (z.B. Kapitalbindung). Höheres Wachstum erfordert eine höhere Thesaurierung. Die nötige Thesaurierung für Institutionen und Wachstum reduziert den ausschüttbaren Ertrag und freie Cashflows.

Oft wird langfristig vereinfachend von einem Gleichgewichtszustand ausgegangen, bei dem die Eigenkapitalrendite (ROE) in Folge von Wettbewerb gerade den Eigenkapitalkosten k entspricht (Konvergenz bis $ROE = k$), was zu einer starken Vereinfachung der

¹⁴² Zahlungen und Kapitalkosten sind dabei konsistent entweder vor oder nach Steuern (Unternehmenssteuern und ggf. persönliche Steuern der Eigentümer) zu betrachten.

¹⁴³ Hier werden vereinfachend konstante Kapitalkosten angesetzt und von negativen Zahlungen abstrahiert (vgl. Spremann, 2004, S. 253-295). Alternativ kann der Wert als mit dem risikolosen Zins diskontierte Summe der Sicherheitsäquivalente (berechenbar mittels risikoadjustiertem Wahrscheinlichkeitsmaß) bestimmt werden. Siehe vertiefend Kruschwitz/Löffler (2005); Meitner/Streitferdt (2014); Ballwieser (1981); Schwetzler (2000a, 2000b); Gleißner (2011) und Gleißner (2017c, Kapitel 1.4).

¹⁴⁴ Setzt man für die Zahl \tilde{Z} alle Zahlungen an Eigen- und Fremdkapitalgeber (freier Cashflow), nicht nur die an die Eigentümer, muss in Gleichung (2) bei der Bestimmung des Unternehmenswerts noch der Wert des Fremdkapitals (FK) abgezogen werden („Entity Bewertung“). Die Eigentümer finden also (zumindest fiktiv) die Gläubiger ab, um alle Zahlungen des Unternehmens behalten zu können.

Oft wird angenommen, dass ab Periode T weitere Investitionen „kapitalwertneutral“ sind (erwartete Rendite = Kapitalkosten) – damit sind sie nicht wertsteigernd – und die Wachstumsrate w unter der Wachstumsrate der Volkswirtschaft liegt.

¹⁴⁵ Zur Unterscheidung der hier gemeinsam betrachteten FtE-Variante der DCF-Bewertung und dem Ertragswertverfahren (im engen Sinn) siehe Ballwieser/Hachmeister (2016).

¹⁴⁶ Gordon-Shapiro-Wachstumsmodell mit der Gleichung einer „unendlichen Rente“ (vgl. Knoll, 2014).

¹⁴⁷ Hier wird noch die Insolvenzwahrscheinlichkeit p vernachlässigt (vgl. Gleißner, 2017c, Kapitel 6.2.8).

Bewertungsgleichung führt. Zumindest für die „unendliche“ Rente“ der Zeit ab T gilt dann:¹⁴⁸

$$(4) \quad W = \frac{G}{k}$$

Der Wert der unendlichen Rente ist damit dann der Gewinn nach Unternehmenssteuern (G) geteilt durch den risikogerechten Diskontierungszinssatz k vor persönlichen Steuern (Anteilseigner-Steuern).¹⁴⁹

Der bisher übliche Weg zur Bestimmung der Kapitalkosten, speziell der Eigenkapitalkosten, ist die Anwendung des Capital Asset Pricing Modells (CAPM).¹⁵⁰ Das CAPM ist ein konsistentes und logisches Modell, um basierend auf getroffenen Annahmen erwartete Renditen bzw. Kapitalkosten abzuleiten.¹⁵¹ Es ist ein Produkt der neoklassischen Welt vollkommener Kapitalmärkte und unterstellt, dass beispielsweise keine Transaktionskosten existieren und alle Marktteilnehmer vollkommen rational basierend auf ihren Präferenzen und vollkommenen Informationen agieren. Bei der Beurteilung der aufgrund fehlender Transaktionskosten kostenlos handelbaren Vermögenswerte (wie Aktien) orientieren sich die Investoren an deren erwarteter Rendite (μ) und der Standardabweichung dieser Rendite (σ), d.h. es wird ein sogenanntes (μ, σ)-Präferenzfunktional unterstellt. Rationalität und fehlende Transaktionskosten führen dazu, dass in den Marktpreisen (Börsenkurse) alle verfügbaren Informationen perfekt verarbeitet sind. Damit ist der Markt „informationseffizient“¹⁵² und Preise und Werte stimmen grundsätzlich überein. Ausgehend von dem Markowitz-Modell für die Portfoliooptimierung zeigen Sharpe, Lindner und Mossin, dass alle Menschen ihre Portfolios so strukturieren, dass sämtliche prinzipiell diversifizierbare Risiken auch diversifiziert werden. Damit trägt jeder Mensch als Wirtschaftssubjekt nur die prinzipiell nicht diversifizierbaren (systematischen) Risiken, die alle Unternehmen betreffen (z.B. konjunkturbedingte Ertragsschwankungen). Jedes Portfolio kann man als Mischung der risikolosen Anlage und des Marktportfolios, das alle Vermögensgegenstände gewichtet mit den korrekten Preisen enthält,¹⁵³ auffassen. Die systematischen Risiken einer einzelnen Anlage (z.B. der Aktien eines Unternehmens) werden gemessen durch den Beta-Faktor (β), der die erwartete Rendite einer Aktie und damit die Kapitalkosten bestimmt.

Für die (Eigen-)Kapitalkosten ergibt sich im CAPM:

$$(5) \quad k_{EK} = r_f + (r_m^e - r_f) \cdot \beta = r_f + \rho_{i,m} \cdot \sigma_i \cdot \lambda$$

¹⁴⁸ Das folgt aus: $W = \frac{\text{freier Cashflow}}{k - w} = \frac{\text{Gewinn} - \text{Kapital} \cdot w}{k - w}$ für den speziellen Fall $w = 0$.

¹⁴⁹ Die (reale) Wachstumsrate, die Inflationsrate π und auch der persönliche Steuersatz haben keinen Einfluss auf den Unternehmenswert.

¹⁵⁰ Siehe z.B. die Empfehlung im Bewertungsstandard IDW S 1.

¹⁵¹ Das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) ist ein Einperioden-Modell und damit stimmen die erwarteten Renditen und die Kapitalkosten grundsätzlich überein.

¹⁵² Siehe Fama (1977).

¹⁵³ Es gilt Preis = Wert.

In Gleichung (5) ist wieder r_f der risikolose Zins und r_m^e die erwartete Rendite des Marktportfolios (etwa Aktienindex).¹⁵⁴ Unter den getroffenen restriktiven Annahmen ergibt sich die durch diese Gleichung ausgedrückte erwartete Rendite.

Das CAPM ist ein „ex-ante-Modell“ und basiert grundsätzlich auf Erwartungen bezüglich der Zukunft. In der Bewertungspraxis behilft man sich mit der Ableitung des Beta-Faktors aus historischen Aktienrendite-Schwankungen, was zu dem für Bewertung und wertorientierte Unternehmenssteuerung genutzten „Praktiker-CAPM“ führt.^{155,156}

Noch gravierendere Probleme in der Anwendung ergeben sich durch die sehr restriktiven – realitätsfernen – Annahmen, die gemäß empirischer Studien an der Eignung des CAPMs für die Bestimmung risikogerechter Kapitalkostensätze, z.B. zur Strategiebewertung, zweifeln lassen.¹⁵⁷

Es ist zudem festzuhalten, dass die in Praxis angewendete Version des CAPM eben auf der Auswertung historischer Aktienrenditeschwankungen basiert und die originären, zukünftigen Unternehmensrisiken (Ertragsvolatilität) nicht berücksichtigt. Damit ist es speziell für Strategiebewertung und strategisches Management ungeeignet, weil neue Strategien auf die Veränderung des Ertrag-Risiko-Profiles zielen.

Die risikogerechte Anforderung an die Rendite des Eigenkapitals sind die Eigenkapitalkosten, die für das Ertragswertverfahren zu nutzen sind. Viele Unternehmen betrachten im Rahmen der wertorientierten Steuerung aber die Gesamtkapitalkosten, die so genannten „Weighted Average Cost of Capital“ (WACC), mit denen freie Cashflows diskontiert werden (DCF-Verfahren).¹⁵⁸

Die Gesamtkapitalkosten eines Unternehmens oder einer Investition im Volumen (Wert) von CE (= Capital Employed) setzen sich dabei aus den Kosten des für die Finanzierung eingesetzten Fremdkapitals (FK) und den Kosten des Eigenkapitals (EK) zusammen. Die Gesamtkapitalkosten (k_{WACC}) lassen sich in einem vollkommenen Kapitalmarkt nach folgender Gleichung in Abhängigkeit der Marktwerte von Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK) bestimmen, wobei der Steuersatz s die Steuervorteile der Fremdfinanzierung¹⁵⁹ („Tax Shield“) zeigt.¹⁶⁰

$$(6) \quad k_{WACC} = k_{EK} \frac{EK^M}{EK^M + FK^M} + k_{FK} \frac{FK^M}{EK^M + FK^M} (1 - s)$$

¹⁵⁴ Hier ist λ der „Marktpreis des Risikos“: $\lambda = \frac{r_m^e - r_f}{\sigma_m}$, was ausdrückt, wieviel mehr Rendite pro Einheit Risiko erwartet wird.

¹⁵⁵ Schüler (2015a) verweist beim Vergleich von CAPM mit anderen Bewertungsansätzen darauf, dass man für die Ableitung zukünftiger Renditen bereits den Wert – den es erst zu bestimmen gilt – kennen muss, wenn man das CAPM tatsächlich „zukunftsorientiert“ anwenden will.

¹⁵⁶ Siehe z.B. Dörschell/Franken/Schulte (2012).

¹⁵⁷ Vgl. Gleißner (2014a); Dempsey (2013a, 2013b); Rossi (2016) und Fernández (2017).

¹⁵⁸ Vgl. zu weiteren Problemen und Fehlerquellen der Unternehmensbewertung Baecker/Gleißner/Hommel (2007) und Henselmann (2006).

¹⁵⁹ Zinsaufwand ist steuerlich abzugsfähig.

¹⁶⁰ Es besteht aber das „Zirkularitätsproblem“, weil der Marktwert des Eigenkapitalgebers (EK^M), der zu bestimmen ist, in der Gleichung auftaucht, vgl. Hering (2014); auch beim vorteilhafteren Adjusted Present Value Verfahren (APV) bei dem zunächst der Wert des unverschuldeten Unternehmens berechnet wird, zu dem der Tax Shield addiert und das Fremdkapital subtrahiert wird.

Dabei stellt k_{FK} die Fremdkapitalkosten und k_{EK} die Eigenkapitalkosten dar, wobei Letztere oft aus historischen Aktienrenditen mittels CAPM (Gleichung (5)) ermittelt werden.

Bisher wurde gezeigt, wie der Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab im wertorientierten Management berechnet wird, wenn die Risiken im Kapitalkostensatz erfasst werden („Risikozuschlagsmethode“). Das Unternehmensrisiko kann bei der Bewertung außer durch einen Zuschlag beim Kapitalkostensatz auch durch einen Abschlag (RA)¹⁶¹ bei erwarteten zukünftigen Zahlungen berücksichtigt werden.¹⁶² Bei der Sicherheitsäquivalent-Methode werden die zukünftig erwarteten Zahlungen auf Sicherheitsäquivalente transformiert und diese dann mit dem risikolosen Zinssatz diskontiert. Die Sicherheitsäquivalente eines unsicheren Ertrages sind dabei aus Sicht des Investors äquivalent zur unsicheren Zahlung selbst. Durch die Verwendung der Sicherheitsäquivalente (SÄ) wird eine unsichere Zahlung in einen sicheren Betrag überführt („Unsicherheitstransformation“).

Grundsätzlich gilt damit:

$$(7) \quad W(\tilde{Z}_t) = \frac{S\ddot{A}(\tilde{Z}_t)}{(1+r_f)^t} = \frac{E(Z_t) - RA(\tilde{Z}_t)}{(1+r_f)^t} = \frac{E(\tilde{Z}_t)}{(1+r_f + r_z)^t}$$

Es existieren Bewertungsfälle, bei denen ein einheitlicher Kapitalkostensatz, der aus einem risikolosen Zinssatz und einem (konstanten) Risikozuschlag zusammengesetzt ist, nicht angewendet werden darf. Bewertungsfehler treten auf, wenn der Erwartungswert der Zahlungen im Vergleich zu den Risiken (Standardabweichungen) klein oder gar negativ ist.¹⁶³ Im Diskontierungszinssatz soll sich (neben der Zeitpräferenz¹⁶⁴) die Risikoeinstellung der Investoren widerspiegeln. Das Sicherheitsäquivalent einer Zahlung mit negativem Erwartungswert wird kleiner als der Erwartungswert sein, während bei einer Diskontierung mit einer (positiven) Risikoprämie sich (fälschlich) ein diskontierter Wert ergibt, der größer als der Erwartungswert ist.

4.3.2 Probleme durch Kapitalmarktunvollkommenheit

Jedes „moderne“ wertorientierte strategische Unternehmensführungskonzept muss der empirisch vielfach belegten Unvollkommenheit der Kapitalmärkte Rechnung tragen.¹⁶⁵ Kapitalmarktunvollkommenheiten machen es insbesondere nicht möglich, die Kapitalkostensätze durch Modelle zu bestimmen, die Vollkommenheit der Kapitalmärkte voraussetzen (wie speziell das CAPM). Die dem CAPM zugrundeliegenden Annahmen sind durchgängig in der Realität nicht erfüllt. Informationen sind nicht auf alle Marktteilnehmer gleichmäßig verteilt (es gibt Insider-Informationen) und im Gegensatz zu den Annahmen eines vollkommenen Marktes, existieren Rating- und Finanzierungsrestriktionen, die Insolvenzen zur Konsequenz haben können. Entgegen den Annahmen des CAPM sind nicht alle Investoren perfekt diversifiziert (man denke an Unternehmen, die einen Großteil ihres Vermögens im eigenen Unternehmen gebunden haben). Für einen

¹⁶¹ Negative Risikoabschläge sind prinzipiell möglich (bei negativer Korrelation der Zahlung zur Rendite als Marktportfolio).

¹⁶² Vgl. Ballwieser (1981) und Siepe (1998) sowie Gleißner (2017c, Kapitel 1.4).

¹⁶³ Vgl. Spremann (2004). Problematisch ist aber schon, wenn das Sicherheitsäquivalent negativ ist.

¹⁶⁴ Vgl. weiterführend Kruschwitz/Löffler (2007).

¹⁶⁵ Siehe zusammenfassend zu den vorliegenden Studien Gleißner (2014a; 2017e und 2019d).

nicht perfekt diversifizierten Eigentümer wäre die alleinige Berücksichtigung unternehmensübergreifender (systematischer) Risiken für die Bestimmung von Kapitalkosten unzureichend.¹⁶⁶ Seit mindestens 25 Jahren zeigt auch praktisch die gesamte empirische Kapitalmarktforschung, dass die Kapitalmärkte unvollkommen sind und insbesondere eine Ableitung von Kapitalkosten über das CAPM selbst die Aktienrenditen börsennotierten Unternehmen nicht erklären kann.¹⁶⁷ In der empirischen Kapitalmarktforschung werden daher schon lange Alternativen zum CAPM verwendet, wie z.B. das Drei-Faktoren-Modell von Fama und French (1993), das Vier-Faktoren-Modell von Carhart (1997) und das Fünf-Faktoren-Modell von Fama und French (2015). Die empirische Kapitalmarktforschung zeigt zudem, dass Rating und Insolvenzrisiken im CAPM nicht adäquat erfasst sind¹⁶⁸ und gerade Unternehmen mit dem niedrigsten Risiko¹⁶⁹ im Allgemeinen die höchsten Renditen generieren^{170,171} und damit speziell auch das Risikomanagement einen Beitrag zum Unternehmenswert leistet.¹⁷² Viele empirische Forschungsergebnisse, wie z.B. der sogenannte Momentumfaktor¹⁷³, stehen im krassen Widerspruch zur Hypothese vollkommener Kapitalmärkte.

Aufgrund der realitätsfernen Annahmen des CAPM,¹⁷⁴ den Ergebnissen der empirischen Kapitalmarktforschung und dem schlichten Sachverhalt, dass man aus historischen Aktienrendite-Schwankungen nicht auf die bewertungsrelevanten Risiken der zukünftigen Cashflows eines Unternehmens schließen kann, ist es erforderlich, dass Risikoanalyse, Monte-Carlo-Simulation und simulationsbasierte Bewertungsverfahren zum Fundament der wertorientierten Unternehmensführung, speziell zur Ableitung von Kapitalkostensätzen, werden müssen.

Bei einem unvollkommenen Kapitalmarkt sind die Kapitalkosten bzw. Risikoabschlag vom Ertragsrisiko des Unternehmens, z.B. vom „Eigenkapitalbedarf“ (Value at Risk) oder Variationskoeffizienten des Ertrags, abhängig und nicht von historischen Aktienrenditeschwankungen.¹⁷⁵ Ein höherer Bedarf an teurem (risikotragendem) Eigenkapital erhöht dabei z.B. tendenziell die Gesamtkapitalkosten. Dieser Zusammenhang wird in Gleißner (2017c, Kapitel 6.2.5) vertiefend erläutert. Zunächst werden Probleme der Anwendung der oben beschriebenen „kapitalmarktorientierten“ Verfahren zur Bestimmung von Kapitalkosten, wie dem CAPM, erörtert. Die wichtigsten Aspekte werden nachfolgend zusammengefasst. Zunächst werden „klassische“ Unternehmensbewertung und Strategiebewertung vergleichend dargestellt.

¹⁶⁶ Siehe Kerins/Smith/Smith (2004) und Gleißner/Wolfrum (2008a).

¹⁶⁷ Siehe zusammenfassend Rossi (2017); Fernández (2017) und Dempsey (2013a und 2013b).

¹⁶⁸ Siehe Campbell/Hilscher/Szilagyi (2008).

¹⁶⁹ Volatilität und auch Fundamentalrisiko

¹⁷⁰ Siehe dazu Ang et al. (2009); Zhang (2009); Walkshäusl (2012, 2013 und 2017).

¹⁷¹ Überdurchschnittlich hohe Renditen haben hier speziell auch Qualitätsunternehmen, siehe Piotroski (2000); Walkshäusl (2019) und Kyosev et al. (2018).

¹⁷² Siehe speziell McShane/Nair/Rustambekov (2011) für die Bedeutung des Risikomanagements und einer Veränderung des Ertragsrisikos für den Unternehmenswert.

¹⁷³ Siehe Jegadeesh/Titman (1993) und Walkshäusl (2019).

¹⁷⁴ Vgl. Dempsey (2013a und 2013b); Fernández (2017); Gleißner (2014a) und Shleifer (2000).

¹⁷⁵ Bei handelbaren (börsennotierten) Assets (Aktien) ist das bewertungsrelevante Risikomaß ein „lageunabhängiges“, wie der Deviation Value at Risk (DVaR), weil alle negativen Abweichungen vom Erwartungswert der Ergebnisse, der im Wert oder Börsenkurs berücksichtigt ist, wertmindernd sind – nicht erst Verluste.

4.4 Strategie, Planung, Rating, Wert und Risiko: die Zusammenhänge im Überblick

4.4.1 Einleitung: Bedeutung für die Unternehmenssteuerung

Die wertorientierten, strategischen Steuerungssysteme und speziell die Verfahren der Entscheidungsvorbereitung müssen in der Lage sein, Erträge und Risiken gegeneinander abzuwägen und die Implikationen einer Entscheidung für das zukünftige Rating und den Unternehmenswert zu prognostizieren. Nachfolgend werden die Zusammenhänge zwischen Risiko, Rating, Krisenprävention und wertorientierter strategischer Unternehmensführung knapp erläutert.

Grundsätzlich ist bei einer fundierten Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen – Investitionen, Akquisitionen oder Strategiewechsel – eine Planung nötig, die auch die Risiken quantifiziert. Risiken sind gerade die möglichen Ursachen für Planabweichungen, und entscheidungsrelevant ist im Allgemeinen der sogenannte „aggregierte Gesamtrisikoumfang“ – ausgedrückt z.B. im Eigenkapitalbedarf oder im Umfang möglicher Planabweichungen (z.B. des sog. Variationskoeffizienten des Gewinns, der die „üblichen“ prozentualen Schwankungsbreiten angibt). Grundlage für solche Entscheidungen ist eine nachvollziehbare Planung mit Erfolgsrechnung, Bilanz und Cashflow-Prognose. Die Planwerte dürfen weder Zielwerte noch wahrscheinlichste Werte darstellen, wie man sie oft in Planungen findet.¹⁷⁶ Die Planwerte der Erträge müssen „erwartungstreu“ sein, also im Mittel eintreten. Um solche erwartungstreuen Planwerte zu bestimmen, müssen mögliche positive Planabweichungen (Chancen) und mögliche negative Planabweichungen (Gefahren) quantifiziert werden und in die Berechnung der Planwerte einfließen. Diese Anforderung an eine aussagefähige Planung nennen auch die „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung“ (GoP), die zudem eine nachvollziehbare Ableitung der operativen Planung ausgehend von der Strategie, Transparenz über den Umfang möglicher Planabweichungen und das Aufzeigen der Implikationen einer Planung für das zukünftige Rating einfordern.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die im Allgemeinen für den Zweck der Unternehmenssteuerung erstellte „Going Concern“-Unternehmensplanung für den Zweck der Entscheidungsvorbereitung und Strategiebewertung in eine „erwartungstreue Planung“ überführt werden muss.¹⁷⁷ Für die Entscheidungsvorbereitung und die Erstellung von Vorlagen für „unternehmerische Entscheidungen“ des Vorstands ist es entsprechend erforderlich durch eine „Überleitungsrechnung“ die übliche Unternehmensplanung in eine erwartungstreue Planung zu überführen, die dann Erwartungswerte der Cashflows und Erträge ausweist. Diese Überleitung erfordert insbesondere die Berücksichtigung bestehender Chancen und Gefahren (Risiken), inklusive des Insolvenzrisikos (ausgedrückt durch eine Insolvenzwahrscheinlichkeit, siehe Kapitel 4.5.5).

4.4.2 Planungssicherheit, aggregierte Risiken und Finanzierungsstruktur

¹⁷⁶ Behringer/Gleißner (2018).

¹⁷⁷ Siehe zur Unterscheidung Gleißner (2008b) und Rieg (2018). Hier ist anzumerken, dass eine „erwartungstreue Planung“ den Charakter einer „erwartungstreuen“ Prognose hat. Nicht jede Prognose ist aber zugleich ein Plan. Und nicht jede Planung – speziell wenn sie auf ambitionierten Zielwerten basiert – eine Prognose.

Aufgrund der nicht sicher vorhersehbaren Zukunft ist es neben der Orientierung an den langfristigen Zielen (speziell der Eigentümer) das zentrale Charakteristikum einer wertorientierten Unternehmensführung, dass erwartete Erträge und Risiken gegeneinander abgewogen werden. Notwendig ist daher, die mit einer Strategie bzw. Planung einhergehenden Risiken zu identifizieren, zu quantifizieren und zu aggregieren, also den Gesamtrisikoumfang, z.B. ausgedrückt als Eigenkapitalbedarf, anzugeben (vgl. Kapitel 5 zu den Methoden). Wesentliche Risiken identifiziert man z.B. durch systematische Analyse der Planung, indem unsichere Planannahmen aufgedeckt und quantifiziert werden, z.B. durch Angabe von Mindestwert, wahrscheinlichstem Wert und Maximalwert. Entscheidungsrelevant ist der aggregierte Gesamtrisikoumfang, der sich ableiten lässt durch die simulationsbasierte Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien (Risikoaggregation mit Monte-Carlo-Simulation).¹⁷⁸ Auf diese Weise wird die realistische Bandbreite des zukünftigen Cashflows nachvollziehbar und der Umfang von Verlusten abgeleitet, der z.B. mit 99%iger Sicherheit nicht überschritten wird. Ebenso berechnen lässt sich die Wahrscheinlichkeit, Covenants zu verletzen oder den „Investment-Grade“ zu verlieren. Der Umfang risikobedingt möglicher Verluste entspricht gerade dem Eigenkapitalbedarf und zeigt, welche Finanzierungsstruktur (Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital) für das Unternehmen, einen Geschäftsbereich oder eine zu finanzierende Investition (Projektfinanzierung) erforderlich ist. Die Finanzierungsstruktur lässt sich so stringent aus dem Risikoumfang ableiten. Die Finanzierungsstruktur muss nämlich gewährleisten, dass der aggregierte Risikoumfang gerade durch die Risikotragfähigkeit (Eigenkapital und Liquiditätsausstattung) des Unternehmens abgedeckt wird. Welcher Grad an Sicherheit gewünscht wird, im Beispiel 99%, ist abhängig vom Ziel-Rating: 99%, also 1% Insolvenzwahrscheinlichkeit, entsprechen z.B. einem „BB-Rating“. Ein „B-Rating“ entspricht einer Insolvenzwahrscheinlichkeit von ca. 5% und ein „Investment-Grade“ („BBB-Rating“) einer von 0,5% oder weniger.

4.4.3 Risikoadäquater Unternehmenswert: Ertragsrisiko statt Aktienkurschwankungen relevant

Der modellbasiert berechnete Unternehmenswert, der in einem unvollkommenen Kapitalmarkt klar vom aktuellen Börsenkurs zu unterscheiden ist, stellt – wie erläutert – eine Kennzahl (Erfolgsmaßstab) dar, welche die zukünftige Ertragsentwicklung und die mit ihr einhergehenden Risiken verbindet (im Allgemeinen über einen Kapitalkostensatz). Er lässt sich interpretieren als derjenige sichere Geldbetrag, der äquivalent ist zu dem zukünftigen unsicheren Cashflow eines Unternehmens, eines Geschäftsbereichs oder eines Projekts. Er ist die Zielgröße des wertorientierten Managements und damit – wie erwähnt – Maßstab der Strategiebewertung.

Risiken werden in vielen implementierten „wertorientierten Managementsystemen“ (Performancemanagementsysteme) über den Kapitalkostensatz als Mindestanforderung an die erwartete Rendite eines Geschäftsfelds oder einer Investition erfasst (vgl. zur Methodik Gleißner, 2017c, Kapitel 6). Unternehmer, Vorstände und Aufsichtsräte sollten sich jedoch der Tatsache bewusst sein, dass bei den meisten Unternehmen die „wertorientierten Steuerungsansätze“ bisher nur „kapitalmarktorientiert“ sind, was oben erläutert wurde. Dies resultiert daher, dass der „Werttreiber Kapitalkosten“ nur aus historischen Aktienkurschwankungen abgeleitet wird (über den Beta-Faktor des „Capital Asset Pricing Model“, CAPM). Dies stellt jedoch eine problematische Schwäche dar, weil

¹⁷⁸ Vgl. Kapitel 5.

nicht sichergestellt ist, dass bei unternehmerischen Entscheidungen Erträge und Risiken gegeneinander abgewogen werden.

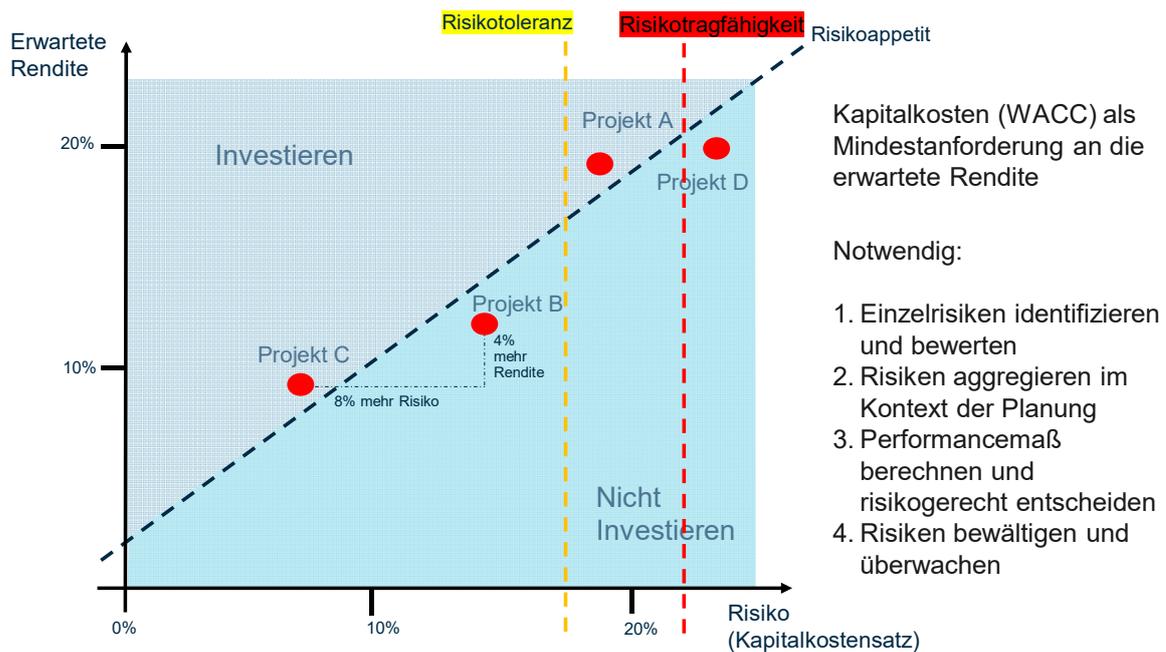
4.4.4 Gläubigersicht: Bestandssicherung, Rating-Prognosen und Krisenprävention

Zur Beachtung des Werts ist es zusätzlich erforderlich, die Konsequenzen einer Entscheidung auch aus der Perspektive der Gläubiger zu beurteilen. Dies ermöglicht eine Rating-Prognose. Bei einer Rating-Prognose wird untersucht, welche Konsequenzen für das zukünftige Rating zu erwarten sind, wenn eine bestimmte (strategische) Handlungsoption durchgeführt wird. Die Rating-Prognose hat Krisenfrühwarnfunktion und dient damit insbesondere der Beurteilung einer potenziellen Bestandsbedrohung (§ 91 Abs. 2 AktG). Da bei einer „planmäßigen“ Entwicklung des Unternehmens im Allgemeinen weder Krisen noch Insolvenzen eintreten, ist es sinnvoll und notwendig, eine Rating-Prognose auch für ein (risikoabhängiges) „Stressszenario“ zu berechnen (also z.B. für den Fall der Durchführung einer geplanten Großinvestition in Verbindung mit einem Umsatzeinbruch von 20%). Dabei werden die sich im Stressszenario ergebenden Finanzkennzahlen berechnet und die Implikationen für das Rating gezeigt. Die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit zeigt den „Grad der Bestandsbedrohung“.¹⁷⁹

4.4.5 Die Zusammenhänge zwischen Risiko, Rating und Wert

Wie aufgezeigt, sind im Rahmen einer fundierten Entscheidungsvorbereitung Risiko, Wert, Rating und deren Wechselwirkungen zu betrachten. Grundlagen einer Entscheidungsvorlage bei Geschäftsführung, Vorstand und Aufsichtsrat müssen eine nachvollziehbare Strategie mit einer daraus ebenso nachvollziehbar abgeleiteten operativen Planung sowie Transparenz über die zugrunde liegenden Annahmen sein. Da die Zukunft systembedingt nicht sicher vorhergesehen werden kann, ist es erforderlich, Chancen und Gefahren (Risiken), die Planabweichungen auslösen können, anzugeben und zu quantifizieren. Die Beurteilung der Planung hat aus der Perspektive der Gläubiger (Rating-Prognose) und der Eigentümer (modellbasiert berechneter Unternehmenswert) zu erfolgen. Rating-Prognosen für ein Plan- und Stressszenario sind der wesentliche Krisenfrühwarnindikator und helfen, eine potenzielle Bestandsgefährdung des Unternehmens (z.B. durch die Verletzung von Covenants oder Refinanzierungsrisiken bei der Rückzahlung einer Anleihe) rechtzeitig einzuschätzen (vgl. Abbildung 23).

¹⁷⁹ Vgl. Gleißner (2017a).



... und unternehmerische Entscheidungen basieren auf der prognostizierten Performance und bestimmen den Risikoumfang eines Objekts, Projekts, Portfolios oder Unternehmens – Performancemaße verbinden erwartete Erträge und Risiken.

Abbildung 23: Abwägen von Ertrag (Rendite) und Risiko bei unternehmerischen Entscheidungen

Die Kerngedanken sollen hier noch einmal zusammen gefasst werden: Das Abwägen erwarteter Erträge und der mit ihnen verbundenen Risiken kann erfolgen durch die Berechnung des (vom Börsenkurs zu unterscheidenden) fundamentalen Unternehmenswerts (Discounted Cashflow oder anderer wertorientierter Performancemaße [z.B. des Economic Value Added]). Entgegen der bisherigen Praxis in vielen Unternehmen ist dabei sicherzustellen, dass der den Unternehmenswert oder Economic Value Added beeinflussende „Werttreiber Kapitalkosten“, also die risikogerechten Mindestanforderungen an die Renditeerwartung, tatsächlich vom „Ertragsrisiko“ (Unsicherheit des Ertrags oder der Cashflows) abhängt. Aus historischen Aktienkursschwankungen (via Beta-Faktor) kann man nicht auf die entscheidungs- und bewertungsrelevanten zukünftigen Risiken schließen.¹⁸⁰ Die Anwendung des CAPM im Kontext wertorientierter Steuerungssysteme ist der möglicherweise schwerwiegendste methodisch-betriebswirtschaftliche Fehler in den heute implementierten Steuerungssystemen, weil eben nicht die Erkenntnisse einer systematischen Analyse der Risiken eines Unternehmens und seiner Strategie, sondern lediglich historische Kapitalmarktdaten im Entscheidungskalkül berücksichtigt werden.

Zu beachten ist schließlich, dass Veränderungen des Risikoumfangs auch zu Veränderungen des (zukünftigen) Ratings (Insolvenzwahrscheinlichkeit) führen und auch das Rating einen „Werttreiber“ darstellt. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit wirkt nämlich wie eine „negative Wachstumsrate“ der Erträge und beeinflusst in erheblichem Umfang den

¹⁸⁰ Vgl. Gleißner (2014a und 2015a).

Wert des Unternehmens.¹⁸¹ Noch immer wird bei Unternehmensbewertung und wertorientierter Steuerung fälschlicherweise ignoriert, dass Unternehmen nicht „ewig“ existieren.¹⁸²

Fazit: Die wesentlichen Entscheidungen in einem Unternehmen wären einfach, könnte man die Zukunft sicher vorhersehen. Chancen und Gefahren (Risiken) führen jedoch dazu, dass Planabweichungen auftreten können und Zukunftsentwicklungen nur in einer „Bandbreite“ prognostiziert werden können. Ihre Wirkungen auf Werte und Rating müssen bei der Vorbereitung einer Entscheidung in der Entscheidungsvorlage transparent aufgezeigt werden (vgl. Kapitel 5 zur Risikoaggregation). Die Methoden dafür werden im nächsten Kapitel näher erläutert.

4.5 Risikogerechte Entscheidungen und Bewertung von Strategien

4.5.1 Strategiebewertung als Entscheidungsvorbereitung

Der Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab hilft das Ertrag-Risiko-Profil eines Unternehmens, Geschäftsbereichs oder Projektes durch eine Kennzahl verdichtet darzustellen. Eine risikogerechte Bewertung ist insbesondere notwendig bei wesentlichen, speziell also strategischen, Entscheidungen. Die grundlegenden Methoden für risikogerechte Entscheidungen und Bewertungen werden in diesem Kapitel erläutert, wobei der Fokus auf die Nutzung von Risikoinformationen bei strategischen Entscheidungen liegt.

Die an sich relativ einfache Idee einer risikogerechten Unternehmensbewertung wird nachfolgend anhand eines einfachen Fallbeispiels erläutert.¹⁸³

Wie oben ausgeführt, ist die Grundlage eine Analyse und gegebenenfalls simulationsbasierte Aggregation der Unternehmensrisiken (Ertragsrisiken).¹⁸⁴ Von einer „**risikogerechten Unternehmensbewertung**“ wird nachfolgend gesprochen, wenn die Risikoadjustierung – im Zähler oder Nenner – unmittelbar unter Auswertung der Erkenntnisse über die Ertragsrisiken des Unternehmens erfolgt. Von einer „**simulationsbasierten Bewertung**“ als Spezialfall spricht man, wenn das bewertungsrelevante Ertragsrisiko (bzw. die Cashflow-Volatilität) mittels Monte-Carlo-Simulation als Verfahren zur Risikoaggregation zukunftsorientiert ermittelt wurde (und nicht etwa aus historischen Ertragschwankungen, wie z.B. in der Studie von Gleißner¹⁸⁵).¹⁸⁶

Das nachfolgende *Beispiel* ist aus didaktischen Gründen recht einfach strukturiert. Bewertet wird zunächst nur die unsichere Zahlung eines Unternehmens im Jahr $T=1$.¹⁸⁷

¹⁸¹ Vgl. Kapitel 4.5.5 sowie Gleißner (2010, 2011 und 2017b).

¹⁸² Vgl. Gleißner (2010 und 2017b).

¹⁸³ In enger Anlehnung an Gleißner (2018b).

¹⁸⁴ Siehe zu den Methoden Gleißner (2001; 2017c; 2017f) sowie für realitätsnahes Anwendungsbeispiel im Bereich „Strategiebewertung“ Gleißner/Ihlau (2017).

¹⁸⁵ Gleißner (2016).

¹⁸⁶ Die Aggregation der Einzelrisiken im Kontext der Unternehmensplanung müssen aufgrund der gesetzlichen Vorgaben aus §91 Absatz 2 Aktiengesetz, mit der in der Gesetzesbegründung genannten Ausstrahlungswirkung auch für mittelständische GmbHs, alle Unternehmen vornehmen, um mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ auch aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken früh erkennen zu können (siehe Gleißner, 2017a). Eine strukturierte Identifikation, quantitative Beschreibung und simulationsbasierte Aggregation der Risiken sollte prinzipiell damit bei jedem Unternehmen als Bewertungsgrundlage verfügbar sein – wenngleich die Praxis zeigt, dass hier noch häufig Umsetzungsdefizite bestehen, siehe z.B. Link/Scheffler/Oehlmann (2018).

¹⁸⁷ Ein Jahr in der Zukunft.

1. Schritt: Plausibilisierung von Planung und Risikoanalyse. Zunächst wird eine Planung erstellt und analysiert, welche Risiken bestehen und welche Bandbreite der Zahlungen damit möglich ist. Im Beispiel ist aus der Risikoanalyse bekannt, dass der Ertrag Z bei mindestens einer Million, im wahrscheinlichsten Fall bei neun Millionen und im günstigsten Fall bei 16 Millionen Euro liegen wird.¹⁸⁸

2. Schritt: Berechnung des Erwartungswerts. Grundlage der Unternehmensbewertung ist zunächst der Erwartungswert der unsicheren Zahlung, der in diesem Fall gerade $(1+9+16)$ geteilt durch 3 = gerundet 9 Millionen Euro beträgt.^{189,190} Wichtig: Ohne Risikoanalyse können nicht einmal Erwartungswerte bestimmt werden. Diese sind aber für die Unternehmensbewertung nötig, weil die Werte einer Unternehmensplanung meist nicht – wie auch im IDW S 1 gefordert – erwartungstreu sind.¹⁹¹

3. Schritt: Risikoadjustierung. Als nächstes muss die Risikoadjustierung des Erwartungswertes erfolgen; bevorzugt durch einen Risikoabschlag, d.h. die Berechnung eines Sicherheitsäquivalents (was keine Nutzenfunktion erfordert).

Die für diese Risikoadjustierung „im Zähler“ verwendeten Risiko-Wert-Modelle, inklusive der Sicherheitsäquivalent-Variante des CAPM,¹⁹² drücken den Risikoumfang der Zahlungen durch ein Risikomaß aus, das ein einfaches Rechnen mit Risiken ermöglicht.¹⁹³ Risiko-Wert-Modelle beschreiben also einen unsicheren Zahlungsstrom durch sein Ertrag-Risiko-Profil ausgedrückt durch (1) Erwartungswerten, (2) Risikomaß¹⁹⁴ als Kennzahl, die den Risikoumfang einer Wahrscheinlichkeits- und Häufigkeitsverteilung auf eine reelle Kennzahl abbildet. Dieses Vorgehen erlaubt eine risikogerechte Bewertung ohne Kenntnis der Nutzenfunktion.¹⁹⁵

In Anlehnung an den Markowitz-Ansatz und das CAPM wird nachfolgend die Standardabweichung der Erträge als Risikomaß verwendet. Bewertungsgleichungen lassen sich allerdings auch für andere Risikomaße, wie den Value at Risk (VaR) ableiten, der den Umfang möglicher Verluste ausdrückt, die z.B. mit 99%iger Sicherheit nicht überschritten werden (was man als „Eigenkapitalbedarf“ interpretieren kann).¹⁹⁶

¹⁸⁸ Selbst wenn diese Ergebnisse nur subjektive Einschätzungen und damit – genauso wenig wie übrigens die Unternehmensplanung selbst – nicht objektiv sind, sind diese genauso zu nutzen wie objektive Risiken, siehe die Erläuterung bei Sinn (1980). Es ist anzumerken, dass es auch wenig sinnvoll ist von Risiken einen höheren Grad an Objektivierung zu fordern als von der Unternehmensplanung selbst. Chancen und Gefahren (Risiken) ergeben sich nämlich unmittelbar aus der Planung und sind nichts anderes als die mögliche Planabweichung (jede unsichere Planungsannahme stellt implizit ein Risiko dar).

¹⁸⁹ Siehe zu den Grundlagen der Dreiecksverteilung Gleißner (2017c), S. 174ff.

¹⁹⁰ Zum gleichen Erwartungswert wäre man übrigens auch gekommen, wenn lediglich drei repräsentative Szenarien ohne Informationen über deren Eintrittswahrscheinlichkeit vorgelegen hätte, da in diesem Fall eine Gleichverteilung – „Prinzip des unzureichenden Grunds“ – anzusetzen gewesen wäre.

¹⁹¹ Vgl. die Studie von Behringer/Gleißner (2018).

¹⁹² Siehe zu den axiomatischen Grundlagen Dorfleitner/Gleißner (2018).

¹⁹³ Zu den Risikomaßen siehe z.B. Gleißner (2017c), S. 204ff; Albrecht/Maurer (2005), und Brandtner (2012).

¹⁹⁴ Von den Risikomaßen muss man im Allgemeinen fordern, dass sie bestimmte Eigenschaften erfüllen, nämlich Homogenität (und Positionsinvarianz oder Translationsinvarianz), siehe Dorfleitner/Gleißner (2018).

¹⁹⁵ Zu den Ansätzen einer nutzenorientierten Bewertung, die aufgrund der fehlenden Kenntnis einer Nutzenfunktion in Praxis kaum nutzbar ist, siehe z.B. Bamberg/Dorfleitner/Krapp (2006); Schosser/Grottko (2013) sowie Kürsten (2002).

¹⁹⁶ Siehe und Dorfleitner/Gleißner (2018) und zum darauf aufbauenden „Risikodeckungsansatz“, der Rating- und Finanzierungsrestriktionen berücksichtigt, Gleißner (2011 und 2017c, S. 374ff).

Nimmt man weiterhin die Dreiecksverteilung an, ergibt sich eine Standardabweichung der Erträge von $R(Z) = \sigma(Z) = 3,08$.¹⁹⁷ Eine risikogerechte Bewertung ist nun einfach und entspricht in ihrem Vorgehen übrigens praktisch der Intuition, weil der Erwartungswert um einen „Risikoabschlag“ reduziert wird.¹⁹⁸ Im Beispiel gilt für ein typisches $\lambda = 0,25$ ¹⁹⁹ und Basiszinssatz $r_f = 3\%$:

$$(8) \quad W(Z) = \frac{E(Z) - \lambda \cdot R(Z)}{1 + r_f} = 8,00$$

Zunächst wird durch den Ansatz des Risikoabschlags ein Sicherheitsäquivalent berechnet („Zähler“), das mit dem Zinssatz der risikolosen Alternativinvestitionsmöglichkeit (Basiszinssatz r_f)²⁰⁰ diskontiert wird. Die Größe λ ergibt sich dabei aus dem Rendite-Risiko-Profil der Alternativenanlagen, die dem Bewertungsobjekt als Alternative zum Investment in das Bewertungsobjekt Unternehmen auch zur Verfügung steht.²⁰¹ Sie drückt aus, welche zusätzliche Rendite (Ertrag pro Einheit zusätzliches Risiko) bei einer Alternativanlage (am Kapitalmarkt) zu erwarten wäre. Es ist das Verhältnis von Marktrisikoprämie ($r_m^e - r_f$) zur Standardabweichung der Rendite des Aktienmarkts.

4. Schritt: Abzinsung auf die Gegenwart. Der Wert $W(Z)$ ist einfach das Sicherheitsäquivalent der Zahlung abgezinst mit dem risikolosen Basiszinssatz ($1 + r_f$), was in (1.) schon berücksichtigt wurde. Lägen die Zahlungen in Periode t , wäre $(1+r_f)^t$ zu verwenden.

Es ist zu beachten, dass das Risiko der Erträge – die bewertungsrelevante Unsicherheit²⁰² – im Beispiel konsistent abgebildet wurde auf (1) Erwartungswert und (2) Risikoabschlag und damit konsistent im Unternehmenswert erfasst wurde. Wie oben erwähnt, beeinflussen asymmetrische Risiken auch den Erwartungswert der Zahlung und führen zu Abweichungen von der Managementplanung, die oft primär der Unternehmenssteuerung dienen, zum bewertungsrelevanten Erwartungswert.²⁰³ Die Berechnung eines Risikoabschlags hat hierbei auch den Vorteil, dass man diese auch problemlos bei negativem Erwartungswert²⁰⁴ der Zahlungen anwenden kann: Negative Erwartungswerte werden kleiner (bei der Diskontierung negativer Erwartungswerte werden diese aber größer!).²⁰⁵

$$\begin{aligned} \sigma_{\text{Gewinn}}^{197} &= \sqrt{\frac{(a-c)^2 + (a-b)^2 + (b-c)^2}{36}} \\ \sigma_{\text{Gewinn}}^{197} &= \sqrt{\frac{(1-10)^2 + (1-16)^2 + (16-10)^2}{36}} = \sqrt{\frac{81+225+36}{36}} = 3,08 \end{aligned}$$

Quelle: Gleißner (2013) S. 85.

¹⁹⁸ Das Ergebnis ist ein Sicherheitsäquivalent, dessen Berechnung allerdings nicht die Kenntnis einer Nutzenfunktion voraussetzt, sondern nur Wissen über das Rendite-Risiko-Profil der Alternativinvestitionsmöglichkeiten, was nachfolgend erläutert wird.

¹⁹⁹ λ ist das Verhältnis von Marktrisikoprämie zur Standardabweichung der Marktrendite und vom Zeitpunkt abhängig (zur Herleitung λ_t siehe Dorfleitner/Gleißner (2018 und 2017c, S. 548).

²⁰⁰ Z.B. operationalisiert als Rendite deutscher Staatsanleihen.

²⁰¹ Zur Herleitung siehe Gleißner/Wolfrum (2008a); Gleißner (2011) und Dorfleitner/Gleißner (2018) S. 1–27.

²⁰² Siehe dazu Ballwieser (1981 und 2008).

²⁰³ Siehe dazu die aktuelle Studie von Behringer/Gleißner (2018).

²⁰⁴ Bzw. schon bei negativem Sicherheitsäquivalent.

²⁰⁵ Siehe zur Erläuterung dieses Problems z.B. Spremann (2004), und Friedrich (2015).

Will man statt eines Risikoabschlags aber „traditionellerweise“ eine Risikobereinigung „im Nenner“ vornehmen, kann man leicht auch den korrekten risikogerechten Diskontierungszinssatz ableiten²⁰⁶, wobei nun schon der Risikodiversifikationsfaktor erfasst ist, der später²⁰⁷ noch genauer erläutert wird (bisher $d = 1$):

$$(9) \quad k = r_f + r_z = \frac{1+r_f}{1-\lambda \cdot \frac{\sigma(Z)}{E(Z)} \cdot d} - 1 = \frac{1+3\%}{1+0,25 \cdot \frac{3,08}{9} - 1} - 1 = 12,5\% .$$

Man kann dies leicht nachrechnen und plausibilisieren: Der Bewerter errechnet einen Wert W von 8,00 (in (1)), als Grenzpreis für eine erwartete Zahlung $E(Z) = 9$; d.h., seine risikoadäquate Renditeforderung ist $k = E(Z) / W(Z) - 1 = 9/8 - 1 = 12,5\%$. Dieser Kapitalkostensatz ist unmittelbar das Ergebnis von Risikoanalyse (und gegebenenfalls Risikoaggregation). So ist auch bei dieser Vorgehensweise die Konsistenz zwischen „Zähler“ und „Nenner“ gewährleistet.

Man erkennt zudem, dass es bei Kenntnis der Risiken über die Zahlungen – und diese sind Grundlage der Bewertung – keinerlei Bedarf für ein eigenständiges Modell zur Schätzung des Diskontierungszinssatzes gibt (speziell also braucht man nicht die übliche Rendite-Gleichung des CAPM und keinen Beta-Faktor aus Aktienrenditeschwankungen und damit auch keine Peer Group²⁰⁸). Wenn man möchte, kann man den so bestimmten Diskontierungszinssatz natürlich auch weiterführend nutzen; z.B. unter den bekannten (restriktiven) Annahmen des Rentenmodells für die Bestimmung einer unsicheren Zahlungsreihe. Im Beispiel also:²⁰⁹

$$(10) \quad W^* = \frac{E(Z)}{k} = \frac{9}{12,5\%} = 72$$

Bisher wurde nicht ausdrücklich zwischen systematischen und unsystematischen Risiken unterschieden.²¹⁰ Alle Risiken werden als bewertungsrelevant angesehen. Eine Erweiterung des Ansatzes ist aber leicht möglich, sofern man – was in vielen Bewertungsfällen²¹¹ aber kritisch betrachten muss – in Anlehnung an das CAPM von perfekt diversifizierten Investoren ausgehen möchte. Grundsätzlich kann man mit dem Risikodiversifikationsfaktor d den bewertungsrelevanten Anteil der Risiken angeben, weil diese nicht durch Risikodiversifikation auf Ebene der Eigentümer (in deren Portfolio) ausgeglichen werden.²¹² Für den oft nicht diversifizierten mittelständischen Unternehmer, der sein ganzes Vermögen im eigenen Unternehmen hat, ist $d = 1$ (wie bisher im Beispiel).²¹³

²⁰⁶ Vgl. Gleißner (2011).

²⁰⁷ Vgl. 4.5.

²⁰⁸ Zu den Problemen siehe Knoll (2008), S. 13–14.

²⁰⁹ Ohne Insolvenzrisiko (vgl. Gleißner, 2017b): die Insolvenzwahrscheinlichkeit wirkt analog wie eine negative Wachstumsrate.

²¹⁰ Siehe dazu Gleißner (2017k).

²¹¹ Z.B. bei nicht diversifizierten mittelständischen Unternehmern.

²¹² Vgl. zur Herleitung Gleißner/Wolfrum (2008a); Gleißner (2011) und Gleißner (2017c), S. 401-404. Eine axiomatisch fundierte, umfassende Ableitung findet man bei Dorfleitner/Gleißner (2018).

²¹³ Vgl. z.B. Kerins/Smith/Smith (2004).

4.5.2 Herleitung risikogerechter Kapitalkosten²¹⁴

Die zentrale unternehmerische Aufgabe ist ein fundiertes Abwägen von erwarteten Erträgen und Risiken bei wichtigen Entscheidungen („Bewertung“ im wertorientierten Management, vgl. Sinn, 1980, zu den Grundlagen). Für die Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen ist eine fundierte Strategie, eine darauf aufbauende operative Planung und eine Analyse von Chancen und Gefahren (Risiken) notwendig. Mit den quantifizierten und aggregierten Risiken kann man leicht rechnen, wenn der Gesamtrisikoumfang durch ein Risikomaß ausgedrückt wird. Notwendig ist dabei, dass Risikoanalysen bei der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen vorgenommen werden, um zu zeigen, wie sich der Risikoumfang des Unternehmens bei der Entscheidung für eine Handlungsoption verändern würde („was-wäre-wenn-Analyse“).

Die Brücke vom aggregierten Gesamtrisikoumfang, z. B. ausgedrückt durch die Standardabweichung des Ertrags, zum Unternehmenswert als Performancemaß, sind die Kapitalkosten (oder Sicherheitsäquivalente). Im Gegensatz zur traditionellen „kapitalmarktorientierten“ Bewertung können die Kapitalkosten bei einer Bandbreitenplanung unmittelbar aus dem Ertragsrisiko abgeleitet werden und nicht etwa aus historischen Aktienrendite-Schwankungen (wie üblicherweise beim Beta-Faktor des CAPM; vgl. Gleißner, 2011 und 2014a). Ein solcher, oft vereinfachend als konstant angenommener Diskontierungszinssatz kann speziell z. B. aus der Standardabweichung des Ertrags σ_{Ertrag} als Risikomaß abgeleitet werden.

Ausgehend vom risikolosen Zinssatz r_f ergibt sich mit dem Erwartungswert des Ertrags E^e folgende Gleichung für den risikogerechten Kapitalisierungssatz (Eigenkapitalkostensatz, vgl. zur Herleitung über Risiko-Wert-Modelle „unvollständige Replikation“ Gleißner, 2011)²¹⁵:

$$(11) \quad k = \frac{1 + r_f}{1 - \lambda \cdot \frac{\sigma_{Ertrag}}{E^e} \cdot d} - 1 = \frac{1 + r_f}{1 - \lambda \cdot V \cdot d} - 1$$

Das Verhältnis von Ertragsrisiko σ_{Ertrag} zum erwarteten Ertrag E^e , die beide von Chancen und Gefahren abhängig sind, ist der Variationskoeffizient V . Die Größe λ zeigt die Überrendite pro Einheit Risiko (Sharpe Ratio).

$$(12) \quad \lambda = \frac{\text{Marktrisikoprämie}}{\sigma_{r_m}} = \frac{r_m^e - r_f}{\sigma_{r_m}}$$

Sie ist abhängig von der erwarteten Rendite des Marktindex r_m^e , deren Standardabweichung σ_{r_m} und dem risikolosen Basiszins r_f und drückt das Ertrag-Risiko-Profil der Alternativinvestments aus: bewerten heißt vergleichen. Da die Eigentümer nicht unbedingt alle Risiken des Unternehmens σ_{Ertrag} tragen, ist zudem der Risikodiversifikationsfaktor (d) zu berücksichtigen. Er zeigt den Anteil der Risiken, den in Gleichung (11) der Eigentümer zu tragen hat. Der Risikodiversifikationsgrad d ist in einem realen unvollkommenen Markt abhängig von den Möglichkeiten des Bewertungsobjekts auf Ebene seines Portfolios, Risikodiversifikationseffekte zu erreichen. Man kann eine Schätzung des Risikodiversifikationsgrads d über die Korrelation der (trendbereinigten) Erträge (bzw. des Ertragswachstums) des Unternehmens zum Ertrag aller Unternehmen des Marktindex

²¹⁴ In enger Anlehnung an Gleißner (2017f), S. 10-11.

²¹⁵ Weiterführend: Dorfleitner/Gleißner (2018).

ableiten. Aus der simulationsbasierten Risikoaggregation folgt implizit der Risikodiversifikationsfaktor d , wenn man exogene Risikofaktoren zur Erfassung des systematisch, unternehmensübergreifenden Risikos eigenständig betrachtet („Risikofaktormodell“; vgl. Gleißner, 2017c). Unter den speziellen Annahmen des CAPM ergibt sich d als Korrelation zur Rendite des Marktportfolios. Im Ergebnis führt die Risikoanalyse und Risikoaggregation damit zu Kapitalkosten, die die risikogerechte Anforderung an die Rendite eines Projekts, eines Geschäftsbereiches oder Unternehmens, ausdrückt (z. B. für die Berechnung eines Discounted Cashflows DCF oder Economic Value Added, EVA).

Es ist zu erwähnen, dass mit Formel (10) Eigen- oder Gesamtkapitalkosten erfasst werden können. Verwendet man Ertrag (bzw. F+E), erhöht man Eigenkapitalkosten; verwendet man dagegen den freien Cashflow, ergeben sich Gesamtkapitalkosten (WACC).

Exkurs: Das CAPM als Spezialfall

Will man bzgl. der Vorstellung perfekt diversifizierter Investoren dem CAPM treu bleiben – und akzeptiert die zugrundeliegenden Annahmen – kann man auch die Erkenntnisse einer Risikoanalyse für die Herleitung eines risikoadäquaten Diskontierungszinssatzes (also eine risikogerechte Bewertung) nutzen. Es gilt ausgehend von der Sicherheitsäquivalent-Methode des CAPM der daraus ableitbare Kapitalkostensatz.²¹⁶

$$(13) \quad W_0(Z) = \frac{E(Z) - \frac{E(r) - r_f}{\sigma^2(r_M)} \cdot \text{cov}(Z, r_M)}{1 + r_f} = \frac{E(\tilde{Z}) - \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma(r_M)} \cdot \sigma(Z) \cdot \rho}{1 + r_f} \quad \text{mit}$$

$$\lambda = \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma(r_M)}$$

als „Marktpreis des Risikos“ („Sharpe Ratio“) und ρ der Korrelation von Z zum Marktportfolio (r_M) (ρ ist implizit im Beta-Faktor als CAPM enthalten).²¹⁷

Der Kapitalkostensatz ist nun ähnlich (2) mit $d = \rho$ ²¹⁸:

$$(14) \quad k = \frac{1 + r_f}{1 - \lambda \cdot \frac{\sigma(Z)}{E(Z)} \cdot \rho} - 1$$

Selbst der „CAPM-Bewerter“ kann und sollte eine Risikoanalyse des Unternehmens zur Grundlage der Unternehmensbewertung machen!

4.5.3 Ertragsrisiko und Kapitalkosten ausgewählter Unternehmen

²¹⁶ Siehe zur Sicherheitsäquivalent-Methode des CAPM Robichek/Myers (1966); Rubinstein (1973), und die Herleitung der Gleichungen mit der Methode der unvollkommenen Replikation bei Spremann (2004); Gleißner (2015c) sowie Dorfleitner/Gleißner (2018).

²¹⁷ Siehe Lobe (2006).

²¹⁸ ρ ist im Mittel ca. 0,5.

Tabelle 2 zeigt beispielhaft die Variationskoeffizienten der Erträge (Gewinne) der deutschen DAX-Unternehmen und die sich daraus ergebenden Kapitalkosten (als Anforderung an eine risikogerechte Rendite).²¹⁹

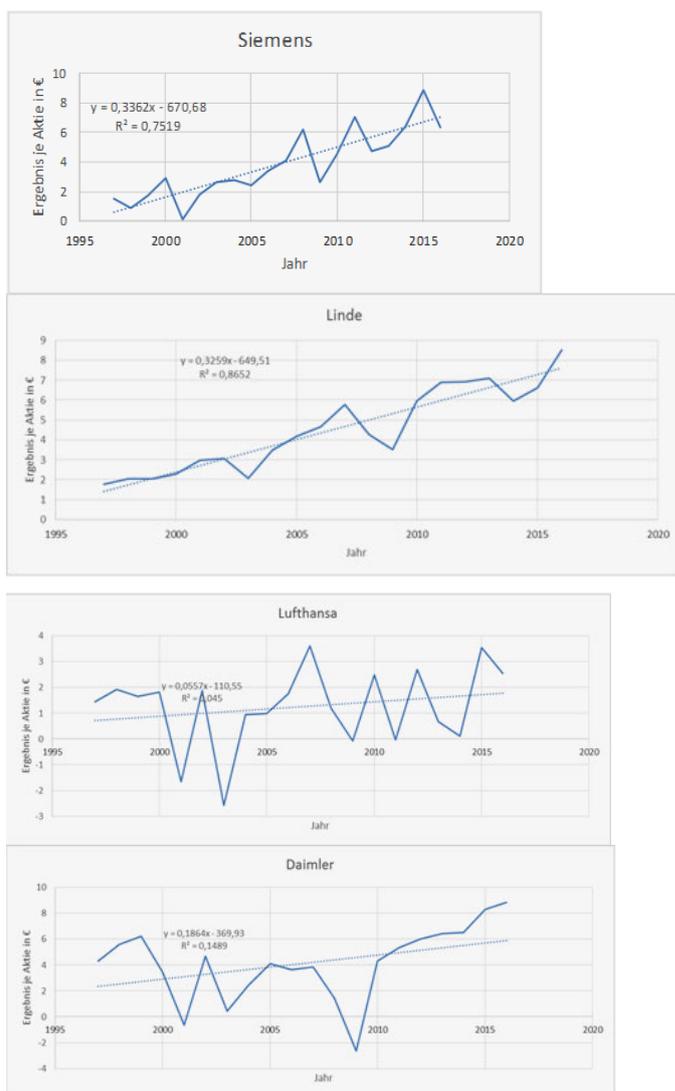


Abbildung 24: Ertragsrisiken ausgewählter DAX-Unternehmen (Beispiele)

Unternehmen	CAPM-Kapitalkosten in %	Variationskoeffizient der Gewinne	Kapitalkosten aus Variationskoeffizient in %
Fresenius Medical Care	7,0	0,13	4,7
Henkel	6,8	0,14	4,8
Linde	7,2	0,14	4,8
Fresenius	7,0	0,17	5,2
Adidas	6,7	0,17	5,3

²¹⁹ Siehe Gleißner (2016).

SAP	6,8	0,17	5,3
Siemens	7,1	0,19	5,5
Beiersdorf	6,9	0,20	5,6
BMW	8,1	0,24	6,2
Deutsche Börse	6,7	0,25	6,3
BASF	7,9	0,26	6,5
Bayer	8,3	0,29	6,9
Münchener Rück	5,9	0,29	6,9
ProSiebenSat.1	6,9	0,30	7,0
Daimler	8,3	0,39	8,3
Merck	7,3	0,39	8,3
Continental	7,8	0,41	8,6
Allianz	7,1	0,45	9,1
Deutsche Post	7,0	0,45	9,1
K+S	6,9	0,64	11,9
Lufthansa	6,0	0,66	12,2

Tabelle 2: Variationskoeffizient und Kapitalkosten der DAX- und MDAX-Unternehmen²²⁰

Man erkennt: wie erwartet, haben Unternehmen mit stabilen („robusten“) Geschäftsmodellen niedrige Ertragsrisiken, was niedrige Kapitalkosten impliziert und c.p. ein hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).²²¹

4.5.4 Risikogerechte Bewertung mit dem Risikodeckungsansatz²²²

4.5.4.1 Grundlagen

Wie auch bei den traditionellen Verfahren einer „kapitalmarktorientierten“ Bewertung (z.B. mit dem CAPM) basieren die bisher erläuterten semi-investitionstheoretischen Bewertungsverfahren auf einem Risikoverständnis, dessen Risikomaße den Umfang möglicher Abweichungen vom Erwartungswert der Zahlungen ausdrückt (sogenannte lage-unabhängige Risikomaße, wie z.B. die Standardabweichung).²²³ Bei prinzipiell „handelbaren“ (z.B. börsennotierten) Beteiligungen wird die Standardabweichung (oder der

²²⁰ Die Daten basieren auf der Studie in Gleißner (2016). Die Kapitalkosten werden berechnet ohne Berücksichtigung des individuellen Risikodiversifikationsfaktors d , weil empirische Studien eher den Gesamtrisikoumfang und nicht den Anteil der systematischen Risiken (Beta/ β), die die Eigenkapitalkosten beeinflussen, berechnen, siehe Cao et al. (2015).

Als einfacher Schätzer für den Risikodiversifikationsfaktors d gilt die Korrelation der Gewinne des Unternehmens zur Summe der Gewinne aller Unternehmen (auf die Probleme des Korrelationskoeffizienten bei nicht stationären Zeitreihen sei ergänzend verwiesen).

²²¹ $KGV \approx \frac{1}{k_{EK}}$ (ohne Wachstumsprämie).

²²² In enger Anlehnung an Gleißner (2017c), S. 374-378.

²²³ Siehe Gleißner (2017k).

DVaR_p bzw. relativer VaR) als Risikomaß (Maß für Planabweichungen) verwendet, weil jede Abweichung vom Erwartungswert der Cashflows oder Erträge eine Wertreduzierung des Eigenkapitals auslöst (und nicht erst Verluste). Man spricht von einer „output-orientierten“ Bewertung, bei der nur das unsichere Resultat der Zukunft – und nicht die Ausgangssituation – in die Bewertung einfließt.

Nachfolgend wird ergänzend eine sogenannte „input-orientierte“ Bewertung vorgestellt, die Rating- und Finanzierungsrestriktionen berücksichtigt²²⁴ und das Risiko als „möglichen Verlust“ (bezogen auf das Anfangsvermögen) auffasst (z.B. durch den VaR gemessen).²²⁵ Dieses Bewertungskonzept wird Risikodeckungsansatz. Der nachfolgend erläuterte „Risikodeckungsansatz“ der Bewertung ist also eine Bewertungsmethode, der bei besonders schwerwiegenden „Unvollkommenheiten“ Anwendung findet. Der Risikodeckungsansatz wird speziell angewendet, wenn das Bewertungsobjekt kaum handelbar (verkäuflich) ist. Risiko wird als möglicher Verlust verstanden. Die Methode verdeutlicht die Bedeutung der Risikoanalyse und die Verbindung von Bewertung und risikogerechter Finanzierung in einem unvollkommenen Kapitalmarkt genannt.^{226,227}

4.5.4.2 Risikodeckungsansatz und Kapitalkosten

Die Bewertung mit dem Risikodeckungsansatz basiert in der Regel auf den Gesamtkapitalkosten (k_{WACC}), die hier als mittlere Renditeanforderung der Eigen- und Fremdkapitalgeber aufgefasst werden (als Finanzierungskosten).

Wird der Eigenkapitalbedarf über das Risikomaß des Value at Risk (VaR_p)²²⁸ operationalisiert, drückt er aus, welche Verluste mit z.B. 99 %iger Sicherheit in einer Planperiode nicht überschritten werden. Ein Vergleich von Eigenkapital und Eigenkapitalbedarf zeigt den Grad an Bestandsbedrohung²²⁹, und es ist möglich unmittelbar eine dem Risikoumfang entsprechende Insolvenzwahrscheinlichkeit (p , Rating) abzuleiten.²³⁰

Die Restriktionen seitens der Gläubiger bezüglich der maximal akzeptierten Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) führen nun dazu, dass ein spezieller VaR_p, d.h. ein spezielles Risikomaß – zu betrachten ist. Der Value at Risk (VaR_p) drückt den Eigenkapitalbedarf aus, also den Umfang von möglichen Verlusten, die mit Wahrscheinlichkeit p nicht überschritten werden und durch Eigenkapital abzudecken sind. Zur Berechnung des Gesamtkapitalkostensatzes (k_{WACC}) in Abhängigkeit des Eigenkapitalbedarfs als Risikomaß wird nun z.B. die folgende Gleichung herangezogen²³¹, die Eigen- und Fremdkapitalkosten gewichtet:

²²⁴ Rating- und Finanzierungsrestriktionen sowie die Möglichkeit einer Insolvenz stellen wichtige Kapitalmarktunvollkommenheiten dar, die im Rahmen der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden können.

²²⁵ Oder „finanzierungstheoretische“ Bewertung (vgl. Hering, 2014).

²²⁶ Gleißner (2005 und 2006b).

²²⁷ Bei diesem Bewertungsansatz, der speziell für nicht handelbare Assets konzipiert ist, stehen risikogerechte Finanzierungsstrukturen und Finanzierungskosten im Mittelpunkt der Betrachtung.

²²⁸ VaR_p ist das Quantil Q_{α} mit $\alpha = 1 - p$.

²²⁹ Hier werden vereinfachend Ertrags- und Liquiditätsrisiken nicht unterschieden.

²³⁰ Vgl. Gleißner (2005), S. 217.

²³¹ Mit s als Steuersatz, siehe Gleißner (2005).

(15)

$$k_{WACC}^{Risikoadjustiert} = k_{EK,p} \frac{\text{Eigenkapitalbedarf}_p}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK,p} \frac{\text{Gesamtkapital} - \text{Eigenkapitalbedarf}_p}{\text{Gesamtkapital}} (1-s)$$

Man kann diese Kapitalkosten also als mittlere, risikogerechte Finanzierungskosten auffassen. Die Gewichtung erfolgt nicht zu Marktwerten, sondern unter Beachtung des zur Risikodeckung nötigen Eigenkapitals. Anders als bei Ableitung von Kapitalkosten in der „output-orientierten“ Bewertung in Kapitel 6.2.5 werden hier Gesamtkapitalkosten aus den Komponenten Eigen- und Fremdkapitalkosten zusammengesetzt.^{232,233}

Ein zunehmendes (aggregiertes) Risiko mit einem höheren Bedarf an „teurem“ Eigenkapital zur Abdeckung möglicher Verluste führt hier zu steigenden Gesamtkapitalkostenätzen k_{WACC} , weil $k_{EK} > k_{FK}$. Der Eigenkapitalbedarf (EKB) als Risikomaß $R(\bar{Z})$ und die Eigenkapitalkosten sind abhängig von der durch die Fremdkapitalgeber maximal akzeptierten Insolvenzwahrscheinlichkeiten (p).²³⁴ Finanzierungsstruktur und Kapitalkosten werden so konsistent und gemeinsam ermittelt und sind beide abhängig von (1) aggregiertem Risikoumfang und (2) Ziel-Rating (also der akzeptierten Insolvenzwahrscheinlichkeit p).

Im einfachsten Fall (d.h. bei Verzicht auf Risikoaggregation und Simulationsverfahren) kann für ein realistisches „Worst-Case-Szenario“ ermittelt werden, wie hoch hier die risikobedingten Verluste sind, die mit einer vorgegebenen, vom Zielrating abhängigen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten werden. Die möglichen Verluste entsprechen dem Eigenkapitalbedarf (vgl. Kapitel 4.5.2 mit einem Fallbeispiel).

Fallbeispiel: Bei einer (einperiodigen) Investition im Volumen von 10 Mio. €, die maximal 3 Mio. € Verlust zur Folge haben und damit zu (ca.) 7 Mio. € durch Fremdkapital finanziert werden kann,²³⁵ ergeben sich mit Gleichung (15) (bei 10 % Eigenkapitalkosten, 4 % Fremdkapitalkosten und Vernachlässigung der expliziten Darstellung von Steuern)²³⁶ folgende Gesamtkapitalkosten als Mindestanforderung an die erwartete Rendite:

$$(16) \quad k_{WACC}^{Risikoadjustiert} = 10\% \cdot \frac{3\text{Mio.}}{10\text{Mio.}} + 5\% \cdot \frac{10\text{Mio.} - 3\text{Mio.}}{10\text{Mio.}} = 6,5\%$$

²³² Mit der Methode in Kapitel 6.2.5 werden die risikogerechte Finanzierungsstruktur und Ratingrestriktionen ignoriert und die Gesamtkapitalkosten sind damit direkt aus dem Variationskoeffizienten der freien Cashflows (oder Total Cashflows) ableitbar.

²³³ Möglich ist auch die direkte, „nicht-komponentenweise“ Herleitung von Gesamtkapitalkosten im Risikodeckungsansatz. Als Grundlage ist dann der Variationskoeffizient einer Ergebnisgröße zu betrachten, die die gesamten finanziellen Überschüsse erfasst, die Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber zustehen. Je nach Umgang mit Steuern könnten dies der freie Cashflow oder der Total Cashflow sein. Die Bewertungsgleichung (in der Risikoabschlag-Variante) kann konsistent zum output-orientierten Ansatz mit der Methode der unvollkommenen Replikation hergeleitet werden. Aufgrund des oben erläuterten Risikoverständnisses – Umfang möglicher Verluste – ist das Risikomaß typischerweise Value at Risk bzw. Conditional Value at Risk (Expected Shortfall). Es erfasst den Umfang möglicher Verluste gegenüber dem Ausgangszustand (Startinvestment I_0), d.h., betrachtet wird das Risikomaß $R(\bar{Z} - I_0 \cdot (1 + k_{FK}))$, das meist so festgelegt wird, dass keine negativen Werte auftreten dürfen.

²³⁴ Vgl. Gleißner (2006b).

²³⁵ Genauer: $FK^{\max} = \frac{\text{Mindestrückzahlung (zum Konfidenzniveau } p)}{1 + k_{FK}^0}$

²³⁶ Man kann die Kapitalkosten auch als Nach-Steuer-Größe interpretieren und so den Steuervorteil der Fremdfinanzierung (Tax Shield) erfassen.

Zu beachten ist dabei also, dass auch die Eigenkapitalkosten abhängig sind vom akzeptierten Niveau der Insolvenzwahrscheinlichkeit (p). Akzeptiert man eine höhere Insolvenzwahrscheinlichkeit, sind höhere erwartete Eigenkapitalrenditen nötig. Das Niveau der Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) beeinflusst damit (a) Eigenkapitalbedarf und (b) Eigenkapitalkostensatz (erwartete Eigenkapitalrendite). Wer eine höhere Insolvenzwahrscheinlichkeit (schlechteres Rating) akzeptiert, hat damit mehr „Risiko pro Einheit Eigenkapital“. Anders ausgedrückt: Mit höherer akzeptierter Insolvenzwahrscheinlichkeit sinkt der Bedarf an Eigenkapital (Risikodeckungspotenzial) und zugleich steigen die Eigenkapitalkosten. In einem diversifizierten Gesamtportfolio ist dabei nur der durch ein Investment bedingte „zusätzliche Eigenkapitalbedarf“ bewertungsrelevant.²³⁷

Eine einfache Abschätzung der Eigenkapitalkosten $k_{EK,p}$ wird möglich, wenn man als Alternativinvestition zum Unternehmen eine Anlage des Eigenkapitals in einem breiten Aktienindex unterstellt („Ratingabhängige eigenkapitalkosten“).²³⁸ Dabei wird berechnet, welche erwartete Rendite das Investment in einem Aktienportfolio (empirisches Marktportfolio) hätte, wenn dieses aufgrund eines Einsatzes von Fremdkapital die gleiche Insolvenzwahrscheinlichkeit aufweisen würde (Opportunitätskosten).

Der Eigenkapitalkostensatz ist darstellbar als $k_{EK,p} = r_f + r_{z,p}$. Der Risikozuschlag $r_{z,p}$ ist damit abhängig vom Rating (Insolvenzwahrscheinlichkeit, p) sowie von Informationen über Ertrag und Risiko der Anlagealternative am Kapitalmarkt (Opportunitätskosten).

Nun gilt in Abhängigkeit der Marktrisikoprämie (MRP):

$$(17) \quad r_{z,p} = \lambda_{VaR} = \frac{MRP}{VaR(\tilde{r}_m)} = \frac{r_m^e - r_f}{-(r_m^e + q_p \cdot \sigma_m)}$$

Dabei sind r_m^e , σ_m und $VaR(\tilde{r}_m)$ Erwartungswert, Standardabweichung und Value at Risk der Rendite des (empirischen) Marktportfolios (breiter Aktienindex) sowie q_p das p -Quantil der Standardnormalverteilung (vgl. folgende Tabelle).

Insolvenzwahrscheinlichkeit p	Quantil q_p
10,00 %	-1,28
5,00 %	-1,64
2,50 %	-1,96
1,00 %	-2,32
0,50 %	-2,50
0,20 %	-2,88
0,10 %	-3,09

²³⁷ Siehe Gleißner/Wolfrum (2008a).

²³⁸ Vgl. Gleißner (2006b und 2009b).

Fallbeispiel: Für ein „BB+“-Rating mit $p = 0,5\%$ ²³⁹ (d.h. $q_p = -2,5$) sowie den folgenden exemplarischen Parametersetzungen²⁴⁰

$$k_{FK} = r_f = 4\%$$

$$\sigma_m = 20\%$$

$$r_m = 8\%$$

erhält man beispielsweise folgenden Risikozuschlag:

(18)

$$r_{z,p} = r_{EK,p}^e - r_f = \frac{MRP}{VaR_p(\tilde{r}_m)} = \frac{E(\tilde{r}_m) - r_f}{VaR_p(\tilde{r}_m)} = \frac{(r_m^e - r_f)}{-(r_m^e + q_p \cdot \sigma_m)} = \frac{8\% - 4\%}{-(8\% + (-2,5) \cdot 20\%)} = 9,5\%$$

4.5.5 Rating und Insolvenzwahrscheinlichkeit als Werttreiber

Über die Berechnung der vom Ertragsrisiko abhängigen Kapitalkosten werden somit die Risiken in der Beurteilung von Handlungsoptionen erfasst. Ebenfalls berücksichtigt werden sollten bei der Vorbereitung einer Entscheidung die möglichen Auswirkungen für das zukünftige Rating, das die Insolvenzwahrscheinlichkeit p eines Unternehmens beschreibt.²⁴¹ Änderungen des Insolvenzrisikos können große Bedeutung für den Unternehmenswert haben.

Die Möglichkeit einer Insolvenz mit Insolvenzkosten reduziert den Erwartungswert des Cashflows oder der Erträge. In der Detailplanungsphase ist die Insolvenzwahrscheinlichkeit unmittelbar bei der Bestimmung der Erwartungswerte zu berücksichtigen (als Szenario mit i.d.R. keinem Rückfluss an die Eigentümer). Grundsätzlich empfiehlt es sich, auch in der Fortführungsphase Insolvenzszenarien in einem „Zustandsbaum“ oder in Pfaden eines Simulationsmodells im Detail abzubilden.²⁴²

Neben der Betrachtung des Insolvenzszenarios in der Detailplanung ist zu beachten, dass in jedem Jahr der Fortführungsphase eine Insolvenz eintreten kann. Eine in der Bewertungspraxis z.T. umgesetzte Annäherung ist die Auswertung eines Insolvenzszenarios für das erwartete Ergebnis. Auch wenn dies bereits für die Insolvenzmöglichkeit sensibilisieren mag, bleiben erhebliche Probleme: Zum einen ist die geschätzte Insolvenzwahrscheinlichkeit meist nicht rating- und planungskonsistent, zum anderen wird oft

²³⁹ Entspricht einem BBB-Rating.

²⁴⁰ Übernommen aus Gleißner (2009b), S. 19. Dort findet man auch eine Berechnung unter der Annahme von Gleichung $k_{FK} = r_f$, die zu sehr ähnlichen Ergebnissen führt. Es gilt dann:

$$r_{z,p} = r_{EK,p}^e - r_f = \frac{E(\tilde{r}_m) - r_f}{VaR_p(\tilde{r}_m)} = \frac{r_m^e - r_f}{-(r_m^e + q_p \cdot \sigma_m)} = \frac{8,0\% - 4,0\%}{-(8,0\% - 2,579 \cdot 0,2)} = \frac{4,0\%}{43,5\%} \approx 9,2\%$$

Schätzt man aus historischen Kapitalmarktdaten Erwartungswert und Streuung der Markttrendite, ergibt sich das Problem, das k_{FK} bzw. r_f das aktuell geltende Zinsniveau repräsentieren. Ist nun – wie üblicherweise unterstellt – r_m nicht unabhängig von r_f , wird die Verwendung der unterschiedlichen Datenbasen regelmäßig zu Verzerrungen führen.

²⁴¹ Sie ist jedoch nicht als Komponente von k zu verstehen (vgl. Gleißner, 2011, 2017b und Knabe, 2012).

²⁴² Vgl. auch Lahmann/Schreiter/Schwetzler (2018).

nicht beachtet, dass eine Insolvenz in jedem Jahr möglich ist, sodass es viele Insolvenz-szenarien gibt – und langfristig ist eine Insolvenz ein Szenario mit hoher Wahrscheinlichkeit.

Nimmt man für die Fortführungsphase bei der Bestimmung des Terminal Value vereinfachend an, dass die Insolvenzwahrscheinlichkeit²⁴³ – entsprechend dem „Steady State“ im Rentenmodell – konstant bleibt, führt sie (unter sonst gleichen Bedingungen) im Zeitablauf zu kontinuierlich sinkenden Erwartungswerten der finanziellen Überschüsse (Ertrag, Cashflow) und wirkt damit wie eine „negative Wachstumsrate“.²⁴⁴ Dies gilt auch, wenn Kapitalkosten bzw. Diskontierungszinssätze (k) nach dem CAPM berechnet werden.

Bei einer Wachstumsrate w , der (bedingten) Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse Z^e ²⁴⁵ und einem Diskontierungszins k ergibt sich folgende Gleichung für den Unternehmenswert W in der Fortführungsphase²⁴⁶ (Terminal Value) in Abhängigkeit von der Insolvenzwahrscheinlichkeit p :²⁴⁷

$$(19) \quad W = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Z^e (1-p)}{k+p}$$

$$W = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Z^e (1-p)^t (1+w)^t}{(1+k)^t} = \frac{Z^e \cdot (1-p) \cdot (1+w)}{k-w+p \cdot (1+w)} \approx \frac{Z^e}{k-w+p}$$

Der Wert eines Unternehmens (bzw. seines Terminal Value) speziell mit $w = 0$ ist dann:

$$(20) \quad W = \frac{Z^e (1-p)}{k+p}$$

Bei der Bestimmung einer unendlichen Reihe (Gordon-Shapiro-Modell) taucht die Insolvenzwahrscheinlichkeit (genau wie die Wachstumsrate) tatsächlich in jeder einzelnen Periode im Zähler auf.²⁴⁸ Das Auflösen der Reihe führt jedoch dazu, dass die Insolvenzwahrscheinlichkeit (wie auch die Wachstumsrate) mathematisch in den Nenner „wandert“. Dies bedeutet jedoch nicht, dass sich eine Doppelerfassung ergeben oder die Insolvenzwahrscheinlichkeit zu einer Komponente der Kapitalkosten würde.²⁴⁹ In der

²⁴³ Wie andere Eckwerte des Unternehmens, z.B. die Rentabilität.

²⁴⁴ Vgl. Gleißner (2010 und 2017b); Metz (2007); Knabe (2012); Saha/Malkiel (2012); Arbeitskreis des EACVA e.V. (2011).

²⁴⁵ $Z^e = E(Z)$ Ohne Insolvenz (bedingter Erwartungswert) sowie periodeninvarianter Insolvenzwahrscheinlichkeit (hier für T, d.h. nach Detailplanungsphase).

²⁴⁶ Vgl. Gleichungen (2) und (3).

²⁴⁷ Z^e ist der Erwartungswert von Wachstum und Insolvenzwahrscheinlichkeit. Interpretiert man Z^e als Zahlung vor Insolvenzwahrscheinlichkeit, fällt $(1+w)$ weg.

²⁴⁸ Siehe Gleißner (2017b).

²⁴⁹ Bei einer mehrwertigen simulationsbasierten Planung wird die Insolvenzwahrscheinlichkeit in der Detailplanungsphase automatisch erfasst. Sicherzustellen ist nur, dass bei einer Insolvenz (durch Überschuldung oder Illiquidität) die Simulation der künftigen Perioden aus der Perspektive des Eigentümers tatsächlich „abgebrochen“ wird. Diese

Fortführungsphase wirkt die Insolvenzwahrscheinlichkeit also weitgehend wie eine „negative Wachstumsrate“ – ist aber nicht Teil der Kapitalkosten und zeigt keine „Insolvenzrisikoprämie“.

Eine Erhöhung der Insolvenzwahrscheinlichkeit ist c.p. verbunden mit höheren Insolvenzkosten, die wiederum die erwarteten Cashflows und Erträge eines Unternehmens mindern (z.B. wird es schwieriger Kundenbeziehungen einzugehen). Damit beeinflusst die Insolvenzwahrscheinlichkeit nicht nur die Aufteilung des Gesamtunternehmens selbst auf Eigentümer und Fremdkapitalgeber, sondern den Gesamtunternehmenswert selbst.

Beispiel zur Bewertung:

Zeit (t)	1	2	3	4ff.
Erwartungswert ohne Insolvenz (bedingt)	10	15	20	20
Insolvenzwahrscheinlichkeit p_t	0,02	0,02	0,02	0,02
Überlebenswahrscheinlichkeit (1-kumulierte Insolvenzwahrscheinlichkeit)	0,98	0,96	0,94	$(1-p)^t$
Erwartungswert (Z_t^e)	9,8	14,4	18,8	18,4

Tabelle 3: Berücksichtigung der Insolvenzwahrscheinlichkeit auch in der Detailplanungsphase²⁵⁰

$$\begin{aligned}
 (21) \quad W &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Z_t^e}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^T \frac{Z_t^e}{(1+k)^t} + \frac{Z_{T+1}}{(1+k)^T \cdot (k+p)} \\
 &= \frac{9,8}{1,1} + \frac{14,4}{1,1^2} + \frac{18,8}{1,1^3} + \frac{18,4}{1,1^3 \cdot (0,1+0,02)} = 150
 \end{aligned}$$

Die Insolvenzwahrscheinlichkeit hat außer auf die Höhe der Erträge (Z) auch auf die Fremdkapitalkosten einen Einfluss, der oft nicht adäquat berücksichtigt wird. Die Ermittlung der Fremdkapitalkosten erscheint besonders einfach, weil die vertraglich vereinbarten Fremdkapitalzinssätze (oder die Renditen von Anleihen) natürlich bekannt sind. Für die Berechnung der Kapitalkosten sind jedoch nicht die vertraglichen Fremdkapitalzin-

Erfassung allein ist jedoch unzureichend, weil zumindest bei der Betrachtung des Terminal Value (ausgehend von einer „repräsentativen Startperiode“) eben keine mehrwertige Planung mehr vorliegt.

²⁵⁰ Quelle: Gleißner (2017b), S. 48. Die Tabelle zeigt, wie im einfachsten Fall bei einer in der Detailplanungsphase konstanten Insolvenzwahrscheinlichkeit von $p = 2\%$ die Bewertung durchzuführen ist. Es wird zusätzlich angenommen, dass die Insolvenzwahrscheinlichkeit in der Fortführungsphase ebenfalls 2% beträgt; eine Kenngröße, die – wie alle anderen – im Gordon-Shapiro-Modellrahmen sicher und konstant ist. Der in der letzten Spalte ($t = 4$) genannte Erwartungswert der Erträge zu Beginn der Fortführungsphase ist die Grundlage für die Bestimmung des Terminal Values gemäß Gleichung (11).

sen maßgeblich, sondern die Fremdkapitalkosten, also die erwartete Rendite der Fremdkapitalgeber.²⁵¹ Die vertraglichen Fremdkapitalzinssätze werden über den Fremdkapitalkosten liegen, weil die Möglichkeit berücksichtigt werden muss, dass ein Unternehmen bei einer Insolvenz nicht (vollständig) zahlt.²⁵²

Fazit: Der Unternehmenswert wird durch die Insolvenzwahrscheinlichkeit und ihre Determinanten, wie Ertragskraft, Risikodeckungspotenzial und Risikoumfang, deutlich beeinflusst. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit ist also ein Werttreiber. Die Werttreiber Kapitalkosten (k) und Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) kann man etwas vereinfacht in einem einjährigen Modell für den Wertbeitrag wie folgt integrieren: Wertbeitrag = Kapital : (Kapitalrendite – $k - p$) bei $w = 0$. Zu empfehlen ist eine konsistente, simultane, simulationsbasierte²⁵³ Ableitung von Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) und Wert eines Unternehmens – unter Berücksichtigung der Implikationen, der Insolvenzwahrscheinlichkeit für eben diesen Wert. Dies ermöglicht Transparenz und eine konsistente Bewertung der unsicheren Erträge oder Cashflows eines Unternehmens.²⁵⁴ Wechselwirkungen werden so konsistent berücksichtigt. Risikoaggregationsverfahren (stochastische Planungsverfahren) stellen eine gemeinsame Grundlage für Rating und Unternehmensbewertung dar und ermöglichen es, die für beide Betrachtungen wesentlichen Risikoinformationen konsistent zu berücksichtigen.²⁵⁵

Aber vereinfachend ist die Abschätzung der Wirkung der Insolvenzwahrscheinlichkeit über einen „Zuschlag“ im Nenner des Terminal Values ein adäquates Verfahren. Es werden dann nämlich die gleichen Annahmen zugrunde gelegt, wie bei der Verwendung einer Wachstumsrate bei der Berechnung des Terminal Values (Fortführungsphase).

Es sei hier nochmals zu betonen, dass die Adjustierung einer üblichen deterministischen (einwertigen) Managementplanung um die Insolvenzwahrscheinlichkeit erforderlich ist, wenn keine stochastische Planung (Monte-Carlo-Simulation) zugrunde liegt. Bei einer simulationsbasierten Planung (Risikoaggregation) werden durch die Monte-Carlo-Simulation zwangsläufig und konsistent zu den analysierten Chancen und Gefahren (Risiken) Szenarien gebildet (vgl. Kapitel 5). Bei jedem dieser Szenarien wird geprüft, ob diese zu einer Insolvenz führen (sei es durch Illiquidität infolge der Verletzung von Covenants oder dem Scheitern der Refinanzierung einer Anleihe oder aus anderen Gründen).²⁵⁶

Alle im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung zu beurteilende Handlungsoptionen oder Projekte haben also potenziell Wirkung auf (1) erwartete Erträge, (2) aggregiertes Ertragsrisiko und gegebenenfalls auch (3) Risikodeckungspotential (Eigenkapital- und Liquiditätsreserven) – und damit insgesamt auf Rating (Gläubiger-Perspektive) und Wert (Eigentümergeperspektive), was Abbildung 25 zusammenfassend zeigt.

²⁵¹ Siehe Vettinger/Volkart (2002); Cooper/Davydenko (2001); Lahmann/Schreiter/Schwetzler (2018) sowie Krotter/Schüler (2013) mit einer empirischen Studie.

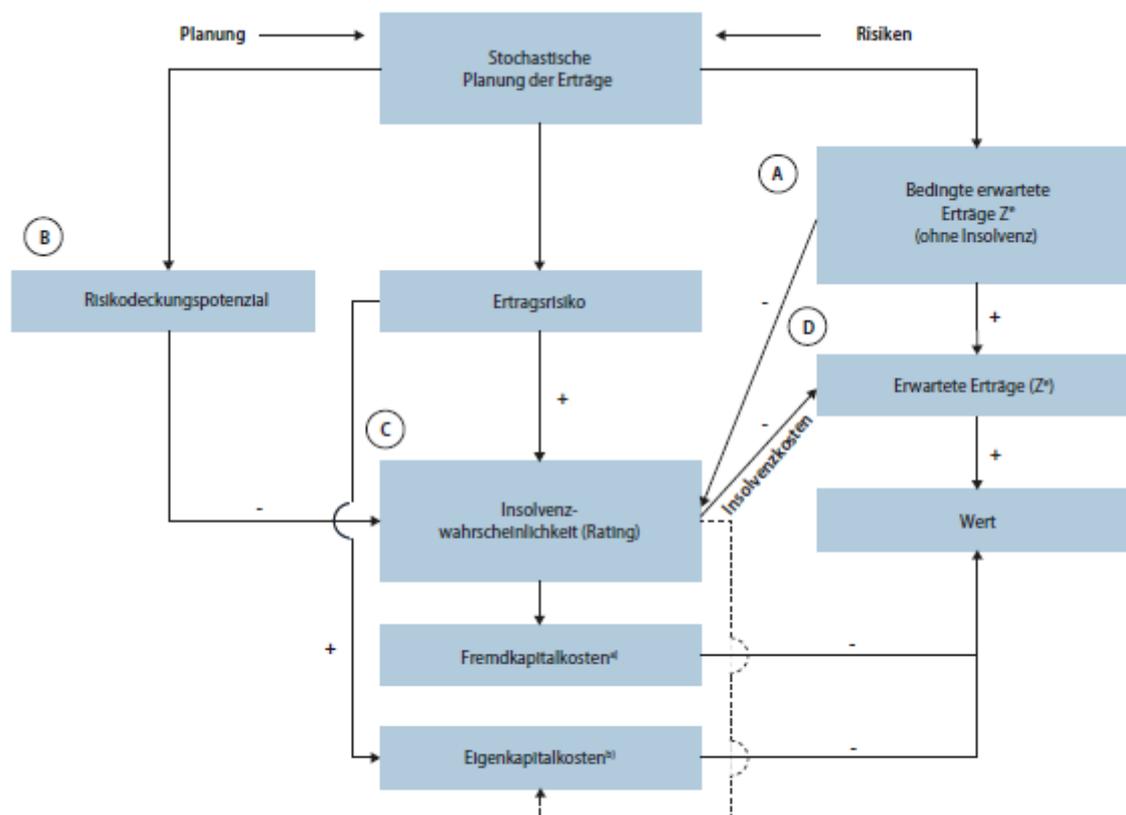
²⁵² Es gilt etwa: $k_{FK} = (k_{FK}^0 + 1) \cdot (1 - p) - 1 \approx k_{FK}^0 - p$.

²⁵³ Vgl. zu Rating-Determinanten, Gleißner (2002a).

²⁵⁴ Die Praxis einer weitgehenden Unabhängigkeit der Quantifizierung von Risiken, Ratinganalyse (z.B. durch eine Ratingagentur) und Bewertung ist suboptimal, vgl. Gleißner/Garrn/Nestler (2014) mit dem Vorschlag zur Integration von Bewertungs- und Ratinggutachten.

²⁵⁵ In Anlehnung an Gleißner (2017c); vgl. auch Gleißner (2002a und 2005) sowie Gleißner/Wolfrum (2008a); Dirrigl (2009); Knackstedt (2009) und Dreher (2010).

²⁵⁶ Dabei wird natürlich auch berücksichtigt, dass es (bei Haftungsbeschränkungen, wie bei einer Kapitalgesellschaft) keine „Nachschussverpflichtungen“ der Eigentümer gibt, d.h., in derartigen Szenarien ist der Ertrag bei Null abgeschnitten (Maximum von Null und dem simulierten Wert). Der Erwartungswert ergibt sich dann unmittelbar aus der Berechnung des Durchschnitts der risikoabhängig simulierten Zukunftsszenarien.



⁴ Mit der Insolvenzwahrscheinlichkeit steigende vertragliche Fremdkapitalzinssätze.
 Steigende Fremdkapitalkosten nur, wenn diese schneller steigen als die Insolvenzwahrscheinlichkeit.
⁵ Abhängig vom gewählten Modell: keine Wirkung im CAPM.

Abbildung 25: Zusammenhänge zwischen Risiko, Kapitalkosten, Rating und Wert²⁵⁷

4.6 Fallbeispiel: Risikogerechte Investitionsbewertung und Projektfinanzierung²⁵⁸

Im Fallbeispiel wird eine Sachinvestition risikogerecht bewertet, um eine fundierte Entscheidungsgrundlage für die Unternehmensführung zu erhalten. Die Investition wird als eigenständiges Projekt aufgefasst und Risikodiversifikationseffekte mit anderen Risiken im Unternehmen oder auf Ebene der Unternehmenseigentümer (Bewertungssubjekt) werden vernachlässigt (Risikodiversifikationsfaktor $d=1$).²⁵⁹ Ein derartiger Bewertungsansatz ist besonders „konservativ“, weil schon unter Vernachlässigung von Risikodiversifikationseffekten die Erträge des Projekts (Investition) ausreichen müssen, um sämtliche Risiken des Investitionsprojekts zu rechtfertigen. Für das Projekt wird eine eigenständige Projektfinanzierung geplant.

Die nachfolgende Bewertung erfolgt dabei in zwei Varianten.

Zunächst erfolgt eine Bewertung unter Berücksichtigung von Rating- und Finanzierungsrestriktionen basierend auf dem Risikomaß Value at Risk (Eigenkapitalbedarf), also eine

²⁵⁷ Quelle: Gleißner (2017b), S. 43.

²⁵⁸ In enger Anlehnung an Gleißner (2017c), S. 389ff.

²⁵⁹ Dies bedeutet insbesondere, dass der Risikodiversifikationsfaktor $d = 1$ gesetzt wird.

sogenannte „input-orientierte Bewertung“ mit dem „Risikodeckungsansatz“.²⁶⁰ Dieses Verfahren zur Bewertung wurde bisher noch nicht vorgestellt, kann aber mit dem Beispiel leicht nachvollzogen werden. Hier wird der Wert des Projektes bestimmt durch einen „Vorsichtsabschlag“ vom erwarteten Ergebnis. Dieser ist abhängig vom Eigenkapitalbedarf, der mittels Risikoaggregation berechnet wird.

Zudem erfolgt im zweiten Schritt eine Bewertung basierend auf der Standardabweichung als Risikomaß, also einer Risikokennzahl, die in der traditionellen Unternehmensbewertung (CAPM) zugrunde gelegt wird und dem Umfang möglicher Planabweichungen (Chancen und Gefahren) erfasst (das „Ertragsrisiko“). Dies entspricht dem oben erläuterten Weg zur Berechnung von risikogerechten Kapitalkosten k (mit Gleichung (14)).

Das Entscheidungsproblem für die Investitionsrechnung sieht wie folgt aus:

Ein Unternehmen will eine Sachinvestition bewerten und entscheidet nach der Durchführung von Risikoanalyse und Risikoaggregation, wie viel Fremdkapital es zur Finanzierung dieser Investition ($I_0=100$ T€) aufnehmen muss, damit die vorgegebene Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) von 0,5 % eingehalten wird („BBB“-Rating).²⁶¹

In diesem Fallbeispiel wurde zunächst ein Planungsmodell entwickelt, mit dem eine Monte-Carlo-Simulation durchführbar wird. Aus Planung und Risikoanalyse ist bekannt, dass der (normal verteilte) Rückfluss aus dem Projekt nach einem Jahr (\tilde{Z}^{OP}) einen Erwartungswert $E(\tilde{Z}^{OP})=109T€$ mit Standardabweichung $\sigma_{\tilde{Z}^{OP}}=10T€$ aufweist, wenn keine außergewöhnlichen technischen Risiken eintreten. Allerdings zeigt die Risikoanalyse ein solches (unabhängiges) technisches Risiko, das einen Schaden (S) i.H.v. 20 T€ (Eintrittswahrscheinlichkeit $p = 15$ %) auslösen kann.

Die folgende Abbildung zeigt das Ergebnis der Risikoaggregation mittels Monte-Carlo-Simulation.²⁶²

²⁶⁰ Die Kapitalkosten entsprechen dabei den Finanzierungskosten für Eigen- und Fremdkapital.

²⁶¹ In enger Anlehnung an Gleißner (2009b). Vgl. auch Gleißner/Kamarás/Wolfrum (2008) mit einer Darstellung der Bewertung von Private Equity-Investments.

²⁶² Diese Vorgehensweise wird im Folgenden anhand des Fallbeispiels näher erläutert, wo bei Diversifikationseffekte, Steuern und ein Tax-Shield vernachlässigt werden.

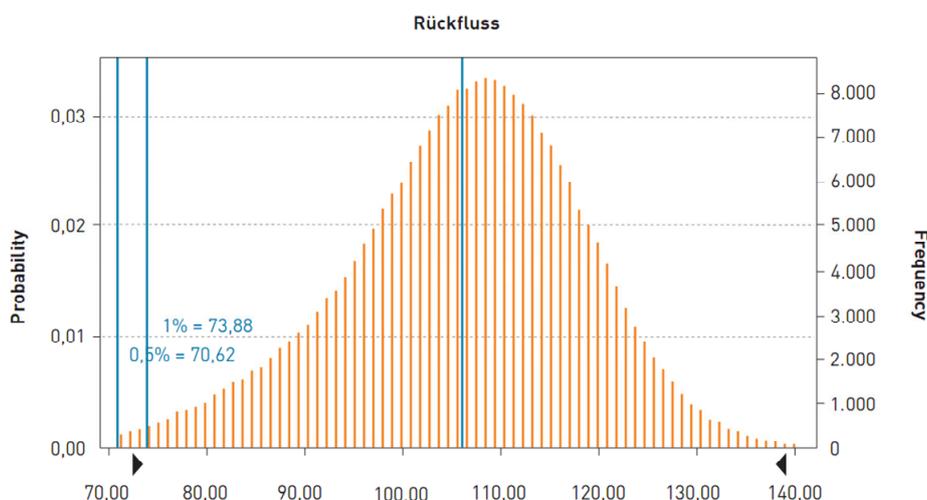


Abbildung 26: Unsichere Rückflüsse der Investition (Quelle: FutureValue Group AG, Abbildung generiert aus dem Excel-Addin Crystal Ball)

a) Bewertung mit Risikodeckungsansatz und Eigenkapitalbedarf als Risikomaß

Die Häufigkeitsverteilung zeigt die erwartete Höhe des Rückflusses $E(\tilde{Z}) = E(\tilde{Z}^{OP}) - S \cdot p$ von 106 T€. Zudem zeigt sich, dass die „Mindest-Rückflüsse“ dieser „schiefen“ Verteilung mit 99,5 %iger Wahrscheinlichkeit mindestens 70,6 T€ erreichen. Vereinfachend nimmt man zudem für die Bestimmung der risikogerechten Projektfinanzierung an, dass der mögliche vertragliche Fremdkapitalzinssatz $k_{FK}^0 = 4,5\%$ um die Ausfallwahrscheinlichkeit $p = 0,5\%$ höher ist als der risikolose Zins r_f (hier: 4 %).²⁶³ Sollen Zinszahlungen berücksichtigt werden, ergibt sich für das maximale Fremdkapital, die sogenannte „Beleihungsgrenze“:²⁶⁴

$$(22) \quad FK_p^{\max} = \frac{70,6T\text{€}}{(1 + k_{FK}^0)} = 67,6$$

Fremdkapital in dieser Höhe ist mit 99,5 %iger Sicherheit mit Zinsen zurückzahlbar. Der Eigenkapitalbedarf (Risikomaß VaR; zur Deckung möglicher Verluste) berechnet sich demnach als Differenz zwischen Investitionsvolumen (I_0) und dem maximal möglichen Fremdkapital (Beleihungsgrenze):

$$(23) \quad EKB_p = I_0 - FK_p^{\max} = 100 T\text{€} - 67,6T\text{€} = 32,4 T\text{€}$$

²⁶³ Für den Fall der Insolvenz – Verzehr des Eigenkapitals – wird bei der Berechnung des Fremdkapitalzinssatzes der Gläubiger vereinfachend eine Rückzahlung von 0 unterstellt (Recovery Rate = 0). Auch Nachschussverpflichtungen werden nicht angenommen.

²⁶⁴ Man sieht, dass das Risiko über das Risikomaß Value at Risk (VaR) gemessen wird.

Ein höheres Eigenkapital wird für die Investition zur Risikodeckung nicht benötigt.^{265,266}

Zur Bewertung müssen zuerst die ratingabhängigen Eigenkapitalkosten als erwartete Renditen einer Alternativenanlage berechnet werden. Zusammen mit dem gerade ermittelten Eigenkapitalbedarf ergibt sich als nächster Schritt der Wert durch Berechnung eines Risikoabschlags (für das Sicherheitsäquivalent). Für eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von $p=0,5\%$ (d.h. $q_p = -2,5$), einer Standardabweichung der Rendite des Marktportfolios (Aktienindex) von $\sigma_M = 20\%$ und einer erwarteten Marktrendite von $r_M^e = 8\%$ erhält man eine erwartete Eigenkapitalrendite von etwa $13,2\%$ und einen Risikozuschlag $r_{z,p}$ des Eigenkapitals von $9,2\%$ (zur Herleitung siehe Fußnote oder Gleißner, 2017c, S. 374ff.).²⁶⁷

Der Wert der Zahlung des Projektes ergibt sich mittels

$$(24) \quad W(\tilde{Z}) = \frac{E(\tilde{Z}) - EKB_p \cdot r_{z,p}}{(1+r_f)} = \frac{106 - 32,4 \cdot 0,092}{(1+0,04)} = 99,1 < 100$$

Der Netto-Kapitalwert²⁶⁸ ($C_0 = W(\tilde{Z}) - I_0 \approx -0,9$) ist negativ. Daraus folgt, dass die Investition in der Weise nicht getätigt werden sollte. Der Risikoabschlag ($32,4 \cdot 9,2\%$) in der Bewertung erfasst gerade die Risiko- oder Wagniskosten des Projekts, also die kalkulatorischen Zusatzkosten durch den nötigen Einsatz von Eigenkapital als Risikodeckungspotenzial.

Mit Hilfe dieser Ergebnisse kann man – wenn gewünscht – auch folgenden „gewichteten“ Gesamtkapitalkostensatz (WACC, vor Steuern) als Diskontierungszinssatz berechnen (mit dem auch der Netto-Barwert C_0 verzinst wird).²⁶⁹

$$(25) \quad k_{WACC} = k_{EK,p} \cdot \frac{EKB_p}{I_0} + k_{FK} \cdot \frac{I - EKB_p}{I_0} = 13,2\% \cdot \frac{32,4}{100} + 4\% \cdot \frac{(100 - 32,4)}{100} \approx 7,0\%$$

Anzumerken ist, dass die Fremdkapitalkosten (k_{FK}), also die erwartete Rendite der Fremdkapitalgeber, unter Berücksichtigung des möglichen Ausfalls weiter 4% betragen

²⁶⁵ Und beispielsweise an die Eigenkapitalgeber ausgeschüttet, falls schon in der (Projekt-)Gesellschaft.

²⁶⁶ Bei der hier angenommenen „Nicht-Marktgängigkeit“ des Rechts zur Durchführung der Investition kann ein Marktpreis (Goodwill) bei der Berechnung des Eigenkapitalbedarfs (anders als manchmal bei der Unternehmensbewertung) vernachlässigt werden, vgl. Gleißner/Wolfrum (2008a).

²⁶⁷ für $r_{z,p}$, als λ_{Var} , gilt: $r_{z,p} = \frac{MRP}{Var(r_m)} = \frac{r_m^e - r_f}{-(r_m^e - q_p \cdot \sigma_m)} = \frac{8\% - 4\%}{-(8\% - (-2,576) \cdot 0,2)} = 9,2\%$

Zu bedenken ist, dass hier $r_{z,p}$ der „Marktpreis des Risikos“ (λ) ist und dieser bei einer zu bewertenden Zahlung in $t > 1$ ansteigt, weil auch mit den Alternativinvestments (Aktien) mit zunehmender Zeit eine höhere Rendite zu erwarten wäre. Eine solche Anpassung ist bei den später erläuterten Bewertungsverfahren unter (b) nicht nötig.

²⁶⁸ Net Present Value, d.h. Wert abzüglich Startinvestition.

²⁶⁹ Alternativer Weg zur Kapitalkostenberechnung: $k' \approx r_f + \lambda \cdot V(\tilde{Z}) \cdot d = 4\% + 0,2 \cdot 0,116 \cdot 1 = 6,3\%$

und unter dem Fremdkapitalzinssatz von 4,5 % liegen (der Zinszuschlag von 0,5 % kompensiert gerade den möglichen Ausfall).²⁷⁰

b) Bewertung basierend auf dem Variationskoeffizienten des Ertrags

Die Bewertung der Investition wurde bisher basierend auf dem Risikomaß Value at Risk (VaR) durchgeführt, das zur Messung des Eigenkapitalbedarfs diente. Bei dieser (sogenannten „input-orientierten“) Bewertungsmethode wurden bestehende Rating- bzw. Finanzierungsrestriktionen der Gläubiger berücksichtigt und damit ein Risikomaß gewählt, das den Umfang möglicher Verluste (bezogen auf die Ausgangssituation) ausdrückt.

Nachfolgend wird nun ergänzend eine sogenannte „output-orientierte“ Bewertung vorgenommen, bei der Rating- und Finanzierungsrestriktionen vernachlässigt werden. Das Risikoverständnis und das vom Bewertungssubjekt (Eigentümer/Investor) gewählte Risikomaß ist nun die Standardabweichung des Rückflusses, also eine Kennzahl, die den Umfang möglicher Planabweichungen (Chancen und Gefahren) ausdrückt (also mit der erläuterten Gleichung 3 zur Ableitung der Kapitalkosten). Dieses Risikoverständnis liegt auch den kapitalmarktorientierten Modellen für die Unternehmensbewertung, wie dem Capital Asset Pricing Modell (CAPM), zugrunde.^{271,272}

Aus den Ergebnissen der Risikoaggregation mittels Monte-Carlo-Simulation, die in Abbildung 26 dargestellt sind, ergibt sich unmittelbar auch die Standardabweichung der Rückflüsse. Die Standardabweichung $\sigma(\tilde{Z})$ beträgt 12,3 T€. Setzt man die Standardabweichung der Rückzahlung in Relation zum Erwartungswert (106 T€), erhält man den Variationskoeffizienten:²⁷³

$$(26) \quad V(\tilde{Z}) = \frac{\sigma(\tilde{Z})}{E(\tilde{Z})} = \frac{12,3}{106} = 0,116$$

Für die risikogerechte Bewertung benötigt man wieder den „Marktpreis des Risikos“ (λ), der das Ertrag-Risiko-Profil der verfügbaren Alternativinvestitionsmöglichkeit (Aktienmarkt, risikolose Staatsanleihen) widerspiegelt. Die Größe λ ist vom Risikomaß abhängig. Für die Standardabweichung als Risikomaß entspricht λ – wie erläutert – gerade dem Sharpe Ratio, also hier berechnet ausgehend von der Marktrisikoprämie (MRP).²⁷⁴

$$(27) \quad \lambda = \frac{MRP}{\sigma_m} = \frac{r_m^e - r_f}{\sigma_m} = \frac{8\% - 4\%}{20\%} = 0,2$$

²⁷⁰ Vgl. Volkart (1999) und Gleißner (2010).

²⁷¹ Beim CAPM wird in dem aus der Standardabweichung abgeleiteten Beta-Faktor aber nur die nicht diversifizierbare (systematische) Komponente des Risikos erfasst.

²⁷² Nachfolgend wird wie bisher der Gesamtrisikoumfang als bewertungsrelevant angesetzt, also der Risikodiversifikationsgrad $d = 1$ angenommen.

²⁷³ Grundsätzlich kann man statt $\sigma(\tilde{Z})$ auch $VaR(\tilde{Z})$, also den Eigenkapitalbedarf, verwenden und dazu „passende“ Kapitalkosten (k) ableiten.

²⁷⁴ Die erwartete Überrendite des (empirischen) Marktportfolios (Aktien) im Vergleich zu risikolosen Staatsanleihen.

Die Bewertung der Investition erfolgt nun mit einem risikogerechten Diskontierungszinssatz (Kapitalkostensatz); wie in Gleichung 3.²⁷⁵

$$(28) \quad k = \frac{1+r_f}{1-\lambda \cdot V(\tilde{Z}) \cdot d} - 1 = \frac{1+4\%}{1-0,2 \cdot 0,116 \cdot 1} - 1 = 6,5\% .^{276}$$

Man kann nun den Wert der Investition berechnen:²⁷⁷

$$(29) \quad W(\tilde{Z}) = \frac{E(\tilde{Z})}{(1+k)} = 99,6$$

Das Resultat ist im Grundsatz das Gleiche, wie bei der obigen Bewertung in Abhängigkeit vom Risikomaß Value at Risk (VaR): Die Investition hat ein ungünstiges Ertrag-Risiko-Profil und damit ist der berechnete risikogerechte Ertragswert mit 99,6 geringer als die Startinvestition von 100. Die Investition wird also nicht durchgeführt.

Man erkennt allerdings, dass der berechnete Wert (und der Kapitalkostensatz) bei der risikogerechten Bewertung basierend auf der Standardabweichung als Risikomaß leicht von dem Wert abweicht, der zunächst basierend auf dem Value-at-Risk als Risikomaß berechnet wurde. Dies liegt daran, dass die beiden Risikomaße ein etwas anderes Risikoverständnis ausdrücken. Während die Standardabweichung den „üblichen“ Umfang von Schwankungen um den Erwartungswert ausdrückt, erfasst der Value at Risk als „Downside-Risikomaß“ mögliche negative extreme Abweichungen (Verluste).^{278,279} Durch die „Schiefe“ der Verteilung der Rückflüsse erscheint die Investition für einen Bewerter (Eigentümer), der Rating- und Finanzierungsrestriktionen im Entscheidungskalkül berücksichtigen muss, etwas ungünstiger.

²⁷⁵ Alternativ und dazu konsistent wäre auch eine Berechnung über einen „Risikoabschlag“ möglich. Dieser beträgt dann gerade: $d \cdot \lambda \cdot \sigma_z = 1 \cdot 0,2 \cdot 12,3 = 2,5$.

²⁷⁶ Die einfache lineare Abschätzung der Kapitalkosten hätte zu einem ähnlichen Resultat geführt: $k' \approx r_f + \lambda \cdot V(\tilde{Z}) \cdot d = 4\% + 0,2 \cdot 0,116 \cdot 1 = 6,3\%$.

²⁷⁷ Wäre der Rückfluss im Jahr 2 ($t = 2$) könnte man das Bewertungsverfahren weitgehend unverändert anwenden; zu diskontieren wäre dann mit $(1+k)^t$.

²⁷⁸ Der Conditional Value at Risk oder Expected Shortfall würde auch die „Extremausprägungen“ unterhalb des Value at Risk erfassen.

²⁷⁹ Wäre die Rückzahlung gerade durch die symmetrische Normalverteilung beschreibbar, wäre der Value at Risk und die Standardabweichung direkt umformbar und die Bewertungsergebnisse identisch.

5 Strategisches Risikomanagement und Risikosimulation

5.1 Einleitung

Wie im letzten Kapitel verdeutlicht, muss sich ein strategisches Management mit Chancen und Gefahren aus der Unsicherheit über die Zukunftsentwicklung befassen. In der Bewertung strategischer Handlungsoptionen fließen die unterschiedlichen Risiken eines Unternehmens üblicherweise über die Werttreiber Kapitalkosten k und Insolvenzwahrscheinlichkeit p in den Unternehmenswert als Performancemaß ein. Für eine sachgerechte Herleitung der mit einer Unternehmensstrategie verbundenen Risiken benötigt man eine strukturierte Identifikation, Quantifizierung und Aggregation der Risiken.²⁸⁰ Die entsprechenden Verfahren sind aus dem Risikomanagement bekannt. In diesem Kapitel werden die grundlegenden Methoden von Risikoanalyse und Risikoaggregation (mittels Monte-Carlo-Simulation) vorgestellt, wobei ein Schwerpunkt im Feld der „strategischen Risiken“ liegt. Zudem wird gezeigt, wie man durch die Verbindung der Methoden aus strategischem Management und Risikomanagement „robuste Unternehmensstrategien“ ableiten kann (Konzept des „Robusten Unternehmens“).

5.2 Grundlagen des Risikomanagements

5.2.1 Risikoidentifikation

Die erste Aufgabe des Risikomanagements²⁸¹ ist eine systematische, strukturierte und auf die wesentlichen Aspekte fokussierte Identifikation der Risiken, die sich aus der Strategie und operativen Planung eines Unternehmens ergeben. Für die Identifikation der Risiken können Arbeitsprozessanalysen, Workshops, Benchmarks oder Checklisten genutzt werden.

In der Praxis haben sich folgende Quellen für die Identifikation von Risiken als besonders wesentlich herausgestellt:

(1) Strategie und strategische Risiken (vgl. späteren Kapitel 5.3 zur Vertiefung)

Im Kontext der strategischen Unternehmensplanung muss sich ein Unternehmen über seine maßgeblichen Erfolgspotenziale (Kernkompetenzen, interne Stärken und für den Kunden wahrnehmbare Wettbewerbsvorteile) Klarheit verschaffen. Die wichtigen „strategischen Risiken“ lassen sich identifizieren, indem die für das Unternehmen wichtigsten Erfolgspotenziale systematisch dahingehend untersucht werden, welchen Bedrohungen diese ausgesetzt sind.

(2) Operative Planung und Budgetierung

Im Rahmen von Unternehmensplanung oder Budgetierung werden bestimmte Annahmen getroffen (z.B. bezüglich Konjunktur, Wechselkursen und Erfolgen bei Vertriebsaktivitäten). Alle unsicheren Planannahmen zeigen ein Risiko, weil hier Planabweichungen auftreten können. Bei der Bewertung einer Strategie ist es also hilfreich, diese auf eine operative Planung abzubilden und so Risiken besser einschätzen zu können.

(3) Risikoworkshops (Risk Assessment) zu Leistungsrisiken

Bestimmte Arten von Risiken lassen sich effektiv im Rahmen eines Workshops durch kritische Diskussionen erfassen. Hierzu gehören insbesondere die Risiken aus den Leistungserstellungsprozessen (operative Risiken), rechtliche und politische Risiken sowie

²⁸⁰ Gleißner (2001).

²⁸¹ Ausführlich siehe Gleißner (2017c).

Risiken aus Unterstützungsprozessen (z.B. IT). Bei operativen Risiken der Wertschöpfungsketten bietet es sich beispielsweise an, diese Arbeitsprozesse zunächst (einschließlich der wesentlichen Schnittstellen) zu beschreiben und anschließend Schritt für Schritt zu überprüfen, durch welche Risiken eine Abweichung des tatsächlichen vom geplanten Prozessablauf eintreten kann.

Risiko	Risikofeld	Wirkung	Bewältigung	Relevanz
Neuer Wettbewerber	S/M	U/EP	weitere Intensivierung des Vertriebs	4
Absatzmenge	L	U	Frühwarn- und Prognosesystem für Umsatz	4
Zinsänderungen	F	FBE	Vereinbarung Zins	3
Personalkosten	M	Kfix	Selbst tragen	3
Maschinenschaden	L	U	Redundante Auslegung	3
Absatzpreisschwankung	M	U	Selbst tragen	3
Abhängigkeit von MusterAG	M	U	Vertragsgestaltung, Intensivierung des Vertriebs	2
Kalkulationsfehler	L	WK	Organisatorische Maßnahmen	2
Haftungsschäden bei Kunden	L	AoE	Optimierung des Versicherungsschutzes	2
Wachstumsbedingter EKmangel	S	EP	Thesaurierung von Gewinnen	2
Übernahme Muster GmbH	F	FBE	Due Diligence	2
Fehlende Kompetenz in Musterland	S	EP	Verkauf des Geschäftsfeldes	2
Motivationsprobleme im Vertrieb	G	EPAU	stärker erfolgsabhängige Entlohnung	1

Risikofelder:		Wirkung:	
S = Strategisches R.	L = Leistungs-	EP = Erfolgspotential	Kfix = Fixe Kosten
M = Markt-	G = R. aus Corporate Governance	U = Umsatz	FBE = Finanz- u. Beteiligungsergeb.
F = Finanzmarkt-	R = Rechtl./gesellschaftl. polit. R.	Kvar = Variable Kosten	AoE = Außerordentliches Ergebnis

Skala: 4 = hoch; 1 = gering

Abbildung 27: Risikoinventar

Die wesentlichen Risiken werden dann in einem priorisierten Risikoinventar zusammengefasst. Um eine Priorisierung der Risiken vorzunehmen, bietet sich im ersten Schritt eine Ersteinschätzung der Risiken anhand einer „Relevanzskala“ an, wobei beispielsweise die Relevanzen von „1“ (unbedeutend) bis hin zu „5“ (bestandsgefährdend) genutzt werden können.

5.2.2 Risikoquantifizierung: quantitative Beschreibung von Risiken

Mit der Quantifizierung wird ein Risiko zunächst durch eine geeignete (mathematische) Verteilungsfunktion beschrieben. Häufig werden „ereignisorientierte“ Risiken²⁸² dabei durch Eintrittswahrscheinlichkeit und Schadenshöhe quantifiziert, was einer sogenannten Binomialverteilung entspricht (digitale Verteilung). Manche Risiken, wie Abweichung bei Instandhaltungskosten oder Zinsaufwendungen, die mit unterschiedlicher Wahrscheinlichkeit verschiedene Höhen erreichen können, werden dagegen durch andere Verteilungsfunktionen (z.B. eine Dreiecksverteilung mit Mindestwert, wahrscheinlichstem Wert und Maximalwert oder eine Normalverteilung mit Erwartungswert und Standardabweichung) beschrieben.²⁸³

²⁸² Vgl. Füser/Gleißner/Meier (1999).

²⁸³ Vgl. auch Fuchs (2018).

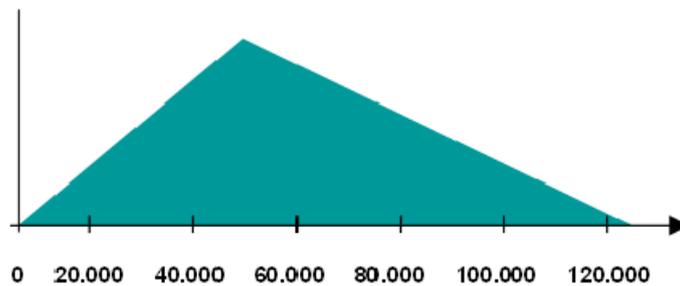


Abbildung 28: Dreiecksverteilung

Für die Quantifizierung eines Risikos kann man sich orientieren an tatsächlich in der Vergangenheit eingetretenen Risikowirkungen (Schäden), an Benchmarkwerten aus der Branche²⁸⁴ oder an selbst erstellten (realistischen) Schadensszenarien, die dann präzise zu beschreiben und hinsichtlich einer möglichen quantitativen Auswirkung auf das Unternehmensergebnis zu erläutern sind.

Es ist zu betonen, dass die häufig in Anlehnung an Knight (1921) vorgenommene Unterscheidung der Begriffe „Ungewissheit“, „Unsicherheit“ und „Risiko“ für ein quantitatives Risikomanagement und die quantitative Beurteilung strategischer Handlungsoptionen im wertorientierten Management nicht erforderlich ist. Häufig wird es nämlich als Problem angesehen, dass für bestimmte mögliche Zukunftsszenarien keine objektivierbaren Eintrittswahrscheinlichkeiten vorliegen. Man spricht hier von einer Situation der Unsicherheit (in Abgrenzung zum Risiko, wo Eintrittswahrscheinlichkeiten quantifiziert werden). Im Risikomanagement und bei der risikogerechten Bewertung strategischer Handlungsoptionen ist aber ein auch theoretisch gut fundierter Pragmatismus sinnvoll: Die Quantifizierung von Risiken (z.B. die Schätzung von Wahrscheinlichkeiten) basiert immer auf den besten verfügbaren Informationen.²⁸⁵ In der Praxis des wertorientierten strategischen Managements wird man oft auf Expertenwissen angewiesen sein, das dann aber adäquat und nachvollziehbar zu begründen ist.²⁸⁶ Man kann nun zeigen, dass Situationen durch eine Schätzung von Wahrscheinlichkeiten²⁸⁷ immer in Situationen des Risikos, also mit quantifizierten Wahrscheinlichkeiten, überführt werden können.²⁸⁸ Schlechte Datengrundlagen, z.B. über die Wirkung einer technologischen Innovation, bedeuten aus dieser Perspektive lediglich, dass man eine relativ große Bandbreite für Eintrittswahrscheinlichkeit und/oder erwartete Auswirkungen angeben muss, um Scheingenaugkeiten zu vermeiden. Selbst den Zustand absoluten Nichtwissens kann man so quantifizieren. Wenn man nichts über die Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines Szenarios weiß, ist die Angabe der Bandbreiten der Wahrscheinlichkeit zwischen 0 und 100% sachgerecht („Prinzip des unzureichenden Grunds“). Die vielfältig verfügbaren Methoden der Quantifizierung von Chancen und Gefahren (Risiken) auf dem Weg zu einer risikogerechten Bewertung sind verfügbar, aber bisher speziell im strategischen Management, das sich oft bisher nur mit der Einschätzung von Szenarien befasst, noch wenig bekannt.²⁸⁹

²⁸⁴ Vgl. Gleißner/Grundmann (2008).

²⁸⁵ Bzw. Informationen, die mit akzeptablen Kosten zu beschaffen sind.

²⁸⁶ Zu den entsprechenden Verfahren der Sicherung der Qualität von Risikoinformationen siehe Gleißner (2017c).

²⁸⁷ Oder über die Erfassung von Parameterunsicherheiten und sogenannter „Meta-Risiken“

²⁸⁸ Siehe zu den Grundlagen Sinn (1980); Liekweg (2003) und Zusammenfassung Gleißner (2017c).

²⁸⁹ Siehe eine Übersicht zu den Methoden Gleißner (2017c).

Um alle Risiken miteinander hinsichtlich ihrer Bedeutung vergleichen zu können, bietet sich die Definition eines einheitlichen Risikomaßes an (z.B. die Standardabweichung, der Value at Risk oder Expected Shortfall). Der Value at Risk ist z.B. ein „realistischer Höchstschaden“, der mit einer bestimmten vorgegebenen Wahrscheinlichkeit innerhalb einer Planperiode nicht überschritten wird. Er kann als Eigenkapitalbedarf interpretiert werden. Risikomaße ermöglichen ein einfaches „Rechnen mit Risiken“.

5.2.3 Risikoaggregation: Bestimmung von Gesamtrisikoumfang, Eigenkapitalbedarf und dem „Grad der Bestandsgefährdung“²⁹⁰

Um zu beurteilen, wie groß der Gesamtrisikoumfang ist, werden ein risikogerechter Kapitalkostensatz und die Risikoaggregation erforderlich, die auch Kombinationseffekte mehrerer Einzelrisiken betrachtet. Bei dieser Risikoaggregation werden die bewerteten Risiken in den Kontext der Unternehmensplanung gestellt, das heißt, es wird jeweils aufgezeigt, welches Risiko an welcher Position der Planung (Erfolgsplanung) zu Abweichungen führt. Mit Hilfe der Monte-Carlo-Simulation kann dann eine große repräsentative Anzahl möglicher risikobedingter Zukunftsszenarien berechnet und analysiert werden. Damit sind Rückschlüsse auf den Gesamtrisikoumfang, die Planungssicherung und eine realistische Bandbreite z.B. des Unternehmensergebnisses oder Cashflows möglich.²⁹¹ Aus der ermittelten risikobedingten Bandbreite des Ergebnisses kann unmittelbar auf die Höhe möglicher risikobedingter Verluste und damit auf den Bedarf an Eigenkapital und Liquidität zur Risikodeckung geschlossen werden, was wiederum Rückschlüsse auf das angemessene Rating zulässt. Auf diese Weise können auch Risikokennzahlen wie die Eigenkapitaldeckung bestimmt werden, die das Verhältnis des verfügbaren Eigenkapitals zum Eigenkapitalbedarf anzeigt. Speziell der Variationskoeffizient des Ertrags (V), das Verhältnis von Standardabweichung zum Erwartungswert, der zur Berechnung der Kapitalkosten (k) dient, wird hier berechnet (vgl. Kapitel 4.5.2).

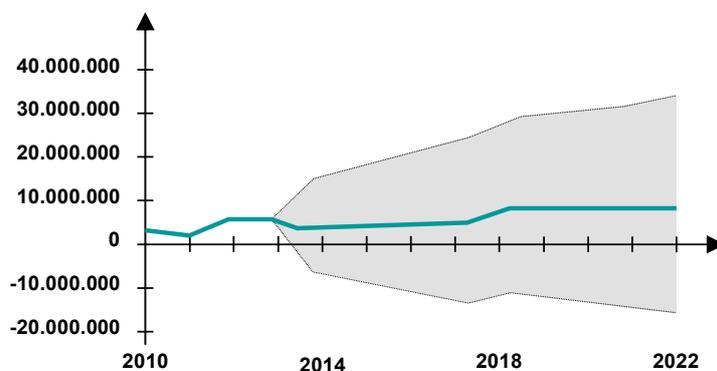


Abbildung 29: Bandbreitenplanung

Die Risikoaggregation ist auch nötig, um die gesetzlichen Anforderungen an ein Risikomanagement zu erfüllen. Der Sachverhalt, dass nicht Einzelrisiken, sondern der aggregierte Gesamtrisikoumfang für die Beurteilung der (freien) Risikotragfähigkeit und den Grad der Bestandsbedrohung eines Unternehmens maßgeblich ist, ist länger bekannt.

²⁹⁰ In enger Anlehnung an Gleißner (2016).

²⁹¹ Vgl. Fuser/Gleißner/Meier (1999) und Gleißner (2016).

Daher findet man in dem IDW Prüfungsstandard 340²⁹² folgende zentrale Anforderung an ein Risikofrüherkennungssystem nach §91 AktG:²⁹³

„Die Risikoanalyse beinhaltet eine Beurteilung der Tragweite der erkannten Risiken in Bezug auf Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitative Auswirkungen. Hierzu gehört auch die Einschätzung, ob Einzelrisiken, die isoliert betrachtet von nachrangiger Bedeutung sind, sich in ihrem Zusammenwirken oder durch Kumulation im Zeitablauf zu einem bestandsgefährdenden Risiko aggregieren können.“

Gefordert wird also die Aggregation aller (wesentlichen) Risiken über alle Risikoarten und auch über die Zeit. Da nur quantifizierte Risiken auch aggregiert werden können, folgt ein Gebot zur Quantifizierung sämtlicher Risiken. Durch eine Aggregation im Kontext der Planung – Chancen und Gefahren verstanden als Ursache möglicher Planabweichungen – muss untersucht werden, welche Auswirkungen diese auf den zukünftigen Ertrag, die wesentlichen Finanzkennzahlen, Kreditvereinbarungen (Covenants) und das Rating haben. So ist beispielsweise zu untersuchen, mit welcher Wahrscheinlichkeit durch den Eintritt bestehender Risiken (z.B. Konjunkturreinbruch in Verbindung mit einem gescheiterten Investitionsprojekt) das durch Finanzkennzahlen abschätzbare zukünftige Rating des Unternehmens unter ein für die Kapitaldienstfähigkeit notwendiges Niveau (B-Rating) abfallen könnte. Gerade die aus der Risikoaggregation ableitbaren Rating-Prognosen verknüpfen Unternehmensplanung und Risikoanalyse und stellen so den wichtigsten Krisenfrühwarnindikator dar. Ohne diese gemeinsame Betrachtung, also der Risikoaggregation, ist eine mögliche Bestandsbedrohung des Unternehmens nicht erkennbar. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit p ist nur gerade der Anteil der simulierten Szenarien, die zur Insolvenz führen. Damit ist die Risikoaggregation speziell auch bei Strategiebewertung und wertorientiertem Management unverzichtbar.

5.2.4 Risikobewältigung, Risikoüberwachung und Risikoreporting

Aus der Kenntnis über die relative Bedeutung der einzelnen Risiken und den Gesamtumfang der Bedrohung, die z.B. durch die Eigenkapitaldeckung ausgedrückt wird, lässt sich Handlungsbedarf für eine gezielte Risikobewältigung ableiten. Risikobewältigungsstrategien können dabei sowohl auf das Vermeiden von Risiken, als auch auf die Begrenzung der Schadenshöhe oder die Verminderung der Eintrittswahrscheinlichkeit abzielen. Eine hohe Bedeutung im Rahmen der Risikobewältigung hat der Risikotransfer auf Dritte, mit dem wichtigen Spezialfall der Versicherung gegen die Auswirkungen bestimmter Risiken.

Da sich die Risiken im Zeitverlauf ständig verändern, ist eine kontinuierliche Überwachung der wesentlichen Risiken notwendig. Gemäß den Anforderungen des Kontroll- und Transparenzgesetzes (KonTraG, §91 AktG) muss daher die Verantwortlichkeit für die Überwachung der wesentlichen Risiken, einschließlich Angaben zu Überwachungsturnus und Überwachungsumfang, klar zugeordnet und dokumentiert werden.

5.2.5 Risikomanagement im wertorientierten Management: Entscheidungsvorbereitung und Bewertung von Strategien und Projekten

²⁹² Noch deutlicher wird der neue DIIR Revisionsstandard Nr. 2 (vom November 2018) zur Prüfung des Risikomanagements (vom Deutschen Institut für Interne Revision).

²⁹³ Vgl. Gleißner (2017a).

Die Fähigkeiten im Risikomanagement sind bei einer nicht sicher vorhersehbaren Entwicklung des Unternehmensumfeldes ein zentraler Erfolgsfaktor. Sie tragen bei zur Krisenvermeidung, sichern Rating und Finanzierung, und helfen Investitionsalternativen oder Projekte risikogerecht zu beurteilen. Insgesamt unterstützt Risikomanagement die zentrale unternehmerische Aufgabe eines fundierten Abwägens von erwarteten Erträgen und Risiken bei wichtigen Entscheidungen („Bewertung“) – speziell bei strategischen Entwicklungen. Entscheidend ist, dass Risikoanalysen bei der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen vorgenommen werden, die zeigen, wie sich der Risikoumfang des Unternehmens bei der Entscheidung für eine Handlungsoption verändern würde („was-wäre-wenn-Analyse“).

Das Risikomanagement ist – wie erläutert – ein notwendiger Baustein für eine umfassende strategische, risiko- und wertorientierte Unternehmensführung. Für die Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen ist eine fundierte Strategie, eine darauf aufbauende operative Planung und eben eine Analyse von Chancen und Gefahren (Risiken) notwendig.²⁹⁴ Bei einer klar von den heute üblichen „kapitalmarktorientierten“ Steuerungssystemen abzugrenzenden „echten“ wertorientierten Steuerung wird im Entscheidungskalkül (z.B. über den Kapitalkostensatz) das Ertragsrisiko, also z.B. die Volatilität der Cashflows, erfasst (und nicht historische Aktienrendite-Schwankungen). Und in Anbetracht von Rating- und Finanzierungsrestriktion ist die Beurteilung von Handlungsoptionen auch mit Bezug auf das zukünftige Rating erforderlich, auch für risikobedingt mögliche Stress-Szenarien („Stresstest“).

Das Abwägen von Ertrag und Risiko bei der Entscheidungsvorbereitung ist nicht nur ökonomisch sinnvoll. Sie ist auch aus rechtlicher Sicht erforderlich, um der Unternehmensführung „angemessene Informationen“ bei Entscheidungen unter Unsicherheit bereitzustellen (wie §93 Aktiengesetz fordert). Organisatorisch erfordert ein entscheidungsorientiertes Risikomanagement, das eng mit dem Controlling zusammenarbeiten sollte, dass nicht nur vorhandene Risiken überwacht werden. Es ist bei der Vorbereitung von Entscheidungen notwendig, Risikoanalysen durchzuführen und zu zeigen, welche Implikationen die Entscheidung hätte für (a) den zukünftigen Risikoumfang und (b) das Rating bzw. die Insolvenzwahrscheinlichkeit (als Maß für den „Grad der Bestandsgefährdung“ des Unternehmens; vgl. die nachfolgende Abbildung 30). Damit ist das Risikomanagement Teil der wertorientierten Unternehmensführung („entscheidungsorientiertes Risikomanagement“).

²⁹⁴ Vgl. dazu die neuen „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung“ in Gleißner/Presber (2010); Gleißner (2015b) und Gleißner (2017a).

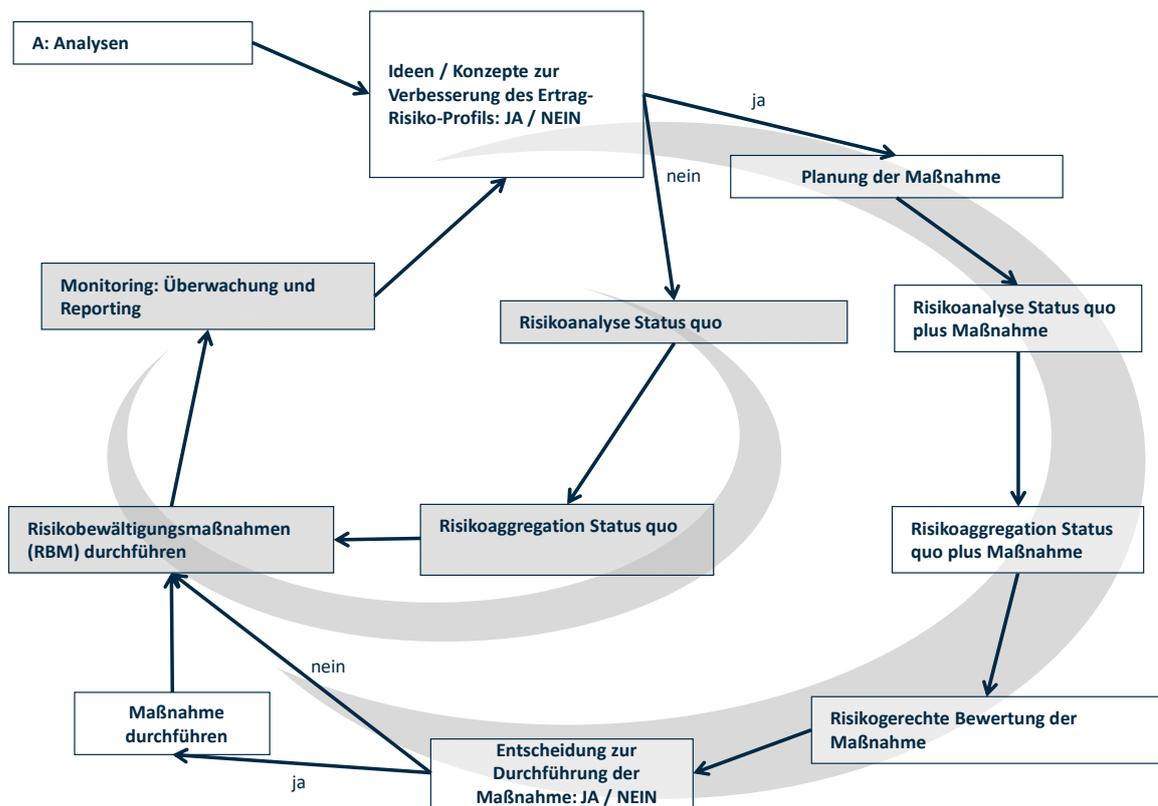


Abbildung 30: Risikoanalyse und Bewertung zur Entscheidungsvorbereitung²⁹⁵

Nach dieser kleinen Einführung in die Grundlagen des Risikomanagements wird nachfolgend der Bereich des strategischen Risikomanagements, den man auch als spezielles Anwendungsfeld des strategischen Managements auffassen kann, vertiefend betrachtet. Für eine fundierte Beurteilung einer strategischen Handlungsoption ist die Kenntnis der mit dieser verbundenen Chancen und Gefahren (Risiken) notwendig. Entsprechend werden nachfolgend die Methoden der Identifikation strategischer Risiken vorgestellt. Darauf aufbauend wird eine Übersicht typischer strategischer Risiken angeboten. Schließlich wird das Konzept eines „robusten“ Unternehmens vorgestellt, dessen Strategie speziell der Beachtung der für Unternehmen grundsätzlich unvermeidlichen Risiken entwickelt wird.

5.2.6 Fazit: 10 Thesen zur risikoorientierten Unternehmensführung²⁹⁶

Die folgenden 10 Thesen fassen die wichtigsten Botschaften zu einer modernen risikoorientierten Unternehmensführung zusammen und zeigen den engen Bezug zum wertorientierten Management.

²⁹⁵ Gleißner (2018c), S. 2771.

²⁹⁶ In enger Anlehnung an Gleißner (2017c), S. 525 – 527.

1. Risiken sind die aus der Unvorhersehbarkeit der Zukunft resultierenden Möglichkeiten, dass Planabweichungen auftreten können. Risiko ist der Oberbegriff zu Chance und Gefahr (d.h. möglichen positiven und negativen Planabweichungen).
2. Besonders wesentliche Risiken sind die „strategischen Risiken“ (insbesondere Bedrohungen der Erfolgspotenziale) und die Unsicherheiten bezüglich wesentlicher Planannahmen (z.B. bezüglich der Entwicklung von Nachfrage, Rohstoffpreisen oder Wechselkursen).
3. Risikomanagement beschäftigt sich als Querschnittsfunktion im Unternehmen mit der systematischen Identifikation, Quantifizierung, Aggregation, Bewältigung (Steuerung) und Überwachung von Risiken. Zielsetzung ist es, Transparenz zu schaffen über den Risikoumfang, um insbesondere mögliche bestandsbedrohende Entwicklungen rechtzeitig zu erkennen. Ein ökonomischer Mehrwert entsteht insbesondere, wenn schon bei der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen deren Implikationen für die zukünftigen Erträge einerseits sowie Risiko und Rating andererseits beurteilt werden.
4. Der Grad der Bestandsbedrohung eines Unternehmens in der Zukunft wird durch das zukünftige Rating ausgedrückt, das ein Maß für die Insolvenzwahrscheinlichkeit ist. Die Berechnung der Implikationen bestehender Risiken für das zukünftige Rating, also die Beurteilung eines Unternehmens aus Gläubigerperspektive, ist notwendig, um bestandsbedrohende Entwicklungen einschätzen zu können.
5. Alle wesentlichen Risiken des Unternehmens sollen und können – adäquate Fachkompetenz vorausgesetzt – durch geeignete Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben werden (z.B. durch Angabe von Mindestwert, wahrscheinlichstem Wert und Maximalwert einer Planungsposition).
6. Da normalerweise nicht Einzelrisiken, sondern Kombinationseffekte mehrerer Risiken zu Krisen und „bestandsgefährdenden Entwicklungen“ (im Sinne § 91 Abs. 2 AktG) führen, ist die Risikoaggregation die Schlüsseltechnologie im Risikomanagement. Risikoaggregation bestimmt den Gesamtrisikoumfang durch die Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien (Monte-Carlo-Simulation).
7. Das Abwägen erwarteter Erträge und Risiken über einen Erfolgsmaßstab ist möglich durch die Kennzahl „Unternehmenswert“. Diesen kann man ausgehend vom aggregierten Ertragsrisiko über risikogerechte Kapitalkosten berechnen und so z.B. verschiedene strategische Handlungsoptionen vergleichen („Strategiebewertung“). Risikoanalysen sind damit eine notwendige Grundlage für ein wertorientiertes Management, weil man aufgrund von Kapitalmarktunvollkommenheiten aus „historischen Aktienrenditeschwankungen“ (Betafaktor des CAPM) nicht auf die bewertungsrelevanten zukünftigen Ertragsrisiken des Unternehmens schließen kann.
8. Das Risikomanagement eines Unternehmens sollte soweit möglich für die Erfüllung seiner Aufgaben bestehende und bewährte Managementsysteme – wie Controlling, Qualitätsmanagement oder Projektmanagement – nutzen und, oft im Zusammenspiel mit der Weiterentwicklung des Controllings, zu einem integrierten „wertorientierten Unternehmenssteuerungsansatz“ führen. Ziel ist es die Unternehmensführung in die Lage zu versetzen, bei einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft deren Unwägbarkeiten besser im Entscheidungskalkül berücksichtigen zu können (und so den Unternehmenserfolg nachhaltig zu fördern).

9. Risikobewältigungsmaßnahmen tragen zur Optimierung des Ertrag-Risiko-Profiles bei und sind unter Beachtung ihrer Kosten und der Wirkungen auf den Gesamtrisikoumfang zu beurteilen (Optimierung der Risikokosten). Eine grundlegende Verbesserung des Ertrag-Risiko-Profiles erfordert meist eine Änderung der Strategie auf dem Weg zu einem „robusten Unternehmen“. Dieses meidet kritische Abhängigkeiten, hat ein hohes Risikodeckungspotenzial, hohe Flexibilität und baut auf Kernkompetenzen, die auf möglichst vielen attraktiven Märkten Wettbewerbsvorteile (Preissetzungsmacht) nachhaltig absichern.
10. Bei einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft sollten alle Mitarbeiter – und insbesondere die Unternehmensführung – jedes Management auch als Risikomanagement auffassen. Chancen und Gefahren, auch aus der unsicheren Wirkung der eigenen Aktivitäten und Entscheidungen, sollten grundsätzlich auch im üblichen Tagesgeschäft adäquat beachtet werden.

5.3 Strategische Risikoanalyse und strategisches Risikomanagement

5.3.1 Identifikation strategischer Risiken²⁹⁷

Im Kontext eines wertorientierten strategischen Managements hat die Betrachtung der strategischen Risiken offensichtlich eine zentrale Bedeutung.

Die Identifikation strategischer Risiken geschieht im Allgemeinen im Rahmen eines Workshops, an dem die Unternehmensführung teilnehmen sollte.²⁹⁸

Vor der eigentlichen Ableitung strategischer Risiken sind dann zunächst die Unternehmensstrategie mit ihren Kerninhalten und speziell die die Unternehmensstrategie maßgeblich bestimmenden Erfolgsfaktoren des Unternehmens schriftlich festzuhalten (vgl. Kapitel 3 zu den Kerninhalten).²⁹⁹ Dies ist auch dann sinnvoll, wenn es im Unternehmen an sich eine beschriebene und dokumentierte Strategie gibt, da die Diskussion über die Kernaspekte der Strategie oft doch unterschiedliche Vorstellungen oder Präzisierungsbedarf aufdeckt. Festzuhalten sind entsprechend insbesondere Kernkompetenzen, Geschäftsfelder und Wettbewerbsvorteile des Unternehmens sowie die Gestaltung der Wertschöpfungskette (mit ihren internen Stärken). Auch auf die Abhängigkeit der Erfolgspotenziale – und möglicherweise stabilisierende Effekte – sollte eingegangen werden (siehe „Geschäftslogik“).³⁰⁰ Zur Identifizierung strategischer Risiken ist eine Frage besonders nützlich: Welchen Bedrohungen sind die Erfolgspotenziale ausgesetzt? Denn solche Bedrohungen zeigen jeweils ein strategisches Risiko. Zur Präzisierung und Vervollständigung der Strategie kann eine Beschreibung anhand der erläuterten Strategiedimensionen vorgenommen werden, wobei hier auch aufzuzeigen ist, welche Veränderung der strategischen Positionierung, z.B. infolge von erwarteten Veränderungen des Umfelds, für die Zukunft vorgesehen ist. Zudem sollten die für das Unternehmen besonders wesentlichen Trends des Umfelds (z.B. bei Konsumentenwünschen, Technologie und Wettbewerber-Verhalten) zusammengefasst und deren (unsichere) Implikationen für die Unternehmensstrategie und die Erfolgspotenziale analysiert werden.

²⁹⁷ Vgl. vertiefend Gleißner (2017c).

²⁹⁸ Vgl. Gleißner (2017b) und (2017c).

²⁹⁹ Vgl. Kapitel 3.2.6.

³⁰⁰ Vgl. Gleißner (2017b und 2017c).

Bei der Identifikation strategischer Risiken sollte man auch über Zukunftstrends, Wettbewerbskräfte und die möglichen Wirkungen makroökonomischer Krisen nachdenken.³⁰¹ Deflation, ein starker Zinsanstieg oder Finanzierungsprobleme der hoch verschuldeten Staaten können erhebliche Auswirkungen auf Unternehmen haben.

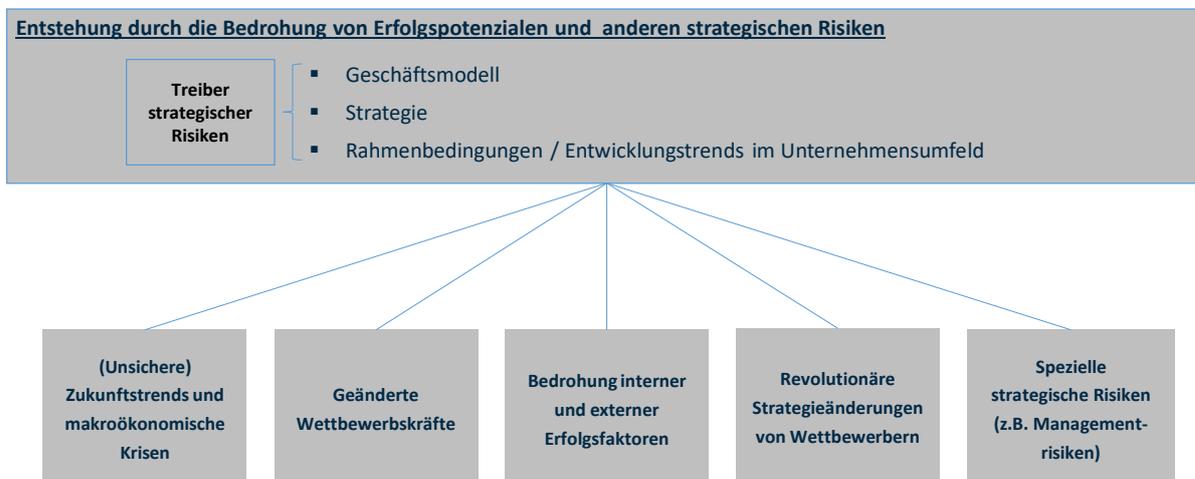


Abbildung 31: Strategische Risiken – ein Überblick

Die so beschriebene Gesamtsituation des Unternehmens in seinem Umfeld kann dann zunächst insgesamt auf Plausibilität, logische Konsistenz und nachhaltige Zukunftsfähigkeit beurteilt werden. Anschließend sollten alle Erfolgspotenziale einzeln betrachtet werden. Strategische Risiken werden identifiziert, indem aufgezeigt wird, welchen Veränderungen – speziell Bedrohungen – diese in der Zukunft ausgesetzt sein könnten. Solche Bedrohungen können dabei resultieren aus internen Risiken (z. B. Schlüsselpersonenrisiko), Entwicklungen im Umfeld (Trends) oder auch dem Verhalten von Wettbewerbern (z.B. die Entwicklung neuer Technologien oder disruptive Geschäftsmodelle). Dabei sollte man auch die (unsicheren) Zukunftstrends noch einmal im Hinblick auf ihre unsicheren Implikationen betrachten, um aus diesen und den zugrundeliegenden (unsicheren) Annahmen weitere strategische Risiken abzuleiten. Die Bedrohung der Erfolgspotenziale durch die bestehenden Wettbewerbskräfte (siehe Porter-Ansatz) und mögliche zukünftige Veränderungen der Struktur der Wettbewerbskräfte sollten in diesem Zusammenhang auch diskutiert werden.

Sämtliche identifizierten strategischen Risiken, die z.B. Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile oder die (relative) Kostenposition beeinflussen können, sollten dann strukturiert³⁰² zusammengefasst und in einem ersten „Inventar der strategischen Risiken“ dargestellt werden. Es ist dabei kein Problem, wenn bei der Diskussion über die Strategie auch ganz übliche „operative Risiken“ mit identifiziert und betrachtet werden (z.B. konjunkturelle Absatzmengenschwankungen, Zinsänderungsrisiken bei einem stark verschuldeten Unternehmen oder Rohstoffpreisschwankungen). Diese eher operativen Risiken, die quasi „nebenher“ identifiziert werden, können später im Rahmen der Risikoanalyse wieder aufgegriffen werden. Alle identifizierten Risiken sollten anschließend im

³⁰¹ Vgl. Gleißner (2017b) sowie Gleißner/Kamarás/Kreuser (2017).

³⁰² Z.B. anhand von Ursache- und Wirkungsbeziehung.

Hinblick auf ihre Relevanz grob eingeschätzt werden, wobei eine Begründung der Relevanzeinschätzung sinnvoll ist. Vor einer ersten Priorisierung der strategischen Risiken hat es sich bewährt, die im Workshop abgeleitete Liste dahingehend zu prüfen, ob auch die Risiken noch einmal im Hinblick auf „typische Risiken“, die in Anbetracht der spezifischen Unternehmens- und Umfeldsituation (Charakteristika) des eigenen Unternehmens mit besonderer Häufigkeit auftreten, enthalten sind (sofern zutreffend).³⁰³

5.3.2 Strategische Risiken: Beispiele³⁰⁴

Das strategische Risikomanagement beschäftigt sich mit der Frage, von welchen Faktoren der langfristige Erfolg des Unternehmens („Erfolgsfaktoren“) abhängig ist und welchen Bedrohungen diese Faktoren ausgesetzt sind.

Strategisches Risikomanagement sollte daher immer auch als Teil des strategischen Managements aufgefasst werden.

Die strategischen Risiken eines Unternehmens ergeben sich unmittelbar aus Geschäftsmodell und Strategie sowie den Rahmenbedingungen und Entwicklungstrends im für das Unternehmen maßgeblichen Umfeld.³⁰⁵

Die Unternehmensstrategie und die diese tragenden Erfolgspotenziale eines Unternehmens können grundsätzlich in Frage gestellt werden, wenn sich die Rahmenbedingungen des Umfelds verändern. Strategische Risiken ergeben sich damit aus den unsicheren Auswirkungen der ebenfalls unsicheren Entwicklung wesentlicher Zukunftstrends in der Demografie, Technologie sowie gesellschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen.³⁰⁶

Der schon seit langer Zeit die Wirtschafts- und Gesellschaftsentwicklung maßgeblich bestimmende Trend zu „sinkenden Transaktionskosten“ führt z.B. zur Individualisierung und Atomisierung von Märkten sowie einem zunehmenden Wettbewerb auch über bisher bestehende regionale oder branchenbezogene Grenzen hinweg.

In vielen Wirtschaftsbereichen ergeben sich besonders wesentliche strategische Chancen und Gefahren durch Industrie 4.0, Digitalisierung und „Big Data“.³⁰⁷ Man erwartet mit den neuen Techniken und den zunehmenden Informationen über die Bedürfnisse der Kunden auch eine zunehmende Integration der Wertschöpfungskette und die Möglichkeit kostengünstig auch kundenindividuelle Lösungen anbieten zu können. Die Verfügbarkeit und intelligente Auswertung von Daten (speziell über Kunden) schafft auch neue Chancen, z.B. durch intelligente Kundenbindung (zu denken ist hier an die Geschäftsmodelle, z.B. von Google, Amazon oder Facebook).

Aktueller Status und zukünftig mögliche Änderungen der Marktattraktivität und der maßgeblichen Wettbewerbskräfte führen ebenfalls zu strategischen Risiken, z.B. durch:

- die Entstehung von Substitutionsprodukten aufgrund neuer Technologie,
- zunehmende Abhängigkeit von wenigen Kunden oder Lieferanten,

³⁰³ Vgl. Gleißner (2017c) mit Checklisten.

³⁰⁴ In Anlehnung an Gleißner (2017c), S. 125-129.

³⁰⁵ Vgl. die ausführliche Erläuterung bei Gleißner (2017c), S. 125-140 auch zu typischen Risikoprofilen von Unternehmen mit bestimmten Charakteristiken (wie Wachstums- oder Familienunternehmen).

³⁰⁶ Vgl. z.B. Gleißner (2004b), S. 67-80 und Blum/Gleißner (2001).

³⁰⁷ Siehe zur Übersicht Scheer (2015) und Schlüchtermann/Siebert (2015).

- die Reduzierung von Markteintrittshemmnissen, z.B. durch Abbau regulatorischer Schranken, sinkende Transaktionskosten oder neue Technologien oder
- eine Verschärfung des Wettbewerbs durch aus Kundenperspektive immer stärker austauschbare Produkte, was den Preis zum dominierenden Kaufkriterium werden lässt.

Besonders hohe strategische Risiken haben oft Unternehmen, deren Erfolgspotenziale im Wesentlichen „exogen“ und damit nicht steuerbar sind. Wenn z.B. der Erfolg eines Unternehmens insbesondere das Resultat einer aktuell hohen Nachfrage-Wachstumsrate ist, führt dies unmittelbar zu einem großen strategischen Risiko.

Grundsätzlich sind zudem alle erkennbaren Bedrohungen von Kernkompetenzen, internen Stärken und der Wettbewerbsvorteile bezogen auf die für die Kunden wichtigen Kaufkriterien bedeutende strategische Risiken.

Selbst bei der Verteidigung einer Qualitäts- oder Technologie-Führerschaft der eigenen Produkte können sich bisher oft noch unterschätzte strategische Risiken ergeben. Die kontinuierliche Verbesserung der Produkteigenschaften, der Qualität oder der Technologie sind für Kunden nur dann ein relevantes Kaufkriterium, solange diese dadurch noch einen erkennbaren Vorteil haben.³⁰⁸

Strategische Risiken eines Unternehmens sind schließlich auch die Folge von zukünftig bestehenden strategischen Handlungsoptionen von (potenziellen) Wettbewerbern, die die Erfolgsaussichten der eigenen Strategie reduzieren oder zunichte machen können. Risiken ergeben sich insbesondere aus möglichen „revolutionären Veränderungen“ von Unternehmensstrategien und Geschäftsmodellen in der Branche. Hamel (1996, S. 69–82) nennt hier z.B. die folgenden Ansatzpunkte:

- Massive Verbesserung des Preis-Leistungs-Verhältnisses eines Produkts,
- Separierung der gewünschten „Funktion“ vom bisher dafür genutzten „Medium“,
- Kundenspezifische Individualisierung von Produkten,
- Eliminierung ganzer Abschnitte der Wertschöpfungskette oder
- Verschmelzen der eigenen Branche mit Nachbarbranchen, die ähnliche Fähigkeiten (Kernkompetenzen) erfordern.

Solche Ansatzpunkte für „revolutionäre Strategien“ ergeben sich heute durch die neuen Technologien (Digitalisierung) wesentlich häufiger als früher und sind die Grundlage von „disruptiver Strategien, z.B. durch innovative digitale Geschäftsmodellen“.³⁰⁹

5.4 Robuste Strategien und robuste Unternehmen³¹⁰

Die Bewältigung strategischer Risiken erfordert meist eine Anpassung der Unternehmensstrategie, deren tragende Erfolgspotenziale sie bedrohen. Der Risikoumfang eines Unternehmens wird im Wesentlichen durch die Entscheidung der Unternehmensführung, speziell durch die Entscheidungen bezüglich der Strategie, bestimmt. Eine Optimierung des Ertrag-Risiko-Profiles der Unternehmensstrategie und speziell eine Reduzierung strategischer Risiken kann erreicht werden durch eine Orientierung der Prinzipien

³⁰⁸ Siehe Christensen/Raynor (2003).

³⁰⁹ Siehe Christensen/Raynor/McDonald (2015) und Rogers (2016).

³¹⁰ In Anlehnung an Gleißner (2017c), S. 309-310.

eines „robusten Unternehmens“.³¹¹ Für die Bewältigung strategischer Risiken oft nützliche Ansatzpunkte sind damit die folgenden:

1. Auf- und Ausbau von nachhaltigen Kernkompetenzen, die auf unterschiedlichen Geschäftsfeldern Wettbewerbsvorteile (mit Preissetzungsmacht) generieren helfen; unter besonderer Beachtung von „Dynamischen Fähigkeiten“³¹² zur Anpassung des Unternehmens an die sich verändernde Umwelt.
2. Nutzung natürlicher Ausgleichseffekte (natural hedges), z.B. durch die Synchronisation der Wirkung von Währungskursen auf Erlös und Kosten.
3. Verbesserung der Flexibilität und organisatorischen Stabilität (z.B. durch höhere Selbständigkeit der Mitarbeiter, Einsatz universeller, nutzbarer Ressourcen etc.)
4. Vermeidung kritischer Abhängigkeiten (von wenigen Kunden, Lieferanten, Schlüsselmitarbeitern, ...)

Weitere Ansatzpunkte zur Bewältigung strategischer Risiken (Bedrohung von Erfolgspotenzialen etc.) findet man in „Grundlagen des Risikomanagements“ (Gleißner, 2017c). Ziel ist die Entwicklung eines „robusten Unternehmens“.³¹³

Das nachfolgend skizzierte Leitbild³¹⁴ eines „robusten Unternehmens“, also eines Unternehmens mit einer „robusten Strategie“, integriert Erkenntnisse aus strategischem Management, Risikomanagement und wertorientierter Unternehmensführung. Es fasst damit auf einer qualitativen Ebene viele der in diesem Buch skizzierten Gedanken zusammen (z.B. im Hinblick auf die Relevanz von Ertragsrisiko und Insolvenzrisiken für den Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab).

Dieses Leitbild hat sich in den letzten 20 Jahren kaum verändert und bleibt auch in einer zunehmend digitalisierten Welt relevant. Es lässt sich wie folgt skizzieren:

Bei der Entwicklung einer robusten Strategie ist es zunächst notwendig, sich von der Illusion einer vollständigen Determiniertheit oder sicheren Vorhersehbarkeit der Zukunft zu verabschieden und den unvermeidlichen Unsicherheiten durch eine gezielte Risikoanalyse – als Ergänzung der traditionellen Planung – zu begegnen. Denn nicht nur durch eine Steigerung der erwarteten Erträge, sondern ebenso durch eine Reduzierung der Risiken und die Verbesserung des Ratings kann man den Erfolg eines Unternehmens steigern.³¹⁵

Das Ziel sollte daher ein „Robustes Unternehmen“³¹⁶ sein, das so flexibel und beweglich ist, sich auch an unvorhergesehene Entwicklungen anpassen zu können. Seine Risiken durch unsichere Marktentwicklungen sind beispielsweise so abzustimmen, dass sie vom „Sicherheitspuffer“ Eigenkapital und Liquidität (Risikodeckungspotenzial) getragen werden können und ein angemessenes Rating gesichert ist, auch wenn schwerwiegende Risiken eintreten. Ein „Robustes Unternehmen“ kann die Wirkungen von Risiken „ver-

³¹¹ Siehe Kapitel 2.2.2 in Gleißner (2017c).

³¹² Quelle: Fainshmidt et al. (2016) und vgl. Richter (2019).

³¹³ Vgl. Gleißner (2017c), Kapitel 2.2.2.

³¹⁴ In enger Anlehnung an Gleißner (2017d).

³¹⁵ Gemäß den Vorstellungen der Kapitalmarkttheorie – z.B. des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM) – sind in vollkommenen Märkten bei Vernachlässigung von Konkurskosten nur die „systematischen Risiken“, also solche, die unternehmensübergreifend und nicht durch Diversifikation zu eliminieren sind, bewertungsrelevant.

³¹⁶ Vgl. zu diesem strategischen Konzept Gleißner (2000b, 2004b und 2008a).

kraften“. konzentriert sich auf Kernkompetenzen, die langfristig wertvoll, schwierig kopierbar und vielfältig nutzbar sind, wobei Fähigkeiten von Mitarbeitern ebenso wie Daten über Kunden kompetenzbestimmende Faktoren darstellen. Bedeutend sind hier insbesondere die Fähigkeiten, (mögliche) Veränderungen der Umwelt erkennen und das Unternehmen an diese anpassen zu können. Es baut auf dieser Grundlage – orientiert an den Kundenwünschen – Wettbewerbsvorteile auf, die zu einer Differenzierung von Wettbewerbern und zur möglichst langfristigen Bindung von Kunden beitragen. Dies führt zu „Preissetzungsmacht“ und der Möglichkeit, Kostenschwankungen zu überwälzen. Unattraktive Tätigkeitsfelder oder Kundengruppen werden 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, und durch deren Auslagerung das Unternehmen nicht zu sehr in Abhängigkeit gerät. Das Unternehmen gestaltet seine Arbeitsabläufe möglichst unkompliziert unter gleichzeitiger Berücksichtigung von Kosten-, Risiko-, Geschwindigkeits- und Qualitätsaspekten. Es werden, soweit möglich, Bedingungen für selbstorganisierende Strukturen geschaffen, die den Mitarbeitern Freiräume und Anreize für eigenverantwortliches Handeln bieten.

Bei der Entwicklung einer Strategie für ein „Robustes Unternehmen“ ist immer zu bedenken, dass es auch mit den besten Prognoseverfahren und den leistungsfähigsten Risikoquantifizierungsmethoden niemals möglich ist, sämtliche Unwägbarkeiten der Zukunft einzuschätzen. Auch aus der Fortschreibung von Daten der Vergangenheit kann nicht zwingend auf den zukünftigen Risikoumfang geschlossen werden, da ein mögliches Extremereignis bisher im betrachteten historischen Zeitraum einfach noch nicht eingetreten sein könnte, was zu einer Unterschätzung des Risikoumfangs (und einer Überschätzung der erwarteten Ergebnisse) führt.³¹⁷ In Anbetracht derartiger Unwägbarkeiten ist neben einer quantitativen Einschätzung des Risikoumfangs und einer adäquaten Ausgestaltung des Risikodeckungspotenzials und der Flexibilität des Unternehmens eine weitere Handlungsmaxime zu beachten: Durch eine breite Diversifikation und eine Verlust- bzw. Haftungsbeschränkung bezüglich der einzelnen Aktivitäten im Rahmen eines diversifizierten Portfolios kann erreicht werden, dass auch durch unerwartete negative Extremereignisse, die ein spezifisches Engagement (ein Geschäftsfeld oder ein Unternehmen) komplett eliminieren, nicht der Gesamtwohlstand der Eigentümer gefährdet ist. Je fokussierter das Vermögen der Eigentümer (z.B. eines mittelständischen Unternehmers) ist, desto ausgeprägter sollten daher Regelungen zur Haftungsbegrenzung, Verlustbegrenzung und eine ausgeprägte Diversifikation im Unternehmen sein.

Das Leitbild des „Robusten Unternehmens“ beschreibt keine Patentlösung, sondern es zeigt zusammenfassend die verschiedenen Ansatzpunkte, die sich aus der Erfolgsfaktorenforschung, dem Risikomanagement und der Konzeption eines wertorientierten Managements durch die Berücksichtigung der „Planungssicherheit“ für eine wirksame Verbesserung von Unternehmensstrategien ableiten lassen (vgl. Abbildung 32).

³¹⁷ Siehe Taleb (2007 und 2008 und 2014 zur „Antifragilität“ von Strategien).

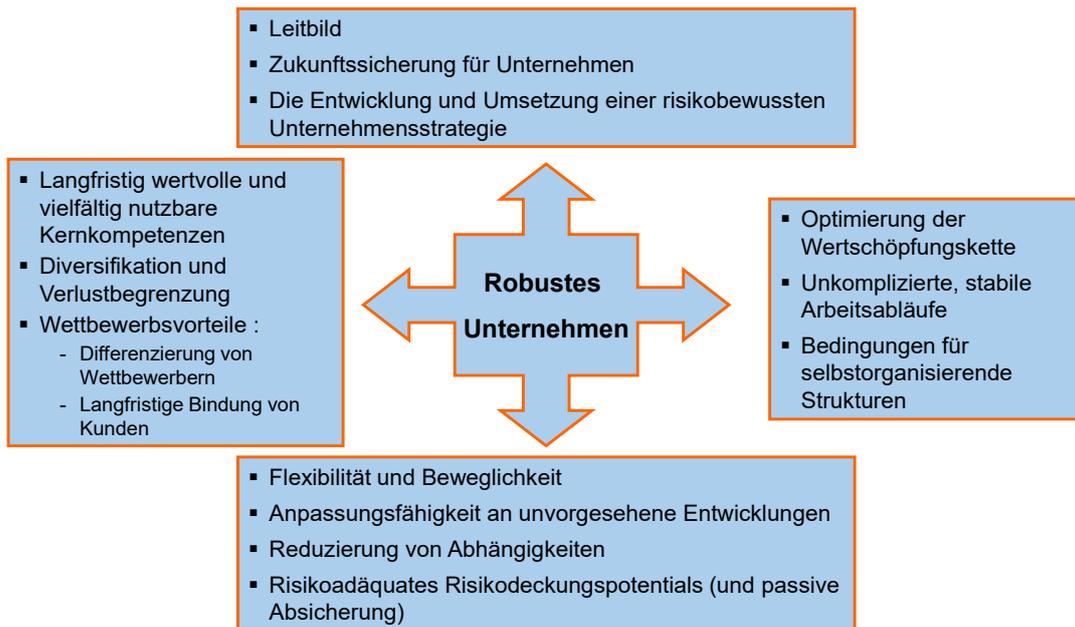


Abbildung 32: Bewältigung strategischer Risiken und robuste Unternehmensstrategien

Inzwischen wird das Thema „Robustheit“ auch unter dem Begriff „Resilienz“³¹⁸ immer häufiger genannt. Man versteht unter diesem ursprünglich aus der Biologie kommenden Begriff die Fähigkeit eines Unternehmens auch negativen externen Einflüssen aus dem Umfeld erfolgreich begegnen zu können.³¹⁹ Das Thema steht damit offenkundig im engen Zusammenhang mit dem strategischen Risikomanagement, das sich ja gerade mit wesentlichen Möglichkeiten für schwerwiegende Planabweichungen befasst – und es ist letztlich weitgehend ein Aufgreifen des Konzepts eines „Robusten Unternehmens“.³²⁰

Das Leitbild des Robusten Unternehmens ist praktisch zeitlos. Es ist eine Leitlinie, um die wesentlichen Überlegungen des Risikomanagements im strategischen Management zu verankern und der Unternehmensführung klar zu verdeutlichen, dass grundlegende Änderungen des Ertrag-Risiko-Profiles des Unternehmens meist einhergehen mit Veränderungen der Strategie selbst (vgl. Tabelle 4 mit Ansatzpunkten zur Verbesserung).

Fragen	Antwortmöglichkeiten		
	nein (=0)	teilweise (=1)	ja (=2)
1. Verfügt das Unternehmen über klar ausgeprägte, nachhaltig gesicherte und schwer kopierbare Kernkompetenzen, aus denen sich auch in der Zukunft für Kunden wahrnehmbare Wettbewerbsvorteile ableiten lassen?			
2. Können die Kernkompetenzen auf unterschiedlichen Geschäftsfeldern eingesetzt werden („Skalierung“)?			
3. Verfügt das Unternehmen über wesentliche Wettbewerbsvorteile in mehr als einem der primären Abschnitte der Wertschöpfungskette – Forschung und Entwicklung, Leistungserstellung, Marketing und Vertrieb?			

³¹⁸ Vgl. z.B. Löffler (2014).

³¹⁹ Talebs jüngeres Konzept der „Antifragilität“ weist einige Ähnlichkeiten auf – aber auch deutliche Unterschiede.

³²⁰ Gleißner (2000b und 2004b sowie 2008a).

4.	Verfügt das Unternehmen in Relation zum (aggregierten) Risikoumfang über eine hohe Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung (Risikotragfähigkeit)?			
5.	Können Abhängigkeiten von einzelnen Kunden vermieden werden?			
6.	Wurden Abhängigkeiten von wesentlichen Schlüssellieferanten vermieden?			
7.	Im Rahmen der strategischen Risikoanalyse wurden keine akuten Bedrohungen der wesentlichen Erfolgspotenziale (Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile, interne Stärken) festgestellt?			
8.	Weisen die wesentlichen personellen und materiellen Ressourcen des Unternehmens ein hohes Maß von Flexibilität auf, und können sie damit auch für unterschiedliche Aufgabenstellungen genutzt werden?			
9.	Kann aufgrund für den Kunden wahrnehmbarer Wettbewerbsvorteile (z.B. bezüglich Qualität) ein Preiswettbewerb weitgehend vermieden werden und besteht Preissetzungsmacht?			
10.	Ist eine schwerwiegende Bedrohung des Geschäftsmodells durch potenzielle neue Wettbewerber (aus anderen Regionen oder Branchen) oder durch Substitutionsprodukte weitgehend auszuschließen?			
11.	Existiert im Hinblick auf Produkte, Regionen und Zielgruppen eine breite Diversifikation und damit keine ausgeprägte Abhängigkeit von einzelnen Geschäftsaktivitäten?			
12.	Können durch Haftungsbeschränkungen oder Versicherungen extreme Verluste begrenzt werden?			
Klasse	Punktzahl	Ihre Unternehmensrobustheit		
I	0 bis 5	... steht noch ganz am Anfang.		
II	6 bis 10	... ist noch verbesserungsbedürftig.		
III	11 bis 115	... ist guter Durchschnitt.		
IV	16 bis 20	... ist klar überdurchschnittlich.		
V	21 bis 24	... ist hervorragend.		

Tabelle 4: Checkliste „Robustes Unternehmen“

6 Wertorientierte strategische Unternehmensführung und Steuerungssysteme

6.1 Die Systembausteine im Zusammenspiel

Ein unternehmensweites Risikomanagement sollte im Zusammenspiel mit Controlling, Planung und strategischer Unternehmenssteuerung als Baustein eines „integrierten wertorientierten Steuerungssystems“ aufgefasst werden, das der Strategiebewertung, Entscheidungsvorbereitung und Strategieumsetzung dient.³²¹

Der Vergleich des Ertrag-Risiko-Profiles von Projekten, Unternehmen oder Strategien kann erfolgen durch die Berechnung des fundamentalen Unternehmenswerts (Ertragswert, Discounted Cashflow) oder anderer wertorientierter Performancemaße. Entgegen der bisherigen Praxis in vielen Unternehmen ist dabei sicherzustellen, dass der den Unternehmenswert oder Economic Value Added beeinflussende „Werttreiber Kapitalkosten“, also die risikogerechten Mindestanforderungen an die erwartete Rendite, tatsächlich vom Ertragsrisiko abhängt. Aus historischen Aktienkursschwankungen (via Beta-Faktor) kann man – wie erläutert – nicht auf die entscheidungs- und bewertungsrelevanten zukünftigen Risiken schließen.

Grundsätzlich zu beachten ist schließlich, dass Veränderungen des Risikoumfangs auch zu Veränderungen des (zukünftigen) Ratings (der Insolvenzwahrscheinlichkeit) führen und auch das Rating einen „Werttreiber“ darstellt. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit wirkt nämlich weitgehend wie eine „negative Wachstumsrate“ der Erträge und beeinflusst in erheblichem Umfang den Wert des Unternehmens. Noch immer wird bei Unternehmensbewertung und wertorientierter Steuerung fälschlicherweise ignoriert, dass Unternehmen nicht „ewig“ existieren. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit beeinflusst auch die Fremdkapitalkosten.

Entscheidungsrelevant ist im Allgemeinen der aggregierte Gesamtrisikoumfang (ausgedrückt durch den Eigenkapitalbedarf/Value at Risk und/oder Variationskoeffizient des Ertrags), dessen Berechnung eine stochastische Simulation (Monte-Carlo-Simulation) erfordert. Für die eigentliche Vorbereitung der Entscheidung benötigt man Informationen über die Veränderung des aggregierten Gesamtrisikoumfangs, über die Auswirkung auf das Rating in der Zukunft (Krisenwarnindikator) sowie eine risikogerechte Bewertung, das heißt ein Abwägen erwarteter Erträge und Risiken. Damit ist ein Zusammenspiel von Controlling und Risikomanagement in einem integrierten wertorientierten Unternehmenssteuerungssystem naheliegend (vgl. Abbildung 33 zu den wichtigsten Zusammenhängen).

Unter einem integrierten wertorientierten Steuerungssystem ist also ein Instrumentarium zur Unterstützung für die Unternehmensführung zu verstehen, das die Hauptdeterminanten des Unternehmenswertes – nämlich die erwarteten freien Cashflows (Erträge), die Diskontierungszinssätze (Kapitalkosten) und die Insolvenzwahrscheinlichkeit – durch miteinander verbundene Untersysteme, nämlich die Planung mit den strategischen Kennzahlen³²² und das Risikomanagementsystem, fundiert berechnet. Neben dem operativen Managementsystem sollte auch das strategische Management, z.B. unterstützt durch eine Balanced Scorecard, in einem integrierten wertorientierten Managementkonzept einbezogen werden. Neben Entscheidungsunterstützung ermöglicht dies auch die Umsetzungsunterstützung.

³²¹ Quelle: Gleißner (2000c, 2004b sowie 2000b).

³²² Key Performance Indicator (KPI).

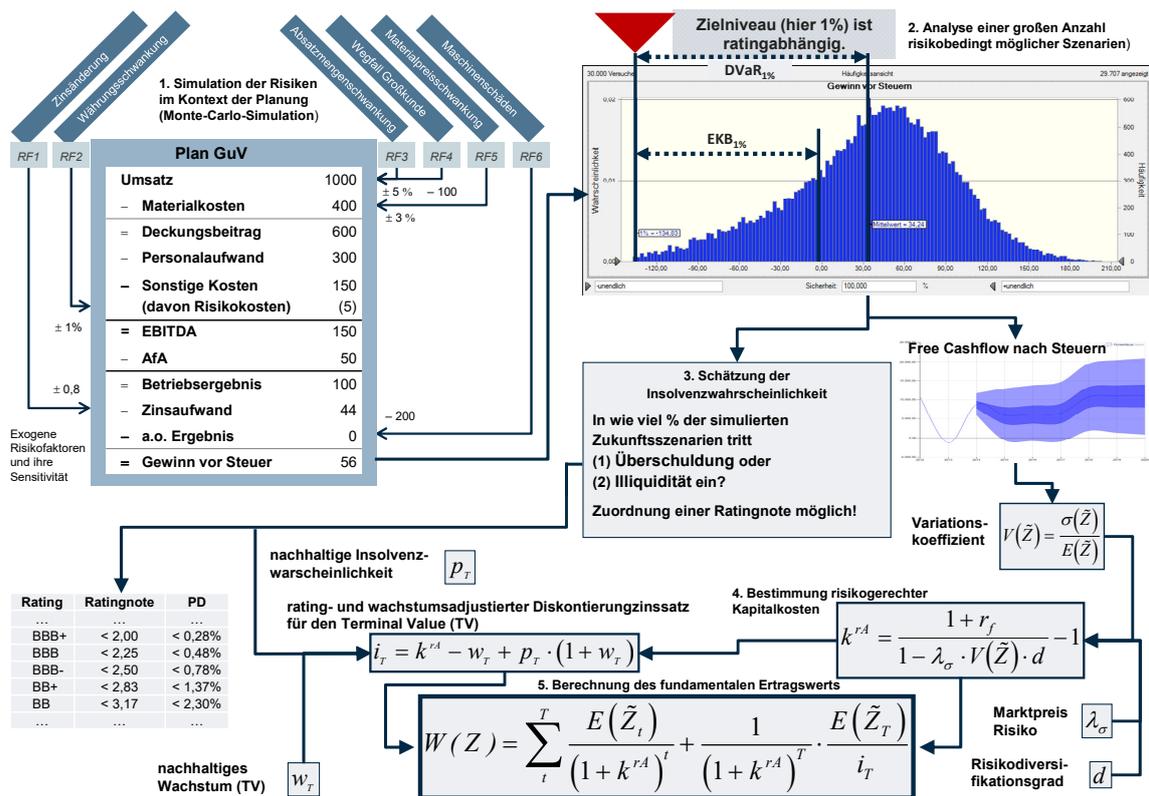


Abbildung 33: Bestimmung des fundamentalen Ertragswerts als Performancemaß über Risikoanalyse, Risikosimulation, Rating-Prognose – die Zusammenhänge in einem integrierten Ansatz³²³

Nützlich für die Strategieumsetzung sind strategische Managementsysteme, die die strategischen Ziele durch geeignete Kennzahlen ausdrückt und diesen Maßnahmen und Verantwortlichkeiten für die Umsetzung zuordnet (wie z.B. die Balanced Scorecard von Kaplan und Norton, 1992 und 1997). Ein derartiges strategisches Kennzahlensystem trägt zunächst dazu bei, dass die Strategie präzisiert und operationalisiert wird. Sie führt zudem zu einer Verknüpfung der Strategie – über Kennzahlen – mit der operativen Umsetzung, weil strategischen Zielen immer auch die für die Realisierung erforderlichen Maßnahmen (und Budgets) zugeordnet werden und klargestellt wird, welche Führungskraft für die Zielerreichung und die Maßnahmen verantwortlich ist.

Eine Balanced Scorecard³²⁴ ist somit ein strategisch ausgerichtetes Steuerungssystem, das der Unternehmensführung bei der Kommunikation und der Umsetzung der Unternehmensstrategie hilft. Ihr Ziel ist es, die Strategie operativ umsetzbar und messbar zu machen. Die Umsetzung der Strategie wird gefördert durch die Zuordnung von Messgrößen, Verantwortlichen und Maßnahmen zu den strategischen Zielen. Die so präzierte Strategie ist zudem Grundlage für eine strategiekonforme operative Planung. Die Entwicklung der Balanced Scorecard erfolgte vor dem Hintergrund, dass bisher in Kennzahlensystemen finanzielle Größen dominierten. Durch diese können zwar Ergebnisse

³²³ Siehe hierzu Gleißner (2019c und 2011). $E(\tilde{Z}_T)$ ist um $(1-p)$ korrigiert.

³²⁴ Siehe Kaplan/Norton (1997).

beschrieben werden, aber deren Ursachen und besonders deren zukünftige Entwicklung – die das Unternehmen ja besonders interessiert – können oft nicht beurteilt werden.

Insbesondere strategische Erfolgspotenziale (z.B. Prozesseffizienz oder Wettbewerbsvorteile) bleiben heute noch oft unbeachtet. Um dem entgegenzuwirken, werden neben den üblichen Kennzahlen aus der Finanzperspektive (z.B. zur Rentabilität), die primär eben nur die Ergebnisse der unternehmerischen Tätigkeit zeigen, auch Kennzahlen einbezogen, die künftig diese finanziellen Kennzahlen beeinflussen. Dies sind (indirekte) Werttreiber oder Key-Performance-Indikatoren, wie z.B. Kundenzufriedenheit, Arbeitsproduktivität, Weiterempfehlungsrate oder Auftragsdurchlaufzeit. Hierzu wird die Geschäftslogik des Unternehmens meist mit Hilfe von vier Perspektiven abgebildet, nämlich der Mitarbeiterperspektive, der Marktperspektive, der Prozessperspektive und schließlich der Finanzperspektive. Eine Balanced Scorecard zeigt somit die in der Markt- und Prozessperspektive befindlichen direkten Werttreiber des Unternehmenswerts sowie deren Bestimmungsfaktoren aus der Mitarbeiterperspektive, die insoweit auch als vorgelagerte Werttreiber verstanden werden können. Diese beeinflussen die Umsätze und die Kosten – und somit letztendlich die den Unternehmenswert bestimmenden freien Cashflows und Erträge (Zahlungsströme), was in der operativen Planung dargestellt wird (vgl. Abbildung 34).

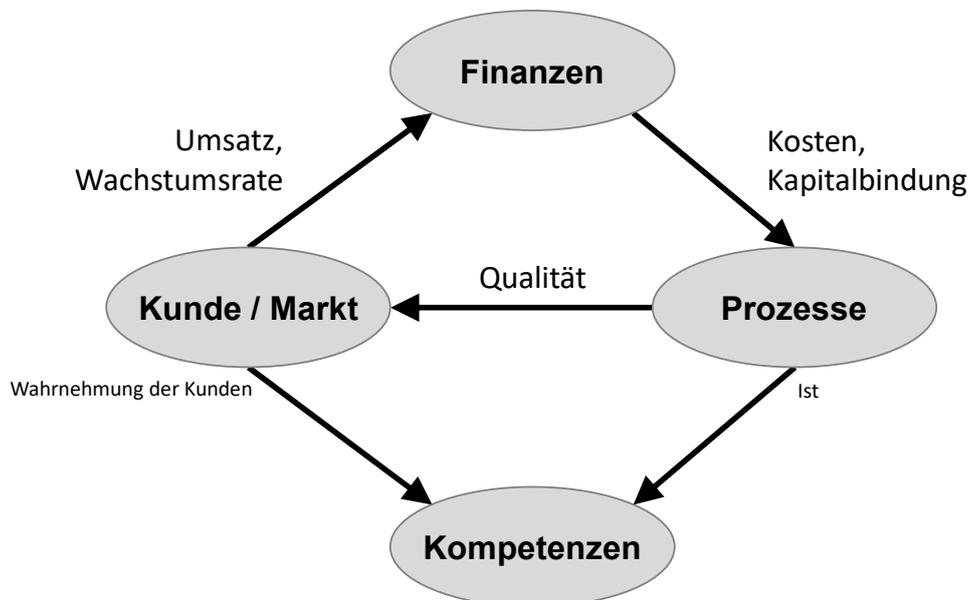


Abbildung 34: Wichtige Kausalbeziehungen zwischen Prozess-, Kunden- und Finanzperspektive³²⁵

Das Risikomanagement wiederum als weiteres Element eines solchen integrierten wertorientierten Steuerungssystems findet seinen Platz bei der Ermittlung von Gesamtrisikoumfang und Eigenkapitalbedarf durch Aggregation der Unternehmensrisiken im Kontext der strategiekonformen Unternehmensplanung. Es schafft die Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Kapitalkosten und die Ableitung der Insolvenzwahrscheinlichkeit als Maß der Bestandsbedrohung des Unternehmens im Sinne des KonTraG (§91 AktG). Durch wertorientierte Risikomanagementsysteme, die mit Controlling und strate-

³²⁵ Quelle: Gleißner (2000c), S. 130.

gischen Unternehmenssteuerungssystemen verbunden sind, werden damit Voraussetzungen geschaffen, um die Konsequenzen geplanter strategischer Maßnahmen auf den Unternehmenswert über alle Wirkungswege – erwartete Erträge, Rating und Kapitalkosten – transparent zu machen. Damit tragen sie letztlich zu einer besseren Fundierung wichtiger unternehmerischer Entscheidungen bei. Integrierte wertorientierte Controlling- und Steuerungssysteme müssen dabei gewährleisten, dass schon bei der Vorbereitung von Top-Management-Entscheidungen (neben einer traditionellen Ertragsplanung) auch eine Risikoanalyse und Risikoaggregation vorgenommen wird, um mittels risikogerechter Bewertung das Ertrag-Risiko-Profil alternativer Handlungsmöglichkeiten vergleichen zu können. Controlling, Planung und Risikomanagement arbeiten dabei nicht nur bei der Entscheidungsvorbereitung zusammen; schon bei der Risikoanalyse werden z.B. systematische, unsichere Annahmen der Planung als Risiken erfasst.

Die nachfolgende Abbildung stellt die Stellung von Risikomanagement und strategisches Management (Balanced Scorecard) eines solchen integrierten wertorientierten Steuerungssystems grafisch dar (wobei die Insolvenzwahrscheinlichkeit p vereinfachend nicht dargestellt wurde).

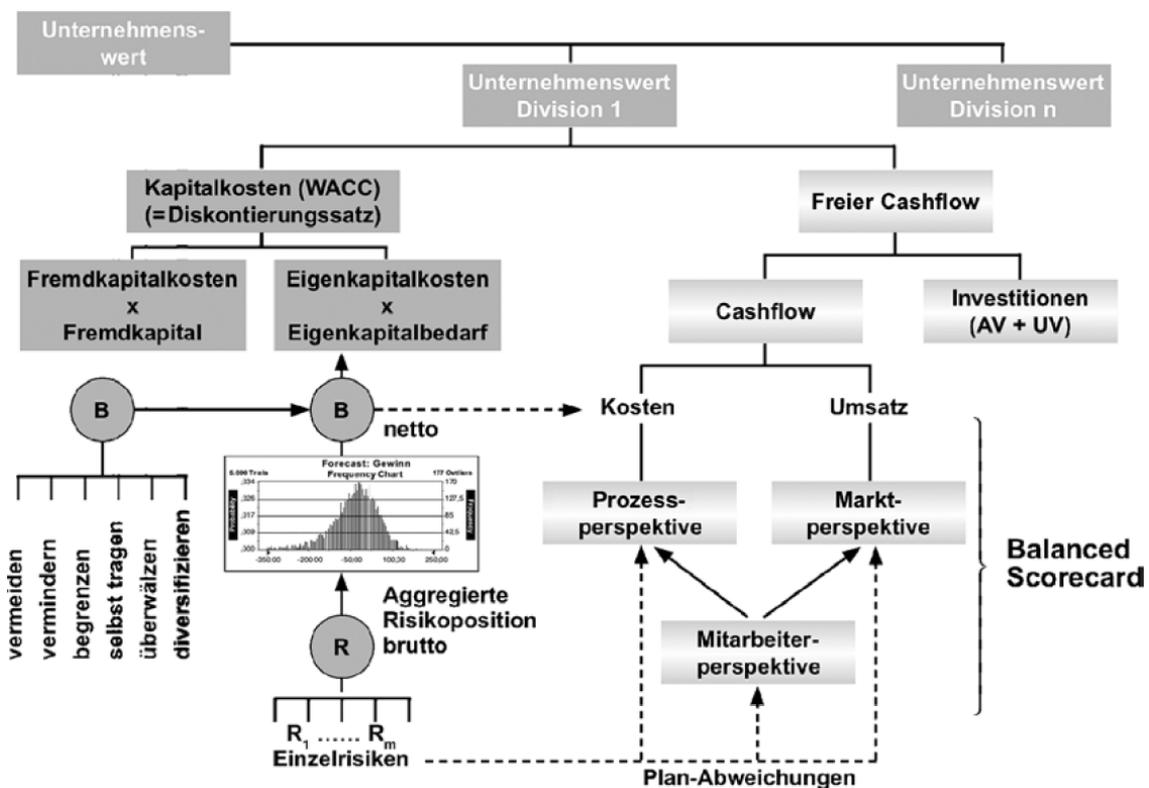


Abbildung 35: Integrierte, wertorientierte Unternehmenssteuerung mit Balance Scorecard³²⁶

Die hier erläuterten wertorientierten strategischen Steuerungssysteme verknüpfen strategisches Management, wertorientiertes Management und Risikomanagement in einem ganzheitlichen Ansatz der darauf ausgerichtet ist

³²⁶ Gleißner (2000a).

- eine erfolversprechende Strategie – unter Beachtung der Risiken – abzuleiten (durch einen Vergleich der Ertrag-Risiko-Profile bestehender strategischer Handlungsoptionen) und
- diese Strategie durch eine Verbindung mit konkreten Maßnahmen und die Zuordnung von Verantwortlichkeiten auch im Tagesgeschäft umzusetzen.

Insgesamt ist also folgendes festzuhalten: Wertorientiertes strategisches Management verbindet die betriebswirtschaftlichen Methoden aus strategischem Management mit denen aus Risikomanagement, Rating und Finanzierung sowie der risikogerechten Bewertung. Die Entwicklung einer erfolversprechenden Unternehmensstrategie mit den in diesem Buch skizzierten Methoden ist für den langfristigen Erfolg eines Unternehmens wesentlich und bleibt auch in der Zeit von Big Data und künstlicher Intelligenz (KI) eine Aufgabe für die Unternehmensführung, die keine Maschine übernehmen kann.³²⁷

Unter Beachtung bestehender Erfolgspotenziale (Wettbewerbsvorteile), der Attraktivität einzelner Märkte und zu erwartenden Entwicklungen des Umfelds (z.B. der Technologie) sollte dabei für das Unternehmen als Ganzes (und gegebenenfalls separat für einzelne strategische Geschäftseinheiten) eine strategische Konzeption entwickelt werden. Diese trifft insbesondere Aussagen zu den für die Zukunft notwendigen (Kern-)Kompetenzen, den Geschäftsfeldern, der Gestaltung der Wertschöpfungskette sowie der grundsätzlichen strategischen Stoßrichtung, die geeignet erscheint, um Unternehmenswerte zu generieren.

Auch nach einer gründlichen Analyse der jeweiligen Situation – mit den bestehenden Chancen und Gefahren (Risiken) – wird man im Allgemeinen mehrere mögliche strategische Handlungsoptionen oder Strategie-Varianten vorfinden. Die fundierte Beurteilung solcher strategischen Handlungsoptionen, aber auch von Investitionen oder einzelnen Projekten, muss bei einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft die Implikationen für die zukünftig erwarteten Erträge und die Risiken berücksichtigen. Der risikogerechte Unternehmenswert ist ein Performancemaß (Entscheidungskriterium), das Ertrag und Risiko auf eine Kennzahl verdichtet. Für das Abwägen von Ertrag und Risiko bei der Entscheidungsvorbereitung ist es dabei notwendig, dass die mit einer Entscheidung verbundenen Risiken analysiert und mittels Monte-Carlo-Simulation aggregiert werden. Aus den so abgeleiteten Kennzahlen für das Ertragsrisiko (Ertragsvolatilität) und/oder den risikobedingten Eigenkapitalbedarf lässt sich der Werttreiber Kapitalkostensatz ableiten (risikogerechte Anforderung an die Rendite). Mehr Risiko ist nur zu akzeptieren, wenn dieses mit höheren erwarteten Erträgen einhergeht. Zudem wird unmittelbar bei Beachtung der Risiken aufgezeigt, welche Implikationen diese auf die durch eine Ratingnote ausdrückbare Insolvenzwahrscheinlichkeit, als Maß für die „Bestandsgefährdung des Unternehmens“ haben. Auch die Insolvenzwahrscheinlichkeit ist ein, aber in der Unternehmenssteuerung oft vergessener, Werttreiber und wirkt sich langfristig quasi wie eine „negative Wachstumsrate“ auf den Unternehmenswert aus.

Ein wertorientiertes strategisches Management endet aber nicht mit Strategieentwicklung und der Strategieauswahl über die Strategiebewertung.³²⁸ Eine komplette wertorientierte strategische Steuerung muss sich mit der Umsetzung der Strategie befassen und ein Managementsystem anbieten, das die strategischen Vorgaben mit dem operati-

³²⁷ „komplexe Entscheidungssituation“, für die es keine historischen Vergleichsfälle gibt, haben keine Datengrundlage für ein maschinelles Lernen aus früheren Erfahrungen.

³²⁸ Eine derartige, fundierte Vorbereitung strategischer Entscheidungen unter Beachtung der Risiken ergibt sich durch §93 Abs. 2 AktG.

ven Tagesgeschäft verbindet. Um die Maßnahmen, z.B. auch bezüglich der Kompetenzentwicklung der Mitarbeiter, umzusetzen, können Scorecard-Systeme hilfreich sein. Bei diesen werden strategische Ziele und Aufgaben durch Kennzahlen abgebildet, denen konkrete Maßnahmen und Verantwortlichkeiten zugeordnet werden.

Ein umfassendes wertorientiertes strategisches Managementsystem dient der langfristigen Sicherung des Erfolgs. Aufgrund der nicht sicher vorhersehbaren Zukunft integrieren diese strategischen Management-Tools (wie Balanced Scorecard/FutureValue™ Scorecard) operative Unternehmensplanung und Methoden des Risikomanagements. Sie betrachten unterschiedliche mögliche Zukunftsszenarien mit ihren Chancen und Gefahren und versuchen oft eine möglichst „robuste Strategie“ zu realisieren („Robustes Unternehmen“).

7 Literaturverzeichnis

Albrecht, P. / Maurer, R. (2005): Investment- und Risikomanagement, 2. Aufl., Schäffer Poeschel Verlag, Stuttgart 2005

Ang, A. / Hodrick, R. J. / Xing, Y. / Zhang, X. (2009): High Idiosyncratic Volatility and Low Returns: International and Further U.S. Evidence, in: Journal of Financial Economics, S. 1 – 23

Ansoff, I. (1965): The New Corporate Strategy, New York 1965

Arbeitskreis des EACVA e. V.: Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen – die Berücksichtigung von Insolvenzrisikowahrscheinlichkeiten, in: BewertungsPraktiker 1/2011, S. 12 – 22

Arbeitskreis IFRS Internationaler Controller Verein (Hrsg., 2015): Oehler, K. / Schmidt, W. / Blachfellner, M. (2015): Moderne Wertorientierung – ICV-Leitfaden: Vom „Wertobjekt“ zur „Teilhabe an der Wertschöpfung“, Haufe Verlag, Freiburg 2015

Baecker, P. / Gleißner, W. / Hommel, U. (2007): Unternehmensbewertung: Grundlage rationale M&A-Entscheidungen? – Eine Auswahl zwölf wesentlicher Fehlerquellen aus praktischer Sicht, in: M&A Review, 6/2007, S. 270 – 277

Bain, J. S. (1956): Barriers to New Competition, Cambridge 1956

Ballwieser, W. (1981): Die Wahl des Kalkulationszinsfußes bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung, in: BFuP, 33. Jg. (1981), S. 97 – 114

Ballwieser, W. (2009): Shareholder Value als Element von Corporate Governance, in: ZfbF, Heft 1/2009, Vol. 61, S. 93 – 101

Ballwieser, W. (2010): Unternehmensbewertung zwischen Individual- und idealisiertem Marktkalkül, in: Königsmaier, H. / Rabel, K. (Hrsg.): Unternehmensbewertung. Theoretische Grundlagen – Praktische Anwendung. Festschrift Mandl, Wien, 2010, S. 63 – 81

Ballwieser, W. / Hachmeister, D. (2016): Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, 5. Aufl. Schäffer Poeschel, Stuttgart 2016

Bamberg, G. / Dorfleitner, G. / Krapp, M. (2006): Unternehmensbewertung unter Unsicherheit: Zur Entscheidungstheoretischen Fundierung der Risikoanalyse, in: ZfB, 3 / 2006, S. 287 – 307

Baum, H.-G. / Coenenberg, A. G. / Günther, T. (2013): Strategisches Controlling, 5. Auflage, Schäffer Poeschel, Stuttgart 2013

Behringer, S. / Gleißner, W. (2018): Die Unternehmensplanung als Grundlage für die Unternehmensbewertung – eine empirische Studie, in: WPg – die Wirtschaftsprüfung, Heft 5/2018, S. 312 – 319

Bemmann, M. (2007): Entwicklung und Validierung eines stochastischen Simulationsmodells für die Prognose von Unternehmensinsolvenzen, Dissertation, Technische Universität Dresden 2007

Berger, T. / Gleißner, W. (2018): Integrated management systems: linking risk management and management control systems, in: International Journal of Risk Assessment and Management, Heft 3/2018, S. 215 – 231

Biegert, W. (2008): Strategien in mittelständischen Unternehmen – erfolgreich gestalten und umsetzen, in: Kredit & Rating Praxis, 1/2008, S. 18 – 20

- Bier, S. / Thiele, P. / Esch, M. / Unger, O. (2018): Integriertes Risikomanagement von mittelständischen Industriebetrieben – Ein Beispiel der WITTENSTEIN SE, in: Controller Magazin, Jhg. 43, Heft 5/2018, S. 80 – 84
- Blitz, D. / Hanauer, M. X. / Vidojevic, M. / van Vliet, P. (2018): Five Concerns with the Five-Factor Model, in: The Journal of Portfolio Management Quantitative Special Issue, Heft 4/2018, S. 71 – 78
- Blum, U. (2013): Wirtschaftskrieg: Die Zerstörung der Sozialen Marktwirtschaft, in: MUT – Zeitschrift für Kultur, Politik und Geschichte, Vol. 48, Heft 11/2013, S. 7 – 25
- Blum, U. (2016): Grundlagen der Volkswirtschaftslehre, De Gruyter, München 2016
- Blum, U. / Dudley, L. (1999): The Two Germanies: Information Technology and Economic Divergence, 1949-1989, in: Journal of Institutional and Theoretical Economics, Vol. 155, Heft 4/1999, S. 710 – 737
- Blum, U. / Dudley, L. / Gleißner, W. / Leibbrand, F. (2001): Neue Institutionen zur ökonomischen Bewältigung von Risiko, in: Wissenschaftliche Zeitschrift der Technischen Universität Dresden, Heft 2001, S. 54 – 60
- Blum, U. / Gleißner, W. (2001): Die Unwägbarkeiten der Zukunftsentwicklung: „Trend-Risiken“, in: Gleißner, W. (Hrsg.): Risikomanagement im Unternehmen, Loseblattsammlung, 1. Aktualisierung, Kognos, Kapitel 10-2, 2001, S. 1 – 34
- Blum, U. / Gleißner, W. / Nothnagel, P. / Veltins, M. (2018): Vade Mecum für Unternehmenskäufe, Springer Gabler, Wiesbaden 2018
- Blum, U. / Leibbrand, F. (2001): Entrepreneurship und Unternehmertum – Denkstrukturen für eine neue Zeit, Springer Gabler, Wiesbaden 2001
- Bonnard, A. / Gleißner, W. (2012): Der CFO als Strategie, in: Finance, November 2012, S. 42 – 43
- Bowman, E. (1980): A-Risk-Return-Paradoxon for Strategic Management, in: Sloan-Management Review, Vol. 21, 1980, S. 17 – 33
- Brandtner, M. (2012): Risikomessung mit kohärenten, spektralen und konvexen Risikomaßen: Konzeption, entscheidungstheoretische Implikationen und finanzwirtschaftliche Anwendungen, Gabler Verlag, Wiesbaden 2012
- Budd, J. L. (1993): Characterizing risk from the strategic management perspective. Kent State University, Dissertation, 1993
- Buzzell, R. D. / Gale, B. T. (1989): Das PIMS Programm: Strategien und Unternehmenserfolg, Springer Gabler, Wiesbaden 1989
- Campbell, J.Y. / Hilscher, J. / Szilagyi, J. (2008): In search of distress risk, in: The Journal of Finance, Vol. 63, Heft 6/2008, S. 2899 – 2939
- Carhart, M. M. (1997): On Persistence in Mutual Fund Performance, in: The Journal of Finance, Heft 1/1997, S. 57 – 82
- Cao, Y. / Myers, J. N. / Myers, L. A. / Omer, T. C. (2015): Company reputation and the cost of equity capital, in: Review of Accounting Studies, Heft 1/2015, S. 42 – 81
- Chandler, A. D. (1962/1973): Strategy and structure, in: chapters in the history of the industrial enterprise, MA, MIT Press, Cambridge 1973
- Chen, L. / Novy-Marx, R. / Zhang, L. (2011): An Alternative Three-Factor Model. Working paper. Washington University, St. Louis, 2011

- Christensen, C. M. / Raynor, M. E. (2003): *The Innovator's Solution*, Harvard Business School Press
- Christensen, C. M. / Raynor, M. E. / McDonald, R. (2015): *What Is Disruptive Innovation?*, in: *Harvard Business Manager*, Dezember 2015, S. 44 – 53
- Coase, R. (1937): *The Nature of the Firm*, *Economia*, Heft 4/1937, S. 386 – 405
- Coenenberg, A. (1970): *Unternehmensbewertung mithilfe der Monte-Carlo-Simulation*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Heft 12 / 1970, S. 793 – 804
- Cooper, I. A. / Davydenko, S. A. (2001): *The Cost of Debt*, 2001, Download unter: <http://ssrn.com/abstract=254974> (abgerufen am: 02.05.2019)
- Crasselt, N. / Pellens, B. / Schmidt, A. (2010): *Zusammenhang zwischen Wert- und Risikomanagement. Ergebnisse einer empirischen Studie*, in: *Controlling*, Heft 772010, S. 405 – 410
- Cyert, R. M. / March, J. G. (1963): *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, N. J. 1963
- D'Aveni, R. A. (1994): *Hypercompetition: managing the dynamics of strategic maneuvering*, Free Press, New York 1994
- Dempsey, M. (2013a): *The Capital Asset Pricing Model (CAPM): The History of a Failed Revolutionary Idea in Finance?*, in: *Abacus*, Vol. 49, S. 7 – 23
- Dempsey, M. (2013b): *The CAPM: A Case of Elegance is for Tailors?*, in: *Abacus*, vol. 49, S. 82 – 87
- Dirrigl, H. (2009): *Unternehmensbewertung für Zwecke der Steuerbemessung im Spannungsfeld von Individualisierung und Kapitalmarkttheorie – Ein aktuelles Problem vor dem Hintergrund der Erbschaftsteuerreform (zugleich ein Beitrag zur Festschrift für Franz W. Wagner zum 65. Geburtstag)*, arqus Working Paper Nr. 68, 2009, Download unter: http://www.arqus.info/mobile/paper/arqus_68.pdf (abgerufen am: 02.05.2019)
- Dörschell, A. / Franken, L. / Schulte, J. (2012): *Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., IDW-Verlag, Düsseldorf 2012
- Dreher, M. (2010): *Unternehmenswertorientiertes Beteiligungscontrolling: Aufgabenspezifische Fundierung auf Basis entscheidungs- und kapitalmarktorientierter Konzepte der Unternehmensbewertung*, Josef Eul Verlag, Lohmar, 2010
- Drucker, P. F. (2010): *Was ist Management: Das Beste aus 50 Jahren*, 7. Aufl., Econ, Berlin 2010
- Ernst, D. / Gleißner, W. (2012a): *Wie problematisch für die Unternehmensbewertung sind die restriktiven Annahmen des CAPM?*, in: *Der Betrieb*, Heft 49, S. 2761 – 2764
- Ernst, D. / Gleißner, W. (2012b): *Damodarans Länderrisikoprämie*, in: *WPg*, Heft 23/2012, S. 1252 – 1264
- Ernst, D. / Gleißner, W. (2014): *Der Beitrag der Wissenschaft zur besseren Fundierung von Unternehmensbewertungen am Beispiel der Länderrisikoprämie*, in *WPg – Die Wirtschaftsprüfung*, Heft 10/2014, S. 532 – 538
- Fainshmidt, S. / Pezeshkan, A. / Frazier, M. L. / Nair, A. / Markowski, E. (2016): *Dynamic Capabilities and Organizational Performance: A Meta-Analytic Evaluation and Extension*, in: *Journal of Management Studies*, Vol. 53, No. 8/2016, S. 1348 – 1380
- Fama, E. F. (1977): *Risk-Adjusted Discount Rates and Capital Budgeting under Uncertainty*, in: *Journal of Financial Economics*, 5/1977, S. 3 – 24

- Fama, E. F. / French, K. R. (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, in: Journal of Financial Economics, Jg. 33, Nr. 1, S. 3 – 56
- Fama, E. F. / French, K. R. (2015): A five-factor asset pricing model, in: Journal of Financial Economics, Vol. 116, Issue 1, S. 1 – 22
- Fernández, P. (2013): Are Calculated Betas worth for Anything?, Januar 2013, Working Paper der IESE Business School, University of Navarra
- Fernández, P. (2017): Is it Ethical to Teach that Beta and CAPM Explain Something?, verfügbar auf https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2980847 (abgerufen am: 02.05.2019)
- Fuchs, J. (2018): Quantifizierung von schwankungsbehafteten Sachverhalten im Risikomanagement – Risiken, Chancen, Grundlagen und Umsetzung, in: Controller Magazin, Heft 2/2018, S. 66 – 73
- Füser, K. (2007): Modernes Management: Business Reengineering, Benchmarking, Wertorientiertes Management und viele andere Methoden, dtv Verlagsgesellschaft, 4. Aufl., München 2007
- Füser, K. / Gleißner, W. (2013): Planung, Rating, wertorientierte Steuerung und Risikomanagement: Die Herausforderungen, in: Controller Magazin, September / Oktober, 2013, S. 24 – 27
- Füser, K. / Gleißner, W. / Meier, G. (1999): Risikomanagement (KonTraG) – Erfahrungen aus der Praxis, in: Der Betrieb, 15/1999, S. 753 – 758
- Gleißner, W. (2000a): Risikopolitik und strategische Unternehmensführung, in: Der Betrieb, 33/2000, S. 1625 – 1629
- Gleißner, W. (2000b): Faustregeln für Unternehmer, Gabler, Wiesbaden 2000 | *Download unter <https://tinyurl.com/ybzjaypv>*
- Gleißner, W. (2000c): Aufbau einer Balanced Scorecard in der Unternehmenspraxis, in: Bilanzbuchhalter und Controller, Heft 6/2000, S. 129 – 134
- Gleißner, W. (2001): Identifikation, Messung und Aggregation von Risiken, in: Gleißner, W. / Meier, G. (Hrsg.) Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, Gabler Verlag, 2001, S. 111 – 137
- Gleißner, W. (2002a): Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: Finanz Betrieb, 7/8 2002, S. 417 – 427
- Gleißner, W. (2002b): Optimierung der Risikokosten, in: Zeitschrift für Versicherungswesen, 10/2002, S. 313 – 316
- Gleißner, W. (2004a): Die Aggregation von Risiken im Kontext der Unternehmensplanung, in: ZfCM – Zeitschrift für Controlling & Management, Heft 5/2004, S. 350 – 359
- Gleißner, W. (2004b): FutureValue – 12 Module für eine wertorientierte strategische Unternehmensführung, Gabler, Wiesbaden 2004
- Gleißner, W. (2005): Kapitalkosten: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: Finanz Betrieb, 4/2005, S. 217 – 229
- Gleißner, W. (2006a): Serie: Risikomaße und Bewertung, in: Risiko Manager, Teil 1 – Grundlagen, 12/2006, S. 1 – 11, Teil 2 – Downside-Risikomaße, 13/2006, S. 17 – 23, Teil 3 – Kapitalmarktmodelle, 14/2006, S. 14 – 20

- Gleißner, W. (2006b): Risikogerechte Kapitalkostensätze als Werttreiber bei Investitionen, in: ZfCI – Zeitschrift für Controlling und Innovationsmanagement, 4/2006, S. 54 – 60
- Gleißner, W. (2006c): Argumentationsfallen erkennen: Managermythen, in: Der Aufsichtsrat, Heft 11/2006, S. 2 – 3
- Gleißner, W. (2008a): Strategische Positionierung und Strategieumsetzung (Teil 1 und 2), in: KRP Kredit & Rating Praxis, 4+5/2008, S. 33 – 38 (Teil 1), S. 32 – 35 (Teil 2)
- Gleißner, W. (2008b): Erwartungstreue Planung und Planungssicherheit – Mit einem Anwendungsbeispiel zur risikoorientierten Budgetierung, in: Controlling, 02/2008, S. 81 – 87
- Gleißner, W. (2009a): Kapitalmarktorientierung statt Wertorientierung: Volkswirtschaftliche Konsequenzen von Fehlern bei Unternehmens- und Risikobewertungen, in: WSI Mitteilungen, 6/2009, S. 310 – 318
- Gleißner, W. (2009b): Unternehmensbewertung und wertorientiertes Controlling: Risikoanalyse und Risikodeckungsansatz – ein Konzept für unvollkommene Kapitalmärkte und auch nicht-börsennotierte Unternehmen, in: BewertungsPraktiker, Heft 4/2009, S. 12 – 23
- Gleißner, W. (2010): Unternehmenswert, Rating und Risiko, in: WPg, 14/2010, 63. Jg., S. 735 – 743
- Gleißner, W. (2011): Risikoanalyse und Replikation für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: WiSt 7/11, S. 345 – 352
- Gleißner, W. (2013): Die risikogerechte Bewertung alternativer Unternehmensstrategien: ein Fallbeispiel jenseits CAPM, in: Bewertungspraktiker, 3/2013, S. 82 – 89
- Gleißner, W. (2014a): Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung: Erkenntnisse der empirischen Kapitalmarktforschung und alternative Bewertungsmethoden, in: Corporate Finance, 4/2014, S. 151 – 167
- Gleißner, W. (2014b): 10 Gebote für gute unternehmerische Entscheidungen, in: Controller Magazin, 4/2014, S. 34 – 41
- Gleißner, W. (2015a): Börsenkurs und "wahrer Wert" in Abfindungsfällen – Aktien- versus Unternehmensbewertung, Anwendbarkeit des CAPM und Ertragsrisiko, in: WPg – die Wirtschaftsprüfung, 2 / 2015, S. 72 – 80
- Gleißner, W. (2015b): Controlling und Risikoanalyse bei der Vorbereitung von Top-Management-Entscheidungen – Von der Optimierung der Risikobewältigungsmaßnahmen zur Beurteilung des Ertrag-Risiko-Profiles aller Maßnahmen, in: Controller Magazin, Heft 4, S. 4 – 12
- Gleißner, W. (2015c): Preis ist nicht Wert und Bewertung nicht Preisschätzung – verdeutlicht an der Kritik am Total Beta, in: Corporate Finance, 5 / 2015, S. 167 – 175
- Gleißner, W. (2016): Unternehmenswert, Ertragsrisiko, Kapitalkosten und fundamentales Beta – Studie zu DAX und MDAX, in: BewertungsPraktiker, Nr. 2/2016, S. 60 – 70
- Gleißner, W. (2017a): Risikomanagement, KonTraG und IDW PS 340, in: WPg – die Wirtschaftsprüfung, 3/2017, S. 158ff.
- Gleißner, W. (2017b): Das Insolvenzrisiko beeinflusst den Unternehmenswert: Eine Klarstellung in 10 Punkten, in: BewertungsPraktiker Nr. 02 vom 26.05.2017, S. 41 – 50
- Gleißner, W. (2017c): Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl., Vahlen Verlag München 2017

- Gleißner, W. (2017d): Robuste Unternehmen und strategisches Risikomanagement, in: Risiko Manager, Heft 2, S. 20 – 28
- Gleißner, W. (2017e): Value Investing: Status quo und Perspektiven, in: Corporate Finance, 03-04/2017, S. 103 – 116
- Gleißner, W. (2017f): Risikoanalyse, Risikoquantifizierung und Risikoaggregation, in: WiSt, 9/2017, S. 4 – 11
- Gleißner, W. (2017g): Simulationsmodelle und risikogerechte Bewertung von Strategien für Industrie 4.0, in: Lucks, K. (Hrsg.): Praxishandbuch Industrie 4.0, Schäffer Poeschel Verlag, Stuttgart 2017, S. 179 – 192
- Gleißner, W. (2017h): Stochastische Simulation als Grundlage für Unternehmensbewertung und M&A-Entscheidungen, in: M&A REVIEW, 04/2017, S. S. 90 – 95
- Gleißner, W. (2017i): Entscheidungsvorlagen für den Aufsichtsrat: Fallbeispiel Akquisition, in: Der Aufsichtsrat, 4/2017, S. 54 – 57
- Gleißner, W. (2017j): Was ist eine „bestandsgefährdende Entwicklung“ i.S. des § 91 Abs. 2 AktG (KonTraG)?, in: Der Betrieb, Heft 47/2017, 24.11.17, S. 2749 – 2754
- Gleißner, W. (2017k): Unsicherheit, Risiko und Unternehmenswert, in: Petersen, K. / Zwirner, C. (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, Bundesanzeiger Verlag, 2. Aufl., 2017, Köln 2017, S. 917 – 948
- Gleißner, W. (2018a): Controlling und Risikomanagement im gemeinsamen Kampf gegen die Risikobindheit, in: Risk Management Association e.V. / Internationaler Controller Verein e.V. (Hrsg.): Vernetzung von Risikomanagement und Controlling, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2018, S. 21 – 33
- Gleißner, W. (2018b): Risikogerechte Unternehmensbewertung und Analyse der Unternehmensrisiken – Die Nutzung der Risikoanalyse für eine konsistente Ableitung von "Zähler" und "Nenner", in: Bewertungspraktiker, Heft 3/2018, S. 66 – 70
- Gleißner, W. (2018c): Risikomanagement 20 Jahre nach KonTraG: Auf dem Weg zum entscheidungsorientierten Risikomanagement, in: Der Betrieb, Heft 46/2018, S. 2769 – 2774
- Gleißner, W. (2019a): Der Vorstand und sein Risikomanager. Dreamteam im Kampf gegen die Wirtschaftskrise, 2. Aufl., UVK Verlag, München 2019
- Gleißner, W. (2019b): Strategiebewertung: Bedeutung und methodische Herausforderung, in: Bewertungspraktiker, Heft 01/2019, S. 12 – 13
- Gleißner, W. (2019c): Länderrisikoprämien, in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Auflage, NWB Verlag, Herne 2019, erscheint in Kürze
- Gleißner, W. (2019d): Vermögensillusion: Preis-Wert-Verhältnis (P/W), Blasen und das unterschätzte Risiko von Kapitalanlagen im Niedrig-Zins-Umfeld, in: Corporate Finance, Heft 7-8/2019, **erscheint in Kürze**
- Gleißner, W. / Bemann, M. (2008): Rating-Evidenz und Risikosimulation in strukturellen Modellen, in: Risikomanager, Ausgabe 17/2008 vom 20.08.2008, S. 6 – 12
- Gleißner, W. / Füser, K. (2014): Praxishandbuch Rating und Finanzierung – Strategien für den Mittelstand, 3. Auflage mit CD-ROM, Verlag Franz Vahlen, München 2014
- Gleißner, W. / Garrn, R. / Nestler, A. (2014): Die Verbindung von Unternehmensbewertung, Rating und Wertänderungsrisiko, in: Corporate Finance, 10/2014, S. 422 – 428

- Gleißner, W. / Grundmann, T. (2008): Risiko-Benchmark-Werte für das Risikocontrolling deutscher Unternehmen, in: ZfCM – Zeitschrift für Controlling & Management, 52. Jg. 2008, Heft 5/2008, S. 314 – 319
- Gleißner, W. / Helm, R., / Kreiter, S. (2013): Measurement of competitive advantages and market attractiveness for strategic controlling, in: Journal of Management Control, Volume 24, 1 / 2013, S. 53 - 75
- Gleißner, W. / Ihlau, S. (2017): Anwendung von Unternehmensbewertungsmethoden bei der Strategiebeurteilung, in: Betriebs-Berater, 26 / 2017, S. 1387 – 1391
- Gleißner, W. / Kamarás, E. (2012): Ertragsrisiko und die Implikationen für Rating, Kapitalkosten und Unternehmenswert: Fallbeispiel Rheinmetall AG, in: BewertungsPraktiker 2/2012, S. 42 – 55
- Gleißner, W. / Kamarás, E. / Wolfrum, M. (2008): Simulationsbasierte Bewertung von Akquisitionszielen und Beteiligungen, in: Gleißner, W. / Schaller, A. (Hrsg.), Private Equity – Beurteilungs- und Bewertungsverfahren von Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Wiley-VCH, 2008
- Gleißner, W. / Klein, A. (Hrsg.): Risikomanagement und Controlling - Chancen und Risiken erfassen, bewerten und in die Entscheidungsfindung integrieren, 2. Aufl., Haufe-Lexware, München 2017
- Gleißner, W. / Kreuser, C. / Kamarás, E. (2017): Robuste Kapitalanlagestrategien zur Absicherung gegen makroökonomische Krisen, in: Absolut report, 02/2017, S. 26 – 33
- Gleißner, W. / Leibbrand F. (2008): Rating gut gemacht: Aufruf zu mehr Klarheit bei der Diskussion über Ratingnoten, in Kredit & Rating Praxis, 2/2008, S. 20 – 23
- Gleißner, W. / Lienhard, H. / Stroeder, D. (2004): Risikomanagement für den Mittelstand, Eschborn 2004
- Gleißner, W. / Meier, G. (2000): Risikomanagement als integraler Bestandteil der wertorientierten Unternehmensführung, in: DSWR, Heft 1-2/2000, S. 6 – 10
- Gleißner, W. / Mott, B. / Schmelcher, J. (2004): Management von Wert und Werten – ein Gegensatz?, in: Wissensmanagement, Heft 4/2004, S. 33 – 35
- Gleißner, W. / Presber, R. (2010): Die Grundsätze ordnungsgemäßer Planung – GOP 2.1 des BDU: Nutzen für die betriebswirtschaftliche Steuerung, in: Controller Magazin, Ausgabe 6, November/Dezember 2010, S. 82 – 86
- Gleißner, W. / Romeike, F. (2015) (Hrsg.): Praxishandbuch Risikomanagement, ESV Berlin 2015
- Gleißner, W. / Walkshäusl, C. (2018): Erfolgreiche Value-Anlagestrategien durch risiko- und ratinggerechte Unternehmensbewertung – Ertragsrisiken, Rating, Kapitalkosten und Aktienrenditen, in: Corporate Finance, Heft 04-05/2018, S. 8 – 18
- Gleißner, W. / Weissman, A. (2001): Kursbuch Unternehmenserfolg, 2. Aufl., Gabal Verlag, Offenbach 2001
- Gleißner, W. / Wolfrum, M. (2008a): Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß, in: Finanz Betrieb, 9/2008, S. 602 – 614
- Gleißner, W. / Wolfrum, M. (2008b): Simulationsbasierte Bewertungen und Exit-Price-Schätzung bei PE Gesellschaften, in: M&A Review, Heft 07/2008, S. 343 – 350
- Gleißner, W. / Wolfrum, M. (2017): Risikotragfähigkeit, Risikotoleranz, Risikoappetit und Risikodeckungspotenzial, in: Controller Magazin, Heft 6/2017, S. 77 – 84

- Gleißner, W. / Wolfrum, M. (2018): Risikotragfähigkeit unter Rating- und Covenants-Gesichtspunkten, in: Risk Management Association e.V. / Internationaler Controller Verein e.V. (Hrsg.): Vernetzung von Risikomanagement und Controlling, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2018, S. 101 – 115
- Graumann, M. (2014): Die angemessene Informationsgrundlage bei Entscheidung, in: WISU, Heft 3/2014, S. 317 – 320
- Graumann, M. / Linderhaus, H. / Grundei, J. (2009): Wann ist die Risikobereitschaft bei unternehmerischen Entscheidungen „in unzulässiger Weise überspannt“?, in: BFuP, Heft 5/2009, S. 492 – 505
- Günther, T. (1997): Unternehmenswertorientiertes Controlling, Vahlen-Verlag, München 1997
- Günther, T. / Günther, E. (2017): Finanzielle Nachhaltigkeit – Messung, finanzielle Steuerung und Herausforderungen, in: Hoffjan, A. / Knauer, T. / Wöhrmann, A. (Hrsg.): Controlling – Konzeptionen, Instrumente, Anwendungen, Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2017, S. 79 – 90
- Hamel, G. / Prahalad, C. K. (1990): The Core Competence of the Corporation, in: Harvard Business Review, Mai/Juni 1990, S. 3 – 15
- Hamel, G. / Prahalad, C. K. (1995): Wettlauf um die Zukunft. Wie Sie mit bahnbrechenden Strategien die Kontrolle über Ihre Branche gewinnen und die Märkte von morgen schaffen, Wirtschaftsverlag Ueberreuter, Wien 1995
- Helfat, C. (2007): Dynamic capabilities: Foundation, in: Helfat, C. / Finkelstein, S. / Mitchell, W. / Peteraf, M. / Singh, H. / Teece, D. / Winter, S. (Hrsg.): Dynamic Capabilities – Understanding Strategic Change in Organizations, Malden 2007, S. 1 – 18
- Henselmann, K. (2006): Häufige Fehler in Unternehmensbewertungen, in: Bewertungs-Praktiker, Heft 2/2006, S. 2 – 7
- Henselmann, K. / Barth, Th. (2009): Unternehmensbewertung in Deutschland: Empirie zur Bewertungspraxis, 2009
- Hering, T. (1999): Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden (zgl. Habilitationsschrift, Greifswald 1998)
- Hering, T. (2014): Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Oldenbourg Wissenschaftsverlag, München 2014
- Hinterhuber, H. H. (2015): Strategische Unternehmensführung – Das Gesamtmodell für nachhaltige Wertsteigerung, 9. Aufl., ESV, Berlin 2015
- Hommel, U. / Pritsch, G. (1997): Hedging im Sinne des Aktionärs, in: Die Betriebswirtschaft, Heft 5/1997, S. 672 – 693
- Ihlau, S. / Duscha, H. / Gödecke, S. (2019): Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2. Aufl., Gabler Verlag, Springer Fachmedien, Wiesbaden 2019
- Jegadeesh, N. / Titman, S. (1993): Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, in: Journal of Finance, 48, März 1993, S. 65 – 91
- Jensen, M. C. (1989): Eclipse of the Public Corporation, in: Harvard Business Review, Heft 5/1989, S. 61 – 74
- Jensen, M. C. / Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Heft 3/1976, S. 305 – 360

- Kahneman, D. (2012): Schnelles Denken, langsames Denken. Siedler Verlag, München 2012
- Kaplan, R. S. / Norton, D. P. (1992): The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance, in: Harvard Business Review 70, 1 / 1992, S. 71 – 79
- Kaplan, R. S. / Norton, D. P. (1997): Balanced Scorecard: Strategien erfolgreich umsetzen, Schäffer Poeschel Verlag, Stuttgart 1997
- Kaplan, R. S. / Norton, D. P. (2004): Strategy Maps: Der Weg von immateriellen Werten zum materiellen Erfolg, Schäffer Poeschel Verlag, Stuttgart 2004
- Kamarás, E. / Wolfrum, M. (2017): Software für Risikoaggregation: Gängige Lösungen und Fallbeispiel, in: Gleißner, W. / Klein, A. (2017): Risikomanagement und Controlling, 2. Aufl., Haufe-Lexware, München 2017, S. 289 – 314
- Karna, A. / Richter, A. / Riesenkampff, E. (2016): Revisiting the Role of the Environment in the Capabilities-Financial Performance Relationship: A Meta-Synthesis, in: Strategic Management Journal, Vol. 37 (2016), S. 1154 – 1173
- Kaserer, C. / Hanauer, M. X. (2017): 25 Jahre Fama-French-Modell: Erklärungsgehalt, Anomalien und praktische Implikationen, in: Arnold, L. / Corneo, G. / Grimm, V. / Horn, K. / Schneider, F. / Wagner, F. (Hrsg.), Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Heft 18 (2), S. 98 – 116
- Kerins, F. / Smith, J. K. / Smith, R. (2004): Opportunity Cost of Capital for Venture Capital Investors and Entrepreneurs, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis 06 / 2004, S. 385 – 405
- Knabe, M. (2012): Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung, EUL Verlag, Lohmar 2012
- Knackstedt, H.W. (2009): Klein- und Mittelunternehmen (KMU) richtig bewerten, AVM-Verlag, München 2009
- Knight, F. H. (1921): Risk, Uncertainty and Profit, Reprint, Chicago 1921
- Knoll, L. (2008): Beta-Faktor: Wider die Peer-Grouperitis, in: Bewertungspraktiker, 3. Jg., Heft 2/2008, S. 13 – 14
- Knoll, L. (2014): Inflationsüberwälzung in der ewigen Rente: Eingeschwungener Zustand und Unternehmensschrumpfung, in: Corporate Finance, Heft 1/2014, S. 3 – 6
- Knoll, L. (2017): De exemplis deterrentibus – Bemerkenswerte Befunde aus der Praxis der rechtsgeprägten Unternehmensbewertung in Aufgabenform, Würzburg University Press, Würzburg 2017
- Kottbauer, M. (2018): Strategieentwicklung als fortwährender Prozess, in: Controller Magazin, Heft 1/2018, S. 62 – 64
- Krotter, S. / Schüler, A. (2013): Empirische Ermittlung von Eigen-, Fremd- und Gesamtkapitalkosten: eine Untersuchung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften, in: zfbf, September 2013, S. 390 – 433
- Krüger, P. / Landier, A. / Thesmar, D. (2015): The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate, in: The Journal of Finance, Volume 70, Issue 3, June 2015, S. 1253 – 1285
- Kruschwitz L. / Löffler A. (2005): Ein neuer Zugang zum Konzept des Discounted Cash-flow, in: Journal für Betriebswirtschaft, Heft 55, S. 21 – 36

- Kruschwitz, L. / Milde, H. (1996): Geschäftsrisiko, Finanzierungsrisiko und Kapitalkosten, in: zfbf, 48. Jg., Heft Nr. 12, S. 1115 – 1133
- Kürsten, W. (2002): Unternehmensbewertung unter Unsicherheit, oder: Theoriedefizit einer künstlichen Diskussion über Sicherheitsäquivalent- und Risikozuschlagsmethode – Anmerkungen (nicht nur) zu dem Beitrag von Bernhard Schwetzler in der Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 54. Jg., S. 128 – 144
- Kürsten, W. (2006): Corporate Hedging, Stakeholderinteresse und Shareholder-Value, Journal für Betriebswirtschaft, Jg. 56, S. 3 – 31
- Kyosev, G. / Hanauer, M. X. / Huij, J. / Lansdorp, S. (2018): Does Earnings Growth Drive the Quality Premium?, Download unter: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3190044_code2061164.pdf?abstractid=2794807&mirid=1 (abgerufen am: 02.05.2019)
- Lahmann, A. / Schreiter, M. / Schwetzler, B. (2018): Der Einfluss von Insolvenz, Kapitalstruktur und Fremdkapitalfälligkeit auf den Unternehmenswert, in: ZfbF – Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Heft 1-2/2018, S. 73 – 123
- Lattwein, J. (2001): Wertorientierte strategische Steuerung. Entwurf einer ganzheitlich-integrativen Gestaltungskonzeption, Wiesbaden 2002, zugl. Dortmund, Univ., Diss. 2001
- Liekweg, A. (2003): Risikomanagement und Rationalität. Präskriptive Theorie und praktische Ausgestaltung von Risikomanagement, Gabler Verlag, Wiesbaden 2003
- Link, M. / Scheffler, R. / Oehlmann, D. (2018): Quo vadis Risikomanagement?, in: Controller Magazin, Heft 1/2018, S. 72 – 78
- Lobe, S. (2006): Unternehmensbewertung und Terminal Value: Operative Planung, Steuern und Kapitalstruktur, Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main 2006
- Löffler, H. (2014): Resilienz ist das Ergebnis, in: Funk Forum, September 2014, S. 13
- Lucks, K. (Hrsg., 2017): Industrie 4.0 – Branchen – Unternehmen – M&A, Schäffer Poeschel Verlag, Stuttgart 2017
- Mai, J. M. (2008): Die Bewertung verschuldeter Unternehmen unter Berücksichtigung von Zinsabzugsbeschränkungen, in: DBW, 1/2008, S. 31 – 51
- Malik, F. (2011): Strategie: Navigieren in der Komplexität der Neuen Welt (Management: Komplexität meistern, Campus Verlag, Frankfurt 2011
- Matschke, M. J. / Brösel, G. (2013): Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze. 4. Aufl. Gabler Verlag, Wiesbaden 2013
- Matzler, K. / Bailom, F. / von den Eichen, S. F. / Anschober, M. (2016): Digital Disruption – wie Sie Ihr Unternehmen auf das digitale Zeitalter vorbereiten, Vahlen Verlag, München 2016
- McKinsey & Company / Koller, T. / Goedhart, M. / Wessels, D. (2015): Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 6. Aufl., Wiley, New Jersey 2015
- McShane, M. / Nair, A. / Rustambekov, E. (2011): Does Enterprise Risk Management Increase Firm Value?, in: Journal of Accounting, Auditing, and Finance, Vol. 26, Heft 4/2011, S. 641 – 658
- Meitner, M. / Streitferdt, F. (2014): Was sind Kapitalkosten? – Eine integrierende Analyse, in: Corporate Finance, 12/2014, S. 527 – 536

- Metz, V. (2007): Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung – Basiszinssatz und Risikozuschlag aus betriebswirtschaftlicher Sicht und aus Sicht der Rechtsprechung, Wiesbaden 2007
- Miles, J. A. / Ezzell, J. R. (1980): The weighted average cost of capital, perfect capital markets and project life: a clarification, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Heft 15/1980, S. 719 – 730
- Mintzberg, H. (1996): Strategie als Handwerk, in: Montgomery, C. A.; Porter, M. E. (Hrsg.), Strategie, Wien 1996, S. 459 – 474
- Mintzberg, H. / Ahlstrand, B. / Lampel, J. (2012): Strategy Safari: Der Wegweiser durch den Dschungel des strategischen Managements, 2. Aufl., Finanzbuch Verlag, München 2012
- Mintzberg, H. / Waters, J. A. (1985): Of strategies, deliberate and emergent, Strategic-Management Journal, 6, S. 257 – 272
- Müller, E. (2009): Returns to Private Equity – Idiosyncratic Risk Does Matter!, ZEW Discussion Paper No. 04-29, 31.12.2009, <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0429.pdf>, abgerufen: 15.02.19
- Müller-Stewens, G. / Lechner, C. (2011): Strategisches Management: Wie strategische Initiativen zum Wandel führen, 4. Aufl., Schäffer Poeschel Verlag, Stuttgart 2011
- Pascale, R. / Millemann, M. / Gioja, L. / Hermann, M. (2002): Chaos ist die Regel; Wie Unternehmen Naturgesetze erfolgreich anwenden, München 2002
- Peemöller, V. H. (2019) (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Herne/Berlin 2019, erscheint in Kürze
- Pellens, B. / Crasselt, N. / Sellhorn, T. (2007): Solvenztest zur Ausschüttungsbemessung – Berücksichtigung unsicherer Zukunftserwartungen, zfbf 59/2007, S. 264 – 283
- Penrose, E. T. (1959): The theory of the growth of the firm, 1. Auflage, Oxford / Blackwell 1959
- Piotroski, J. D. (2000): Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers, in: Journal of Accounting Research, 38(Supplement), S. 1 – 41
- Porter, M. (1999): Wettbewerbsstrategie, 10. Auflage, New York 1999
- Porter, M. E. (2000): Wettbewerbsvorteile. Spitzenleistungen erreichen und behaupten. 6. Aufl., Campus Verlag, Frankfurt 2000
- Porter, M. E. (2014): Wettbewerbsvorteile: Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 8. Aufl., Campus Verlag, Frankfurt 2014
- Pümpin, C. / Amann, W. (2005): SEP. Strategische Erfolgspositionen: Kernkompetenzen aufbauen und umsetzen, Haupt Verlag, Bern 2005
- Rappaport, A. (1998): Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart 1998
- Reisinger, S. / Gattringer, R. / Strehl, F. (2013): Strategisches Management: Grundlagen für Studium und Praxis, Pearson, Hallbergmoos 2013
- Richter, P. C. (2019): Der Capability-Based View der Unternehmung, in: WiSt, Heft 1/2019, S. 42 – 45
- Rieg, R. (2018): Eine Prognose ist (noch) kein Plan – Operative Planung in Zeiten von Predictive Analytics, in: Controlling, Heft 6/2018, S. 22 – 28

RMA (Risk Management Association): Gleißner, W. / Kimpel, R. / Kühne, M. / Lienhard, F. / Nickert, A. / Nickert, C. (2019): Entscheidungen des Managements unter Risiko. Haftung, BJR, Recht & Compliance, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2019, erscheint in Kürze

Robichek, A. A. / Myers, S. C. (1966): Valuation of the Firm: Effects of Uncertainty in a Market Context, in: Journal of Finance, 2 / 1966, S. 215 – 227

Rogers, D. L. (2016): The Digital Transformation Playbook, Columbia Business School Publishing, 2016

Romeike, F. (2007): Rechtliche Grundlagen des Risikomanagement – Haftungs- und Strafvermeidung für Corporate Compliance, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2008

Romeike, F. / Hager, P. (2013): Erfolgsfaktor Risikomanagement 3.0: Lessons learned, Methoden, Checklisten und Implementierung, Springer Verlag, Wiesbaden 2013

Rossi, M. (2016): The capital asset pricing model: a critical literature review, in: Global Business and Economics Review, Heft 5/2016, S. 604–617

Rubinstein, M. (1973): The Fundamental Theorem of Parameter Preference security valuation, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 8, No. 1, S. 61 – 69

Saha, A. / Malkiel, B.G. (2012): DCF Valuation with Cash Flow Cessation Risk, in: Journal of Applied Finance, Vol. 22, Issue 1, S. 175 – 185

Saur, G. / Tschöpel, A. / Wiese, J. / Willershausen, T. (2011): Finanzieller Überschuss und Wachstumsabschlag im Kalkül der ewigen Rente: ein Beitrag zur Umsetzung aktueller Erkenntnisse in die Praxis der Unternehmensbewertung, in: WPg -. Die Wirtschaftsprüfung, Heft 21/2011, S. 1017 – 1026

Scheer, A.-W. (2015): Industrie 4.0: Von der Vision zur Implementierung, in: Controlling, 27. Jg., Heft 8/9, S. 442 – 451

Schierenbeck, H. / Lister, M. (2002): Value Controlling: Grundlagen Wertorientierter Unternehmensführung (Schierenbeck Management Edition), 2. Aufl., Oldenbourg Verlag, München 2002

Schilling, B. (2018): Risikoadjustierte Unternehmensplanung – Integration von Unternehmensplanung und Risikomanagement, in: Controller Magazin, Heft 6/2018, S. 30 – 36

Schlüchtermann, J. / Siebert, J. (2015): Industrie 4.0 und Controlling: Erste Konturen zeichnen sich ab, in: Controlling, 27. Jg., Heft 8/9, S. 461 – 465

Schmidt, W. / Kalwait, R. / Oehler, K. (2015): Moderne Wertorientierung – vom „Wertobjekt“ zur „Teilhabe an der Wertschöpfung“, in: Controller Magazin, Heft 5/2015, S. 66 – 69

Schosser, J. / Grottko, M. (2013): Nutzegestützte Unternehmensbewertung: Ein Abriss der jüngeren Literatur, in: zfbf, Jahrgang 65, Juni 2013, S. 306 – 341

Schüler, A. (2015a): Fünf Methoden zur Unternehmensbewertung „in a nutshell“, in: WiSt, Heft 7, Juli 2015, 44. Jg., S. 414 – 417

Schüler, A. (2015b): Ein DCF-Baukasten: zur Bewertung zusammengesetzter Zahlungsströme, in: Corporate Finance, Dezember 2015, 6. Jg., S. 474 – 481

Schumpeter, J. (1942): Capitalism, Socialism, and Democracy, New York 1942

Schwenker, B. (2017a): Denken im Großformat, in: Schwenker, B. / Dauner-Lieb, B. (Hrsg.): Gute Strategie – Der Ungewissheit offensiv begegnen, Campus Verlag, Frankfurt 2017, S. 19 – 36

- Schwenker, B. (2017b): Ausbruch aus der Routine, in: Schwenker, B. / Dauner-Lieb, B. (Hrsg.): Gute Strategie – Der Ungewissheit offensiv begegnen, Campus Verlag, Frankfurt 2017, S. 37 – 52
- Schwenker, B. / Dauner-Lieb, B. (2017): Gute Strategie – Der Ungewissheit offensiv begegnen, Campus Verlag, Frankfurt 2017
- Schwenker, B. / Wulf, T. (2017): Ein besseres Bild der Zukunft, in: Schwenker, B. / Dauner-Lieb, B. (Hrsg.): Gute Strategie – Der Ungewissheit offensiv begegnen, Campus Verlag, Frankfurt 2017, S. 53 – 72
- Schwetzler, B. (2000a): Unternehmensbewertung unter Unsicherheit – Sicherheitsäquivalent- oder Risikozuschlagsmethode, in: zfbf 08/2000, S. 469 – 486
- Schwetzler, B. (2000b): Stochastische Verknüpfung und implizite bzw. maximal zulässige Risikozuschläge bei der Unternehmensbewertung, in: BFuP 5/2000, S. 478 – 492
- Shleifer, A. (2000): Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance, Oxford University Press
- Siepe, G. (1998): Kapitalisierungszinssatz und Unternehmensbewertung: in Wirtschaftsprüfung, Heft 7/1998, S. 325 – 338
- Simon, H. A. (1986): Theories of Bounded Rationality, in: McGuire, C. B. / Marschak, J. / Arrow, K. (Hrsg.): Decision and Organization, a volume in honor of Jacob Marschak, 2. Aufl., 1986, S. 153 – 176
- Sinn, H.-W. (1980): Ökonomische Entscheidungen bei Ungewissheit, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen 1980
- Spremann, K. (2004): Valuation: Grundlagen moderner Unternehmensbewertung. Oldenbourg Wissenschaftsverlag, München 2004
- Steinle, C. / Kirschbaum, I. / Kirschbaum, V. (1996): Erfolgreich überlegen, Frankfurt 1996
- Stern, J. M. / Shiely, J. S. / Ross, I. (2002): Wertorientierte Unternehmensführung mit Economic Value Added (EVA), Econ 2002
- Stier, C. (2017): Risikomanagement und wertorientierte Unternehmensführung, Springer Fachmedien, Wiesbaden 2017
- Stroeder, D. (2007): Fundamentale Risiken im deutschen Mittelstand und Modelle zu ihrer Bewältigung, Dissertation, Stuttgart 2007
- Taleb, N. N. (2007): The Black Swan – The Impact of the Highly Improbable, Random House, 2007
- Taleb, N. N. (2008): Der Schwarze Schwan: Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse, Carl Hanser Verlag, München 2008
- Taleb, N. N. (2014): Antifragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen, btb Verlag, München 2014
- Teece, D. / Pisano, G. / Shuen, A. (1997): Dynamic Capabilities and Strategic Management, in: Strategic Management Journal, Vol. 18, Heft 7/1997, S. 509 – 533
- Theiselmann, R. (2017): Eine Frage der Agilität – Einblicke in die Praxis der Business Judgement Rule, in: Schwenker, B. / Dauner-Lieb, B. (Hrsg.): Gute Strategie – Der Ungewissheit offensiv begegnen, Campus Verlag, Frankfurt 2017, S. 156 – 163
- Vanini, U. (2012): Risikomanagement – Grundlagen, Instrumente, Unternehmenspraxis, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2012

- Vettinger, T. / Volkart, R. (2002): Kapitalkosten und Unternehmenswert: Zentrale Bedeutung der Kapitalkosten, in: Der Schweizer Treuhänder, 09/02, S. 751 – 758
- Volkart, R. (1999): Risikobehaftetes Fremdkapital und WACC-Handhabung aus theoretischer und praktischer Sicht, Arbeitspapier Nr. 16 des Instituts für schweizerisches Bankwesen
- Walkshäusl, C. (2012): Die Volatilitätsanomalie auf dem deutschen Aktienmarkt: Mit weniger Risiko zu einer besseren Performance, in: Corporate Finance biz, 2/2012, S. 81 – 86
- Walkshäusl, C. (2013): Fundamentalrisiken und Aktienrenditen – Auch hier gilt, mit weniger Risiko zu einer besseren Performance, in: Corporate Finance biz, 3/2013, S.119 – 123
- Walkshäusl, C. (2017): Zur Prognose von Marktrenditen mittels fundamentaler Bewertungskennzahlen, in: Corporate Finance, Heft 7-8/2017, S. 197 – 202
- Walkshäusl, C. (2019): The fundamentals of momentum investing: European evidence on unoderstanding momentum through fundamentals, in: Accounting & Finance, Vol. 59, Special Issue 1, S. 831 – 857
- Walkshäusl, C. / Weißofner, F. / Wessels, U. (2018): Separating Momentum from Reversal in International Stock Markets, in: Journal of Asset Management, Vol. 20, Heft 2/2019, S. 111 – 123
- Weber, J. / Bramsemann, U. / Heineke, C. / Hirsch, B. (2017): Wertorientierte Unternehmenssteuerung. Konzepte – Implementierung – Praxis-Statement, 2. Aufl., Springer Gabler, Wiesbaden 2017
- Weissman, A. (2014): Unternehmenserfolg durch Werteorientierung. Zukunftsorientiert Führen mit dem „Sinnergie“-Konzept, Haufe-Lexware, Freiburg 2014
- Weissman, A. / Wegerer, S. (2018): Digitaler Wandel in Familienunternehmen: Das Handbuch, campus Verlag, Frankfurt 2018y
- Weissman, A. / Feige, J. (1997): Sinnergie: Wendezeit für das Management, Orell Füssli, Zürich 1997
- Welge, M. / Al-Laham, A. / Eulerich, M. (2017): Strategisches Management. Grundlagen – Prozess – Implementierung, Springer Gabler, Wiesbaden 2017
- Williamson, O. E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism: Firma, Markets, Relational Contracting, New York 1985
- Wirtz, B. W. (2013): Business Model Management: Design – Instrumente – Erfolgsfaktoren von Geschäftsmodellen, 3. Aufl., Wiesbaden 2013
- Wirtz, B. W. / Göttel, V. (2014): Business Model Innovation, in: WiSt, Heft 10/2014, 43. Jg, S. 529 – 535
- Wolfrum, M. (2018): Risikomanagement und Controlling: Status quo und Weiterentwicklungspotenziale im Überblick, in: Risk Management Association e.V. / Internationaler Controller Verein e.V. (Hrsg.): Vernetzung von Risikomanagement und Controlling, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2018, S. 15 – 20
- Zhang, C. (2009): On the explanatory power of firm-specific variables in cross-sections of expected returns, in: Journal of Empirical Finance 16, S. 306 – 317
- Zollo, M. / Winter, S. G. (2002): Deliberate Learning and the Evolution of Dynamic Capabilities, in: Organization Science, Vol. 13, No. 3 (2002), S. 339 – 351

8 Stichwortverzeichnis

- §93 Aktiengesetz 3
- Akquisitionsstrategie 49
- Balanced Scorecard 39, 98
- Beleihungsgrenze 77
- Beta-Faktor 53
- Big Data 14
- Business Judgement Rule 3
- Business Model 30
- Capability Based View 9
- Capital Asset Pricing Modell 53
- CAPM 53, 66
- Controlling 40
- DCF-Verfahren 51
- Differenzierungsmöglichkeiten 22
- Digitalisierung 13, 17
- Digitalisierungsstrategie 17
- Discounted-Cashflow-Verfahren 51
- disruptive Strategien 92
- Diversifikation** 33
- Dreiecksverteilung 82
- Economic Value Added 65
- Eigenkapital 54
- Eigenkapitalbedarf 69, 77
- Eigenkapitalkosten 66, 70
- Eigenkapitalkostensatz 65
- Emergente Strategien 12
- Entscheidungsvorbereitung 85
- Erfolgsfaktoren 30, 89
- Erfolgsmaßstab 25
- Erfolgspotenziale** 23
- Ertragsrisiko 66
- Finanzierungskosten 68
- Finanzperspektive 99
- Flexibilitätsgrad** 34
- Flow-to-Equity 52
- Fortführungsphase 52, 72
- Fremdkapital 54
- Fremdkapitalkosten 55
- FutureValue™-Konzept 18
- FutureValue™ Scorecard 38
- Gesamtkapitalkosten 54, 66
- Gesamtkapitalkostensatz 69
- Gesamtrisikoumfang 84
- Geschäftslogik 21
- Gläubigersicht 58
- Gordon-Shapiro-Modell 72
- Industrie 4.0 13, 17
- Innovationsorientierung** 32
- input-orientierte Bewertung 68
- Insolvenzkosten 71
- Insolvenzrisiko 71
- Insolvenzwahrscheinlichkeit 69, 71, 73
- Institutionenökonomik 7
- Investitionsbewertung 75
- Kapitalkosten 64, 65
- Kapitalkostensatz 43, 51
- Kapitalmärkte 53
- Kapitalrendite 43
- Kernkompetenz 10, 30
- Kompetenzentwicklung 35
- Kontroll- und Transparenzgesetz 85
- Konzentration** 33
- Kostenorientierung** 32
- Leitbild 21
- Marketing- und Vertriebskonzeption 38
- Markowitz-Modell 53
- Markt- und Prozessperspektive 99
- Markt- und Trendanalyse 22
- Marktportfolio 53, 54
- Marktrisikoprämie 65
- Monte-Carlo-Simulation 84, 97
- Normalverteilung 82
- Nutzenorientierung** 33
- Organisationsentwicklung 36
- Planungsansatz 8
- Planungssicherheit 57
- Planungsverfahren 14
- Positionierungsansatz 9
- Preisorientierung** 33
- Prinzip des unzureichenden Grundes 83
- Produktorientierung** 33
- Projektfinanzierung 75
- Prozess der strategischen Planung 14
- Prozessoptimierung 36
- Qualitätsorientierung** 32
- Rating 43, 71
- Rating-Prognose 25, 58
- Ratingstrategie 38
- Rendite-Risiko-Profil** 37
- Ressource Based View 9
- Restriktionen 69
- Risiko 83
- Risiko-, Rating- und Finanzierungsmanagement 36
- Risikoaggregation 65, 79, 84
- Risikoanalyse 81
- Risikobewältigung 85
- Risikodeckungsansatz 68
- Risikodiversifikationseffekt 65
- Risikodiversifikationsfaktor 65
- Risikogerechte Bewertung 43
- Risikogerechte Entscheidungen 61

risikogerechte Unternehmensbewertung 61
 Risikoidentifikation 81
 Risikomanagement 81, 99
 Risikomaß 44
 risikoorientierte Unternehmensführung 87
 Risikoquantifizierung 82
Risiko-Rendite-Profil 34
 Risikoreporting 85
 Risikoüberwachung 85
 Risiko-Wert-Modelle - unvollständige Replikation 65
 robuste Strategien 92
 robuste Unternehmen 92
robustes Unternehmen 18, 95
 Sicherheitsäquivalent 55
simulationsbasierte Bewertung 61
Standardisierungsgrad 32
 Stärken und Schwächen 23
 Status-quo-Analyse 23
 Steuerungssystem 99
 Strategie 6
Strategiebewertung 41, 46, 48
 Strategiedimensionen 31
Strategieentwicklung 17, 27
 Strategieprozess 6
 strategische Konzeption 27
strategische Positionierung 31
 strategische Risiken 89, 91
strategische Risikoanalyse 89
strategische Stoßrichtung 34
 strategische Unternehmenssteuerung 97
 strategisches Controlling 40
 strategisches Management 6, 7, 38
 Strategy Map 22
 Structure-Conduct-Performance 7
 Struktur-follows-Strategy 7
 systematische Risiken 53
 Tax Shield 54
 Transaktionskosten 7
 Umsetzung 38, 40
 Ungewissheit 12, 83
 Unsicherheit 83
 Unternehmensbewertung 50
 Unternehmensplanung 14
 Unternehmensstrategie 29
 Unternehmenswert 42, 50, 52, 58
 Unternehmensziele 21
 Value at Risk 69
 Value Constellation 30
 Value Proposition 30
 VaR 69
 Variationskoeffizient 65, 66, 78, 84
 Verteilungsfunktion 82
Vertriebsorientierung 33
 Vision 21
 WACC 54
 Wachstumsrate 43
 Weighted Average Cost of Capital 54
 Wert 51
 wertorientierte Unternehmensführung 74
Wertorientiertes Management 41
 wertorientiertes Steuerungssystem 100
Wertschöpfungskette 31, 34
Wertschöpfungstiefe 34
 Werttreiber 42, 45
 Werttreiberanalyse 25
 Werttreiberbaum 20
 Wettbewerbskräfte 23, 89
Wettbewerbsverhalten 33
Wettbewerbsvorteile 31
 Zukunftstrends 89



Werner Gleißner

Der Vorstand und sein Risikomanager

Umgang mit Chancen und Gefahren der Unternehmensführung

2., überarbeitete Auflage 2019, 158 Seiten

€[D] 19,99

ISBN 978-3-86764-864-6

eISBN 978-3-7398-0431-6

Der adäquate Umgang mit Chancen und Gefahren (Risiken) ist bei einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft von großer Bedeutung für den Unternehmenserfolg. Vor dem Hintergrund der Wirtschaftskrise 2007/2009 werden in einem fiktiven Dialog zwischen dem Vorstand und dem Risikomanager eines Unternehmens – in einem Zeitraum von mehr als zwei Jahren – die prinzipiell vorhandenen Möglichkeiten und die praktischen Umsetzungshemmnisse einer wert- und risikoorientierten Unternehmensführung, auch durch unternehmensinterne Konflikte, plakativ verdeutlicht. Neben Basiswissen zu oft noch neuen betriebswirtschaftlichen Methoden in Controlling, Risikomanagement, Rating und wertorientierter Unternehmenssteuerung findet der Leser auch vieles, was er möglicherweise aus der Praxis kennt: Eitelkeiten und Eigeninteresse der Protagonisten. Neben dem eigentlichen Dialog bietet das Buch eine betriebswirtschaftlich-methodische Einführung zu rechtlichen Grundlagen, Nutzen und Methoden eines entscheidungsunterstützenden Risikomanagements sowie zu Rating und wertorientierter Unternehmenssteuerung.



BESTELLSCHEIN \ NEUERSCHEINUNG APRIL 2019

Exemplare des Buches:

Bezahlmethode:

- Per Rechnung
- Per Kreditkarte:
- Mastercard Visa

Kartennr.:

gültig bis:

Werner Gleißner

Der Vorstand und sein Risikomanager

€[D] 19,99

ISBN 978-3-86764-864-6

Name:

Adresse:

E-Mail:

Datum, Unterschrift:



Grundlagen des Risikomanagements



Grundlagen des Risikomanagements

Mit fundierten Informationen zu besseren Entscheidungen

3. Auflage 2017

Prof. Dr. Werner Gleißner

605 Seiten

€ 55,00

ISBN 978-3-8006-4952-5

Erhältlich im Buchhandel oder beim
Verlag Franz Vahlen GmbH, München
oder bei

FutureValue Group AG

Bestellbogen
nächste Seite



Jedes Management ist auch Risikomanagement: Transparenz über Risiken führt zu besseren Entscheidungen

Zum Buch

Bei einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft lassen sich Chancen und Gefahren nicht vermeiden. Das Buch erläutert ein neues Risikomanagementkonzept (embedded risk management): Jedes Management sollte auch Risikomanagement sein, wenn die Wirkungen von Maßnahmen unsicher sind. Es ist notwendig, Erträge und Risiken bei der Entscheidungsvorbereitung abzuwägen und dabei die Implikationen für das zukünftige Rating und den nachhaltigen Erfolg (Unternehmenswert) zu betrachten. Das praxisorientierte Fachbuch erläutert die betriebswirtschaftlichen Werkzeuge zur Analyse und Steuerung von Risiko, die in Unternehmensführung, Controlling und Risikomanagement benötigt werden – und die z.B. eine wertorientierte Unternehmensführung mit risikogerechten Kapitalkosten erst ermöglichen. Dabei wird gezeigt, wie wesentliche Basisaufgaben für ein integriertes Risikomanagement effizient im Rahmen von Controlling, strategischem Management und Qualitätsmanagement abgedeckt werden können.

Aus dem Inhalt

- Grundbegriffe, rechtliche Grundlagen und Risikopolitik sowie Nutzen des Risikomanagements
- Risikoanalyse
- Risikoaggregation, Gesamtrisikoumfang und stochastische Planung
- Risikobewältigung und Risikosteuerung
- Risikoinformationen für unternehmerische Entscheidungen: Rating, Controlling und wertorientierte Unternehmensführung
- Risikoüberwachung, Risikocontrolling und die Organisation des Risikomanagements

Der Autor



Prof. Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG und Honorarprofessor für Betriebswirtschaft, insb. Risikomanagement, an der Technischen Universität Dresden.

Seine Forschungs- und Tätigkeitsschwerpunkte liegen im Bereich Risikomanagement, Bewertung & Rating und Unternehmensstrategie sowie der Entwicklung von Methoden für eine simulationsbasierte Risikoaggregation – z.B. in Anwendung auf die Vorbereitung von Top-Managemententscheidungen sowie im Kapitalanlage- und Portfoliomanagement. Er ist Autor zahlreicher Fachartikel und Bücher.

Download von Fachveröffentlichungen unter www.werner-gleissner.de.

Grundlagen des Risikomanagements

**Bestellfax an:
0711 / 79 73 58-58**

**FutureValue Group AG
Obere Gärten 18
70771 Leinfelden-Echterdingen**

- Ich bestelle „Grundlagen des Risikomanagements“
zum Preis von € 55,00 / Stück

Senden Sie mir bitte . . . Exemplar/e an

Firma
 Name, Vorname
 Abteilung
 Straße
 PLZ Ort
 Telefon / Fax
 E-Mail

Unterschrift

- Ich bestelle außerdem „Der Vorstand und sein
Risikomanager“ zum Preis von € 14,99 / Stück

Senden Sie mir bitte . . . Exemplar/e

Ich möchte vom kostenlosen Informations-Service profitieren

- [] Bitte senden Sie mir Fachartikel zum Thema
- [] „Rating und Finanzierung“
 - [] „Risikomanagement: Risikoanalyse, Risikoaggregation“
 - [] „Kapitalmarkt: Anlagestrategie und Value Investing“
 - [] „Controlling/Entscheidungsvorbereitung“
 - [] „Unternehmensbewertung/Strategiebewertung/M&A“
 - [] „strategische und wertorientierte Unternehmensführung“

Für Rückfragen steht Ihnen Frau Dutschmann-Schwarzkopf unter der Telefonnummer
0711/ 79 73 58 - 36 oder per E-Mail Fachartikel@FutureValue.de gern zur Verfügung.