

Veröffentlicht in

Controller News

1/2005

“Der Kern des wertorientierten Managements:
Erträge und Risiken abwägen“

S. 17-19

Mit freundlicher Genehmigung der
Controller News-Redaktion, Österreichisches Controller-Institut, Wien
(www.oeci.at)

Der Kern des wertorientierten Managements: Erträge und Risiken abwägen

von Werner Gleißner

Die Vorteile von wertorientierten Management-Ansätzen bei der Fundierung wichtiger unternehmerischer Entscheidungen werden bei Großunternehmen – zunehmend aber auch im Mittelstand – immer klarer erkannt und konsequenter genutzt. Der Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab (z.B. bei der Beurteilung strategischer Handlungsalternativen oder von Investitionen) weist wesentliche konzeptionelle Stärken auf, wie den konsequenten Zukunftsbezug und die weitgehende Unabhängigkeit von bilanzpolitischen Einflüssen. Die bedeutendste Stärke des Unternehmenswerts, die zugleich die grundlegende Unterscheidung zu traditionellen Methoden der Ertrags- und Rentabilitätssteuerung darstellt, ist die Verbindung von zukünftig erwarteten Erträgen (Renditen) und der Risiken (Kapitalkosten) in einer Kennzahl. Der Unternehmenswert stellt nämlich die Summe der risikoadäquaten diskontierten zukünftigen Erträge (oder Cash Flows) dar. Er ermöglicht damit als Erfolgsmaßstab die praktische Unterstützung einer auf den nachhaltigen Erfolg ausgerichteten Unternehmensführung durch das konsequente Abwägen erwarteter Erträge und der damit verbundenen Risiken.

Risiken sind dabei als mögliche Abweichung von einem Planwert (präziser: Erwartungswert) zu verstehen.

Höhere Risiken sollten offensichtlich nur dann akzeptiert werden, wenn diesen auch höhere erwartete Erträge gegenüberstehen. Diese einfache Überlegung ist der Kern eines wertorientierten Unternehmensführungsansatzes. Die heute tatsächlich implementierten wert-

orientierten Steuerungssysteme – beispielsweise der populäre EVA-Ansatz – erfüllen diese Aufgabe jedoch in der Regel noch nicht. Das Hauptproblem ist darin zu sehen, dass den zukünftig erwarteten (prognostizierten) Erträgen nicht ein Kapitalkostensatz (Diskontierungszinssatz) als Mindestrenditeanforderung gegenübergestellt werden kann, in dem sich der tatsächliche Risikoumfang widerspiegelt (beispielsweise einer Investition oder eines Unternehmens als Ganzes). Es ist heute nämlich noch immer üblich, den Diskontierungszinssatz mit Hilfe von Kapitalmarktinformationen abzuleiten. Gerade bei der Bewertung des Unternehmens als Ganzes wird hier insbesondere das auf den Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarktes basierende Capital-Asset-Pricing-Modell (CAP-Modell) genutzt, mit dessen Hilfe auf Grundlage historischer Kursbewegungen mit dem so genannten „Beta-Faktor“ ein Maß für das systematische Unternehmensrisiko abgeleitet wird, das

als bewertungsrelevant eingeschätzt wird. Die wesentlichen dieser Theorie zugrunde liegenden Annahmen weichen jedoch so stark von der Realität ab, dass die unbefriedigenden wissenschaftlichen Untersuchungen zum CAP-Modell nicht überraschen. Mit der Untersuchung von Fama und French (1992 und 2004), die keinerlei belegbare Aussagekraft des Beta-Faktors ermitteln konnten, haben sich sogar zwei der wichtigsten wissenschaftlichen Vertreter der Theorie vollkommener Märkte vom CAP-Modell verabschiedet und mit dem so genannten „Drei-Faktoren-Modell“ eine leistungsfähigere Alternative zur Bestimmung erwarteter Renditen (und damit Kapitalkostensätze) vorgeschlagen. In Abbildung 3 sind wesentliche Annahmentheorien vollkommener Kapitalmärkte – und die hier bestehenden Probleme in der Realität – zusammengefasst (vgl. vertiefend Shleifer, 2000).

Erwähnt sei bei den vielen Aspekten lediglich die Existenz von Konkurskosten und schlecht diversifizierten Portfolios. Beides führt nämlich dazu, dass – entgegen der Aussage des CAP-Modells – nicht nur die systematischen (un-

**Ein Verzicht auf
tatsächlich verfügbare
Informationen über
Risiken macht keinen
Sinn.**

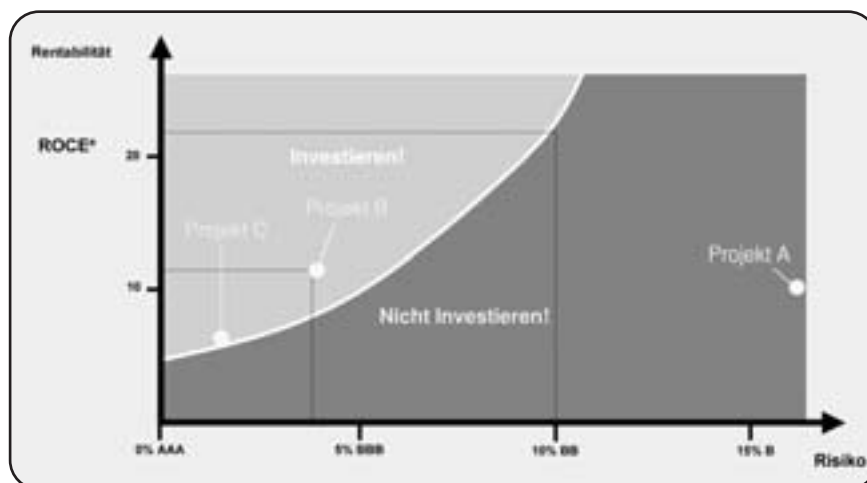


Abb. 1: Das Abwägen von Erträgen und Risiken

ternehmensübergreifenden) Risiken, sondern auch die unsystematischen Risiken (die also nur ein Unternehmen betreffende Risiken, wie z.B. das Scheitern eines Forschungsprojektes) für die Bestimmung von Kapitalkostensätzen und die Bewertung eines Unternehmens oder einer Investition maßgeblich sind. Nicht übersehen werden darf, dass beispielsweise auch im Rating eines Unternehmens, das die Kapitalkosten beeinflusst, selbstverständlich systematische wie auch unsystematische Risiken berücksichtigt werden, weil beide die Wahrscheinlichkeit und die erwarteten Kosten eines Konkurses beeinflussen.

Zusammenfassend muss man festhalten, dass so genannte wertorientierte Steuerungsansätze, die Kapitalkostensätze ausschließlich aus (öffentlich zugänglichen) Informationen am Kapitalmarkt herleiten, im eigentlichen Sinne nicht als wertorientiert eingestuft werden können, weil sie ein Abwägen von Rendite und Risiko eben nicht ermöglichen. Um die Vorteile eines wertorientierten Managements tatsächlich nutzen zu können, ist es offensichtlich erforderlich, dass sich in Diskontierungs- oder Kapitalkostensatz der tatsächliche Risikoumfang widerspiegelt. Nahe liegend ist hierbei die Nutzung aller im Unternehmen verfügbaren Informationen über die Risiken (z.B. einer Investition), also die möglichen Ursachen von Planabweichungen. Die Unternehmensfüh-

rung selbst hat sicherlich gegenüber dem Kapitalmarkt (z.B. den Aktionären) einen Informationsvorsprung gerade bei der Beurteilung vorhandener Risiken, der im Rahmen der wertorientierten Steuerung berücksichtigt werden sollte. Es ist somit notwendig, Kapitalkostensätze auf Grundlage der Risiken abzuleiten, die im Rahmen der Unternehmensplanung identifiziert und bewertet werden (vgl. so genannte „risikodeckungsorientierte Ansätze“ der Kapitalkostenermittlung [Gleißner, 2002 und Gleißner, 2004]).

Um eine derartige Fundierung von Kapitalkostensätzen zur Untermauerung des wertorientierten Managements, also beispielsweise der Verbesserung der Aussagefähigkeit eines EVA, zu nutzen, müssen die Risiken im Kontext der Unternehmensplanung aggregiert werden (vgl. Abbildung 2).

Mit Hilfe derartiger Risikoaggregationsverfahren werden zunächst sämtliche Risiken denjenigen Positionen der Unternehmens- oder Investitionsplanung zugeordnet, bei denen sie Planabweichungen verursachen können. Durch das Wirksamwerden von Risiken werden die Planungsgenauigkeit und der realistische Umfang von Planabweichungen (z.B. die Bandbreite der Gewinne) bestimmt. Mit Hilfe von computergestützten Simulationsverfahren kann eine große repräsentative Anzahl möglicher

cher Zukunftsszenarien eines Unternehmens oder einer Investition berücksichtigt werden, was Rückschlüsse auf die realistische Bandbreite der tatsächlichen Gewinne und damit auf den Umfang möglicher risikobedingter Verluste zulässt. Der Umfang möglicher Verluste (zu einem vorgegebenen, vom angestrebten Rating abhängigen Konfidenzniveau) zeigt unmittelbar den Bedarf an Eigenkapital, der zur Abdeckung der Risiken erforderlich ist. Aus dem risikobedingten Eigenkapitalbedarf lässt sich dann wieder unmittelbar mit der bekannten Kapitalkostenformel (WACC), die entsprechend des berechneten Eigenkapitalbedarfs modifiziert wird, auf einen den tatsächlichen Risiken angemessenen Gesamtkapitalkostensatz schließen.

Eine Erhöhung des Risikoumfangs führt somit zu einem höheren Bedarf an teurem Eigenkapital und damit einem höheren Kapitalkostensatz. Der Gesamtkapitalkostensatz als relevanter Diskontierungszinssatz für eine Investition und Mindestrenditeanforderung lässt sich somit in Abhängigkeit der tatsächlichen Risiken berechnen. Auf diese Weise lässt sich neben der Beurteilung von Investitionen beispielsweise auch der Wertbeitrag eines Risikotransfers (speziell Versicherungslösungen) bestimmen. Mit Hilfe eines traditionellen EVA-Ansatzes mit Kapitalkostensätzen, die auf Grundlage des CAP-Modells abgeleitet sind, wäre der Wertbeitrag jeder Versicherungslösung negativ, was offenkundig kein sinnvolles Ergebnis darstellt.

Die hier vorgeschlagene Vorgehensweise trägt den neueren Entwicklungen im Hinblick auf eine praxisnähere Theorie unvollkommener Kapitalmärkte Rechnung, die sich auch in der Wissenschaft gerade in den letzten 10 Jahren immer stärker durchzusetzen beginnt (vgl. Shleifer, 2000).

Erwähnenswert ist hier zudem, dass mit Hilfe des oben kurz skizzierten Verfahrens der Risikoaggregation neben der Ableitung von Kapitalkostensätzen eine Vielzahl weiterer für die praktische

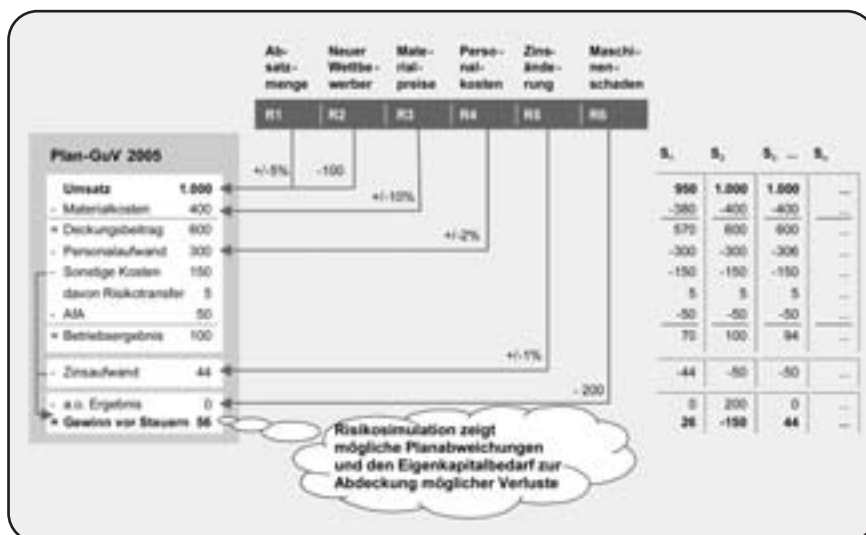


Abb. 2: Monte-Carlo-Simulation als Methodik zur Risikoaggregation

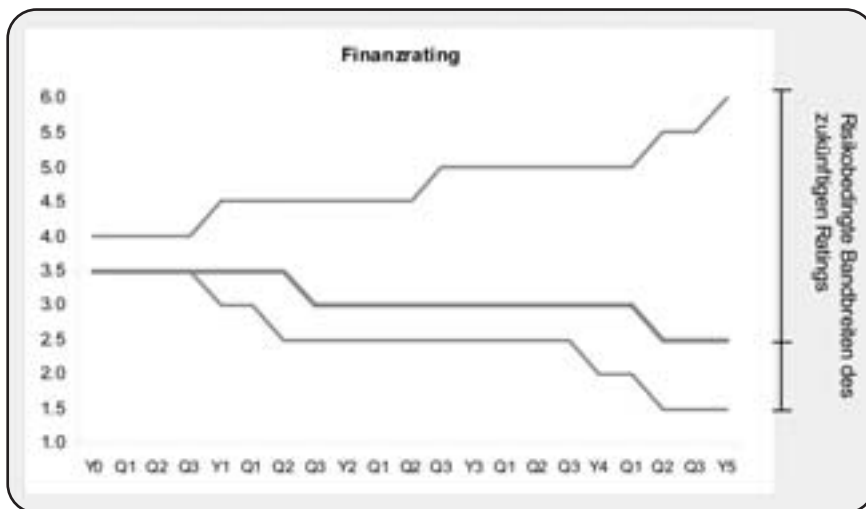


Abb. 3: Rating-Prognosen durch die Verbindung von Planung und Risiko

Unternehmensführung wichtiger Resultate erzeugbar ist. So können beispielsweise Risikokennzahlen wie die Eigenkapitaldeckung (das Verhältnis von Eigenkapital zu Eigenkapitalbedarf) sowie der Gesamtbedarf an Liquidität (Kreditrahmen) abgeleitet werden. Ein wichtiges Anwendungsfeld der Risikoaggregationsverfahren stellen auch Ratingprognosen dar. Basierend auf der Unternehmensplanung und den Risiken kann vorhergesagt werden, wie sich das Rating eines Unternehmens in Zukunft entwickeln wird und welche obere und untere Bandbreite dieser Entwicklung aufgrund des möglichen Eintretens von Risiken dabei realistisch ist (Gleißner/Füser, 2003). Auf diese Weise können – längst bevor die finanzierenden Kreditinstitute dies erkennen – kritische Entwicklungen (z.B. durch Großinvestitionen) vorhergesehen werden, was das rechtzeitige Initiieren von Gegenmaßnahmen oder die Anpassung der Planung ermöglicht.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Überlegenheit wertorientierter Unternehmensführungsansätze bei der

erfolgsorientierten Steuerung von Unternehmen unbestreitbar sind. Gut fundierte Investitionsentscheidungen, ein optimierter Versicherungsschutz sowie die fundierte Entscheidung zwischen strategischen Handlungsalternativen mit unterschiedlichen Wertbeiträgen seien hier nur beispielhaft erwähnt. Notwendige Voraussetzung für die tatsächliche Nutzung der grundsätzlichen Vorteile eines wertorientierten Managements ist jedoch, dass sich in den hier grundsätzlich notwendigen Kapitalkostensätzen (bzw. Diskontierungszinsen) der tatsächliche Risikoumfang widerspiegelt. Dies ist offensichtlich erforderlich, um bei unternehmerischen Entscheidungen ein Abwägen von erwarteten Renditen und den damit verbundenen Risiken zu ermöglichen. Bei den heute schon implementierten wertorientierten Steuerungsansätzen besteht hier häufig noch erheblicher Handlungsbedarf. Die Kapitalkostensätze sollten auf Grundlage der besten verfügbaren (unternehmensinternen) Informationen über die tatsächlichen Risiken abgeleitet werden und nicht durch die Beobachtung der Meinung des Kapitalmarkts über diese Risi-

ken. Ein Verzicht auf tatsächlich verfügbare Informationen über die Risiken macht ökonomisch keinen Sinn. Methodisch ist die Ableitung von Kapitalkostensätzen ohne größeren Aufwand zu realisieren. Erforderlich ist dabei die Berechnung des Bedarfs an Eigenkapital zur Risikodeckung mit Hilfe so genannter Risikoaggregationsmodelle, die Unternehmensplanung und Risiken verbinden und heute auch schon in Standardsoftware (z.B. MIS Risk-Management^{PO} powered by RMCE oder www.Risiko-Kompass.de) verfügbar sind. Erst mit der Nutzung der tatsächlichen Informationen über die Risiken lässt sich ein wertorientiertes Management tatsächlich umsetzen.

Literaturhinweise und Anmerkungen

Fama, E.F./French, K.R.: The Equity Premium, in: The Journal of Finance, Vol. 57, No. 2, 2002, S. 637-659.

Fama, E.F./French, K.R.: The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, No. 3, 2004, S. 25-46.

Gleißner, W.: Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, Finanz Betrieb 7/8, 2002.

Gleißner, W./Füser, K.: Leitfaden Rating – Basel II: Rating-Strategien für den Mittelstand, München, 2003.

Gleißner, W.: FutureValue – 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung, Wiesbaden, 2004.

Shleifer, A.: Inefficient Markets – An Introduction To Behavioral Finance, Oxford University Press, 2000.



Dr. Werner Gleißner ist Geschäftsführer RMCE RiskCon GmbH & Co. KG und Vorstand FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen, Kontakt: info@futurevalue.de,

www.werner-gleissner.de