

Veröffentlicht in
Entrepreneurship und Unternehmertum
2001

“Wertorientiertes Risikomanagement für Entrepreneurere“
S. 363-396

Mit freundlicher Genehmigung des
Gabler Verlag, Wiesbaden
(www.gabler.de)

8. Wertorientiertes Risikomanagement für Entrepreneurure

8.1 Einordnung in das Entrepreneurship

Entrepreneure werden oft als besonders risikofreudig charakterisiert. Gerade bei einer Existenzgründung werden – wie die Insolvenzstatistik belegt – oft sehr hohe Risiken akzeptiert. Da sich ökonomischer Erfolg aber nicht nur an der Rendite einer Geschäftsidee ablesen läßt, sondern die erwartete bzw. erzielte Rendite immer in Bezug auf die eingegangenen Risiken interpretiert werden muß, sind Risikoanalyse und Risikomanagement gerade im Kontext des Entrepreneurship unumgänglich. Die gerade bei Existenzgründungen oft anzutreffende Kombination hoher Risikobereitschaft mit niedriger Risikotragfähigkeit ist fatal. Die hohen Renditeforderungen von Venture-Capital-Gesellschaften – oft (selbst nach der „Seed-Phase“) über 20 % – sind eine zwangsläufige Konsequenz der hohen Risiken. Trotz der offensichtlichen Bedeutung detaillierter Risikoanalysen bei Existenzgründern unterbleiben diese oft; unter anderem auch deshalb, weil die Existenzgründer selbst aus Angst vor einer ablehnenden Haltung der finanzierenden Kreditinstitute bekannte Risiken nicht kommunizieren wollen.

Nachfolgend wird das Thema „Risikomanagement für Entrepreneurure“ in den Kontext des wertorientierten Managements gestellt, weil dieses „Paradigma der Wertorientierung“ immer mehr zum zentralen Denkraum für erfolgreiche Entrepreneurure wird.

8.2 Der Denkraum des Entrepreneurs: Das Paradigma der Wertorientierung

Eine wertorientierte Unternehmensführung ist ein gezieltes Management von Chancen und Risiken²²⁸ in einem immer dynamischeren, globalen Umfeld. Die Erfordernis, eine am Unternehmenswert orientierte Unternehmenspolitik zu betreiben („Wertmanagement“), ergibt sich auch daraus, daß Unternehmen um die knappe Ressource „Kapital“ konkurrieren. Unternehmen, die keine adäquate Steigerung ihres Wertes erreichen, werden für Investoren unattraktiv. Sie werden es schwerer haben, zusätzliches Eigenkapital von neuen Gesellschaftern oder durch Kapitalerhöhung an der Börse zu bekommen. Auch ihre Kreditwürdigkeit aus Sicht der finanzierenden Banken ist schlechter einzustufen, weil Banken immer dazu übergehen, das Verhältnis von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals – also dem Unternehmenswert – als Beurteilungskriterium der Bonität heranzuziehen. Eine insgesamt durch eine unbefriedigende Wertentwicklung eingeschränkte Verfügbarkeit von Kapital schränkt schließlich wieder die Chancen eines Unternehmens ein, größere Investitionen vorzunehmen oder zu wachsen. Gerade an den internationalen Aktienmärkten zeigt sich zudem immer deutlicher, daß wertvolle Unternehmen allein durch ihren Wert einen wesentlichen Erfolgsfaktor aufgebaut haben, weil sie bei Fusionen oder Akquisitionen gegenüber anderen Unternehmen im Vorteil sind.

Nach dem Leitbild der wertorientierten Unternehmensführung ist es Ziel jedes Unternehmens, das Vermögen der Gesellschafter nachhaltig zu erhöhen. Während dies für börsennotierte Unternehmen schon allein aufgrund des Zwangs zur Kapitalbeschaffung unstrittig ist, gilt diese Zielsetzung für eigentümergeführte Unternehmen weniger stark. Trotzdem macht es auch für diese Unternehmen Sinn, sich an den gleichen Wertmaßstäben zu orientieren und so regelmäßig den Erfolg der eigenen Strategie zu überprüfen. Existenzgründer als wichtige Gruppe der Entrepreneure werden hingegen geradezu gezwungen, neue Werte zu schaffen: der Unternehmenswert, den man durchaus als Wert der erwarteten zukünftigen Erträge aus Geschäftsmodell und Strategie auffassen kann, muß höher als das von den Gesellschaftern eingebrachte Eigenkapital sein²²⁹. Eine Un-

228 Auch wenn im Kontext des Risikomanagements (so auch in diesem Text) immer von „Risiken“ gesprochen wird, wäre meist der allgemeinere Begriff „Unsicherheit“ angemessener. Es lassen sich dabei grundsätzlich zwei Arten der Unsicherheit unterscheiden:

- Risiko: Bei Entscheidungen unter Risiko sind zwar bestimmte relevante Daten nicht sicher bekannt, aber es ist zumindest bekannt, mit welcher (objektiven oder evtl. auch subjektiven) Wahrscheinlichkeit bestimmte mögliche Umweltzustände eintreten.
- Ungewißheit: Bei Entscheidungen unter Ungewißheit sind zwar die möglichen Umweltzustände bekannt, die Wahrscheinlichkeit des jeweiligen Eintretens aber (zunächst) nicht. (Bei manchen Entscheidungssituationen z. B. bei technologischen Prognosen lassen sich nicht einmal mehr die möglichen zukünftigen Zustände vollständig angeben.)

229 Solche Unternehmen generieren einen „FutureValue™“, also eine positive Differenz zwi-

ternehmensgründung, die in dieser Hinsicht keinen Wert schafft, macht ökonomisch keinen Sinn.

Der Wert eines Unternehmens ist somit die primäre strategische Zielgröße der Unternehmensführung. Er läßt sich grundsätzlich beschreiben als die Summe seiner mit den erwarteten, risikoabhängigen Kapitalkosten diskontierten, zukünftigen freien Cashflows abzüglich des Werts des Fremdkapitals („Discounted-Cashflow-Methode“). Die freien Cashflows sind dabei die Cashflows vor Zinsaufwendungen abzüglich notwendiger Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen.

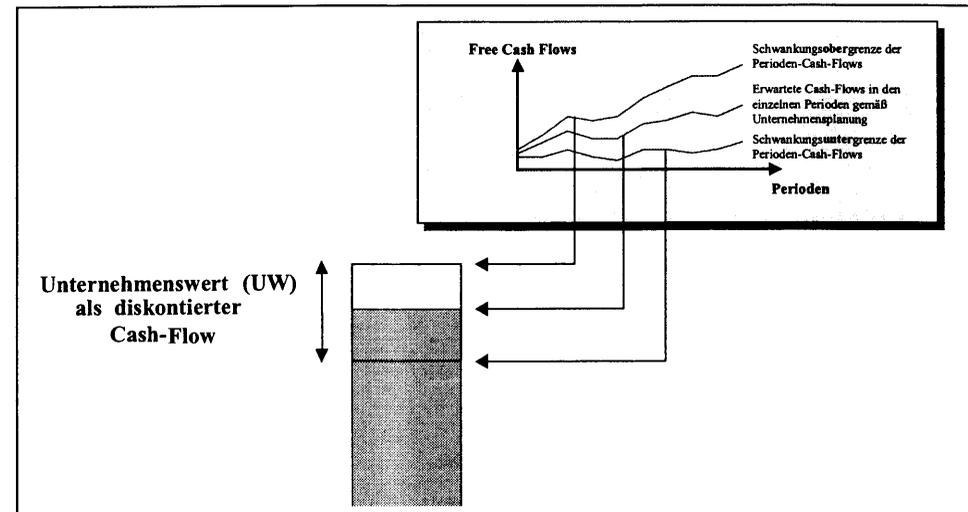


Abb. 8.1 Unternehmenswert als „Discounted Cashflow“ (DCF)

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

schon Unternehmenswert einerseits und der Summe von eingebrachtem Eigenkapital und dem bisherigen statischen Ertragswert bei konstantem Umsatzniveau, der bei Neugründungen natürlich noch Null ist, andererseits (vgl. GLEIBNER und WEISSMAN (2000) sowie GLEIBNER (2001)). Durch die zukunftsbezogene Bewertung von Unternehmen ist es für den Entrepreneur im Prinzip möglich, die zukünftig zu erwartenden Erträge einer „Geschäftsidee“ schon in der Gegenwart – durch einen (Teil-) Verkauf des Unternehmens – zu kapitalisieren.

Da die Kapitalanleger risikoavers sind, werden sie ein risikoreicheres Unternehmen nur dann so hoch bewerten wie ein risikoärmeres, wenn die Erträge höher sind; höheres Risiko muß „bezahlt“ werden. Je höher das Risiko ist, desto größer muß auch die erwartete Kapitalrendite sein. Damit wird ein oft noch vernachlässigtes Risikomanagement zu einem zentralen Baustein jeder wertorientierten Unternehmensführung.

Bezüglich der einzelnen Geschäftsfelder eines Unternehmens gilt die gleiche Betrachtung wie für ein Unternehmen als Ganzes: da sich der Wert eines Unternehmens – unter Beachtung möglicher Synergien – aus den Werten der einzelnen Geschäftsfelder zusammensetzt, ist es nicht akzeptabel, wenn ein Geschäftsfeld dauerhaft Werte zerstört.

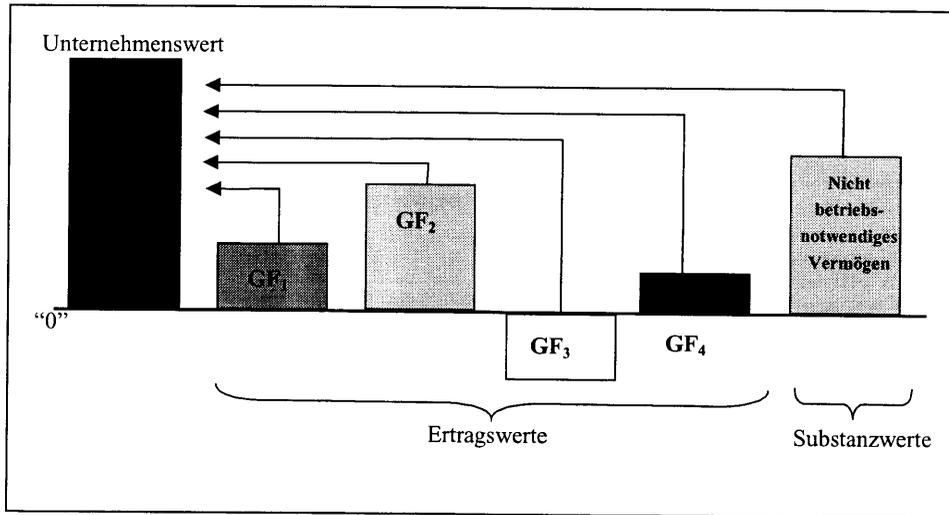


Abb. 8.2 Unternehmenswert als Wert der einzelnen Geschäftsfelder (GF)

Grundlage der Bestimmung des Unternehmenswertes ist die geplante Unternehmensentwicklung der nächsten Jahre, insbesondere die zukünftigen freien Cashflows. Der Unternehmenswert ergibt sich durch die Abzinsung dieser zukünftigen freien Cashflows – also der Liquiditätsüberschüsse – auf den heutigen Zeitpunkt. Damit ein Geschäftsfeld oder eine Investition einen positiven Beitrag zu diesem Unternehmenswert leisten, ist es erforderlich, daß seine Rendite größer ist als seine risikoabhängigen Kapitalkosten. Wenn ein Unternehmen es also ernst meint mit einem wertorientierten Management, dann müssen für jedes Vorhaben unternehmensspezifische Kapitalkosten ermittelt werden, um den Wertbeitrag eines jeden Projektes berechnen zu können.

Kennzahlen zur wertorientierten Unternehmensführung sollen sicherstellen, daß in allen Unternehmensbereichen eine Mindestrendite erzielt wird, die dem Risiko des jeweiligen Geschäftes entspricht. Die knappen Mittel sind dauerhaft nur den operativen Einheiten

zur Verfügung zu stellen, die diesen Verzinsungsansprüchen gerecht werden. Aktivitäten, die diesen Ansprüchen (auf Sicht) nicht genügen, sind umzustrukturieren, zu verkaufen oder aufzugeben.

Aus der oben angeführten allgemeinen Definition zum Unternehmenswert lassen sich unmittelbar Konsequenzen für die wertorientierte Unternehmenssteuerung ableiten. Theoretisch kann man nämlich durch die Ableitung der erwarteten Wirkung bestimmter Maßnahmen auf Ertrag (freier Cashflow) und Risiko eine fundierte Beurteilung vornehmen. Grundsätzlich zeigen sich somit vier maßgebliche Hebel zur Steigerung des Unternehmenswertes, wobei die beiden ersten zusammen die Gewinne bzw. die Gewinnentwicklung beschreiben:

- Umsatzwachstum (z.B. Marktdurchdringung, Marktentwicklung etc.),
- Steigerung der Umsatzrentabilität (z.B. durch Kostensenkung),
- effizientere Kapitalnutzung (z.B. Abbau von Forderungen und Vorräten) und
- Reduzierung des Risikos.

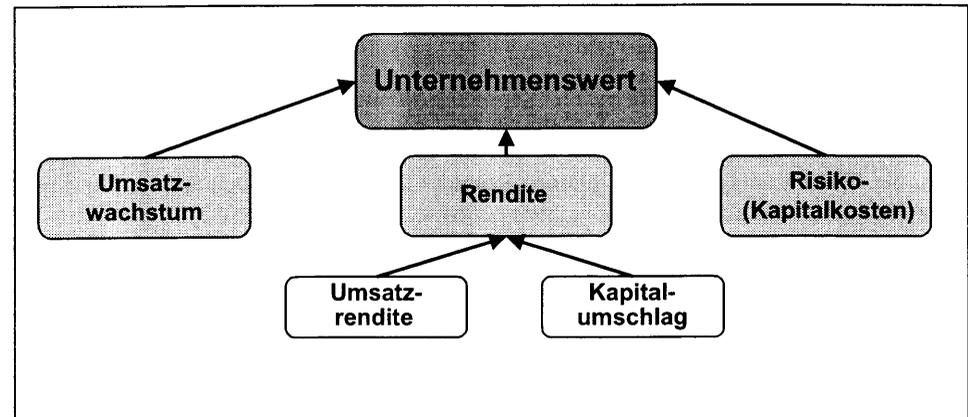


Abb. 8.3 Determinanten des Unternehmenswerts

Betrachtet man ein Unternehmen als Ganzes, erkennt man, daß es unterschiedlichste Ansatzpunkte für eine wertsteigernde Erhöhung der Cashflows oder eine Senkung der risikoabhängigen Kapitalkosten gibt. Die folgende Abbildung zeigt die wichtigsten Ansatzpunkte. Grundsätzlich bietet es sich an, zunächst über eine Verbesserung der strategischen Ausrichtung einen Wertbeitrag zu generieren, weil hier oft der größte Hebel zu finden ist.

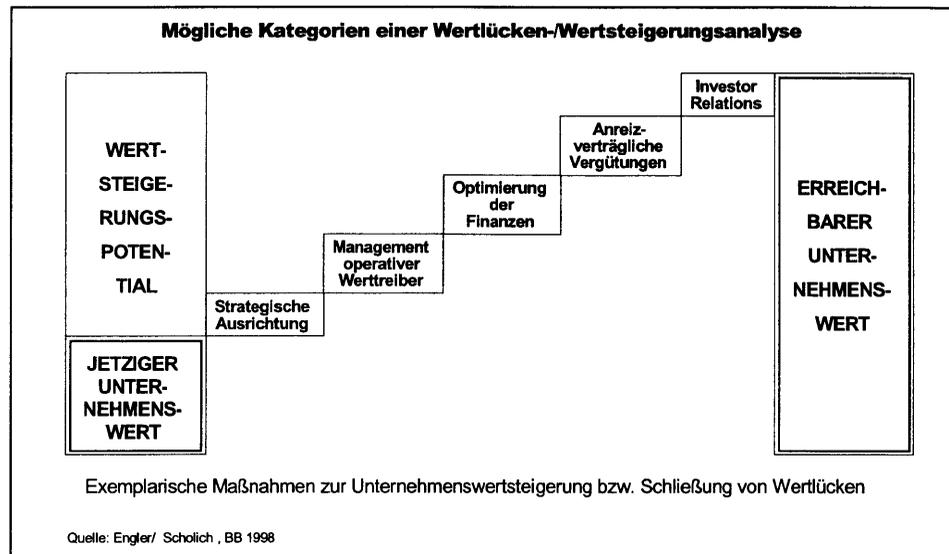


Abb. 8.4 Wertsteigerungspotentiale

Das Management der operativen Werttreiber zielt dabei auf die Generierung eines überlegenen Kundennutzens, den Aufbau langfristig wertvoller Kompetenzen im Unternehmen, die Effizienzsteigerung der internen Prozesse und natürlich auch auf die Optimierung der Risikostruktur.

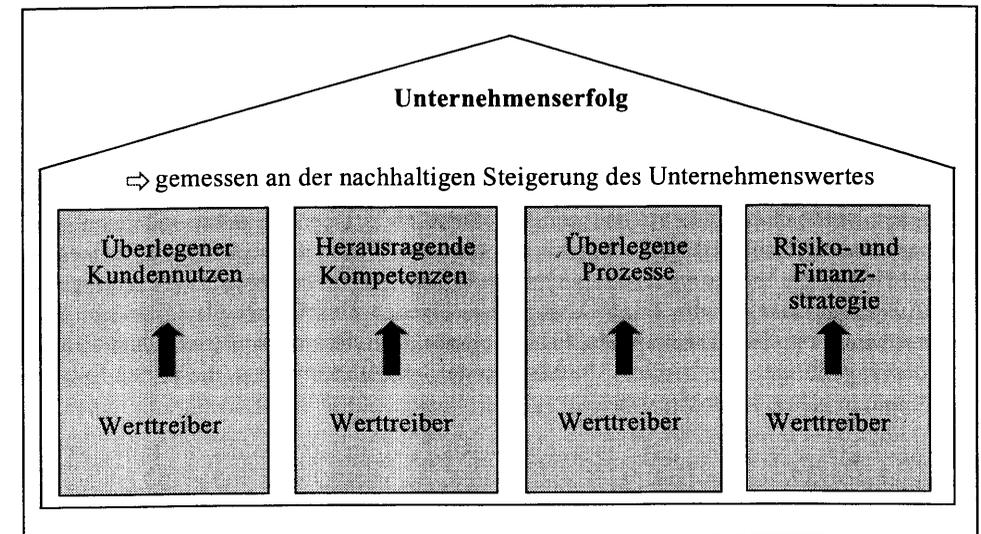


Abb. 8.5 Optimierung der operativen Werttreiber

Akzeptiert man die Gleichsetzung von Unternehmenserfolg und Unternehmenswert, so ist eine gute Unternehmensstrategie genau jene, die den Unternehmenswert maximiert. Sinnvoll sind gemäß dieser Sichtweise des „Wertmanagements“ genau die unternehmerischen Maßnahmen – Investitionen, Forschungsprojekte oder Marktausweitungen –, die zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führen, also eine Rendite erwarten lassen, die über dem (risikoabhängigen) Kapitalkostensatz liegt.

Eine fundierte Beurteilung verschiedener strategischer Handlungsoptionen des Entrepreneurs erfordert offensichtlich einen möglichst aussagefähigen, nachvollziehbaren Maßstab für den Unternehmenswert bzw. den Wertzuwachs. Ein sehr gut geeigneter, allgemein akzeptierter Wertmaßstab ist der Discounted-free Cashflow (DfCF), der sich inzwischen weitgehend durchgesetzt hat²³⁰. Er beschreibt zusammenfassend die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens und dessen gesamte (erwartete) zukünftige Entwicklung. Daher wird der Unternehmenswert in starkem Maße von den Wachstumsaussichten des Unternehmens geprägt. Die täglichen Erfahrungen an den Börsen zeigen

230 Im Gegensatz zu anderen Maßstäben läßt er durch seine langfristige Betrachtung der erwarteten Zukunft des Unternehmens keine kurzfristigen Fehleinschätzungen zu. Die Orientierung an aktuellen Erträgen kann nämlich zu einer einseitigen Ausrichtung an der Gewinn- und Verlustrechnung führen, unter Vernachlässigung von Umfang und zeitlicher Struktur des Cashflows. Auch andere Maßstäbe wie Umsatzwachstum, Eigenkapitalrendite oder der ROCE sind weniger umfassend und zeitlich begrenzter als der DfCF.

uns, wie sensibel die Finanzmärkte auf die Veränderungen der Wachstumsperspektiven eines Unternehmens reagieren.

Wertorientierte Unternehmer und Manager werden es in aller Regel schaffen, den Wert ihres Unternehmens zu erhöhen, wenn sie die (kausalen) Zusammenhänge zwischen Wertsteigerung und den dahinterstehenden Variablen (Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile und Prozeßüberlegenheit) kennen. Dies erfordert zunächst eine Operationalisierung des Unternehmenswertes und seiner wesentlichen Determinanten und dann den Aufbau einer „Geschäftslogik“, welche die Ursache-Wirkungs-Beziehungen zwischen den betrieblichen Steuerungsinstrumenten und dem Unternehmenswert widerspiegeln. Als Ausgangspunkt für die Entwicklung einer eigenen Geschäftslogik sollte sich ein Entrepreneur mit den theoretischen Erklärungsansätzen für unternehmerischen Erfolg und den zugehörigen empirischen Untersuchungen auseinandersetzen, die in den folgenden Kapiteln näher betrachtet werden.

Ein wichtiges, aber bisher meist vernachlässigtes Feld im Kontext der wertorientierten Unternehmensführung ist hier das Thema Risiko, das nachfolgend vertiefend betrachtet wird.

8.3 Risikomanagement im Kontext der wertorientierten Unternehmensführung

Wer heute in Deutschland von Risikomanagement hört, denkt fast zwangsläufig an das 1998 in Kraft getretene Kontroll- und Transparenzgesetz (KonTraG, vgl. insbesondere § 91 Abs. 2 AktG), das Vorstände von Aktiengesellschaften verpflichtet, Risikomanagementsysteme aufzubauen, die bestandsgefährdende Risiken frühzeitig erkennen. Bereits in der Begründung führt der Gesetzgeber zudem aus, daß von einer Ausstrahlungswirkung auch auf Unternehmen mit anderen Rechtsformen, z.B. GmbH auszugehen ist. Die Vernachlässigung des Aufbaus eines adäquaten Risikomanagementsystems kann sogar persönliche Haftungsrisiken für Vorstände und Geschäftsführer nach sich ziehen.

Bei dieser verengten Sichtweise auf formale, organisierte Risikomanagementsysteme und juristische Haftungsaspekte kommt die für Entrepreneure besonders zentrale ökonomische Bedeutung von Risiken als maßgeblicher Determinante des Unternehmenserfolgs oft etwas zu kurz: Eine systematische Betrachtung aller wesentlichen Risiken ermöglicht erst eine wert- und erfolgsorientierte Unternehmenssteuerung sowie eine fundierte Beurteilung des Erfolgchancen eines neuen Unternehmens.

Betrachten wir nun das Risiko etwas genauer. Risiken sind die aus der Unvorhersehbarkeit der Zukunft resultierenden, durch „zufällige“ Störungen verursachten Möglichkeiten, geplante bzw. erwartete Ziele zu verfehlen. Präziser spricht man von Risiko dann,

wenn die Wahrscheinlichkeitsverteilungen für (künftige) Gewinne bekannt sind. Ansonsten spricht man von Ungewißheit.

Risiken lassen sich somit durch statistische Kenngrößen – beispielsweise die Standardabweichung der Rendite – messen. Je höher das Risiko eines Unternehmens, desto höher sollte auch die erzielte Eigenkapitalrendite sein, weil sonst niemand bereit ist, diese Risiken einzugehen. Gemäß der Kapitalmarkttheorie sind hier jedoch in erster Linie die sogenannten „systematischen Risiken“ für die Bewertung von Unternehmen relevant. Systematische Risiken sind solche, die auf eine Vielzahl von Unternehmen wirken, beispielsweise also konjunkturelle Schwankungen, Zinsänderungen oder ein Ölpreisschock wie in den 70er Jahren. Das systematische Risiko eines Unternehmens ist groß, wenn seine Rentabilität stark von solchen allgemeinen Risikofaktoren abhängt. Diese Abhängigkeit ist jedoch keinesfalls einfach als gegeben anzusehen, sondern läßt sich durch gezielte unternehmerische Maßnahmen durchaus beeinflussen. Man denke nur an Möglichkeiten, fixe Kosten durch variable Kosten zu ersetzen (Outsourcing), besonders gefährliche Geschäftsfelder aufzugeben oder Preisschwankungen bei wichtigen Zulieferprodukten durch Warentermingeschäfte abzusichern.

Unsystematische – also unternehmensspezifische – Risiken sind dagegen beispielsweise der Ausfall einzelner Mitarbeiter oder Maschinen sowie Fehlschläge bei Investitions-, Entwicklungs- oder Vertriebsaktivitäten. Diese unternehmensspezifischen Risiken spielen für die Bewertung von Unternehmen gemäß der üblichen Kapitalmarkttheorie auf Grundlage der Hypothese vollkommener Märkte keine Rolle, weil sie bedeutungslos werden, wenn man – was sinnvoll ist – sein verfügbares Kapital auf viele Einzelanagemöglichkeiten aufteilt. Dies wird als Diversifikationseffekt eines Portfolios bezeichnet. Gemäß dieser Argumentation ist es einfacher und billiger, wenn die Anteilseigner solche Risiken eliminieren, als wenn dies die Unternehmensführung selbst machen würde.

Insbesondere das Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) (vgl. FRANKE und HAX, 1999) verdeutlicht, daß bei (effizient) diversifizierten Portfolios nur die systematischen Risiken, die durch den Parameter „ β “²³¹ beschrieben werden, die Renditeerwartungen bestimmen („Wertpapiermarktlinie“). Es ergibt sich ein linearer Rendite-Risiko-Zusammenhang.

231 Das β ist der Quotient der Kovarianz der Rendite eines Vermögensgegenstands mit der Marktrendite und der Varianz der Rendite dieses Vermögensgegenstands.

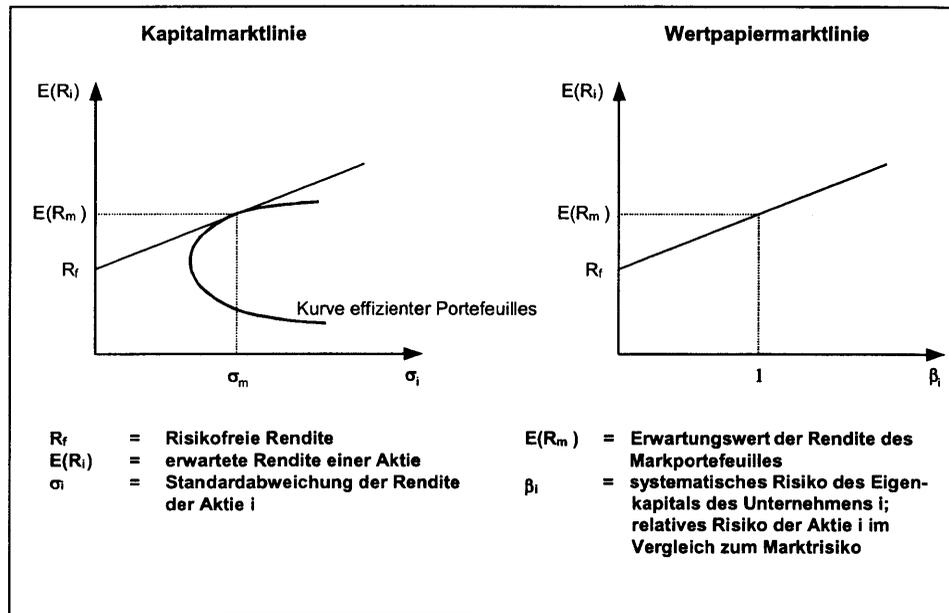


Abb. 8.6 Rendite-Risiko-Portfolio

Es läßt sich jedoch empirisch belegen, daß niedrigere Risiken – beispielsweise wegen niedrigerer Kosten durch bessere Planbarkeit der Produktion – auch zu einer Steigerung der Cash-flows beitragen können (AMIT und WERNERFELT, 1990). Zumindest über diesen „Umweg“ ist die Reduzierung von systematischen und unsystematischen Risiken – also Risikomanagement – sinnvoll. Auch die Existenz von Konkurskosten und der beschränkte Zugang vieler Unternehmen – speziell auch der Existenzgründer – zu den Kapitalmärkten sprechen für eine Relevanz auch der unsystematischen Risiken²³².

232 Anzumerken ist aber, daß unter bestimmten Rahmenbedingungen eine Zunahme des Risikos auch wertsteigernd wirken kann, weil auch bei einer Zunahme des Risikos die Verluste nicht über den Totalverlust des Eigenkapitals steigen können, die Gewinnchancen aber zunehmen. Derartige Fälle (üblicherweise mehrstufige Entscheidungssituationen mit sehr hohem Risiko, z.B. bei forschungsorientierten Existenzgründungen in der Biotechnologie) werden durch die „Real-Optionstheorie“ analysiert und mit Optionspreismodellen berechnet.

8.4 Bedeutung des Risikomanagements für Existenzgründer

Existenzgründungen sind im allgemeinen unternehmerische Aktivitäten mit relativ hohen Risiken, was durch den hohen Anteil der gescheiterten Gründungsvorhaben belegt wird. Beim erstmaligen Markteintritt eines neuen Unternehmens bestehen beispielsweise einige typische Nachteile gegenüber etablierten Konkurrenten, wie

- niedriger Bekanntheitsgrad,
- keine Stammkunden und damit erhöhte Vertriebskosten,
- fehlende Reputation beim Kunden (z.B. keine Referenzlisten),
- geringe Eigenkapitalausstattung.

Insbesondere sind die Umsatzerlöse junger Unternehmen oft wesentlich weniger sicher vorherzusagen als bei etablierten Unternehmen, die „Marktrisiken“ sind somit größer. Auch die noch nicht eingespielten Betriebsabläufe sind bei neuen Unternehmen stärkeren Effizienzschwankungen unterworfen, die „Leistungsrisiken“ sind also ebenfalls höher.

Der insgesamt relativ hohen Risikoposition steht oft aber eine schwache Eigenkapitalausstattung gegenüber, die die Wirkungen dieser Risiken abfedern soll.

Für einen Existenzgründer ergeben sich in dieser Situation folgende Aufgaben:

- Er muß die wesentlichen Risiken seiner Gründungskonzeption identifizieren.
- Er muß die Angemessenheit seiner Eigenkapitalausstattung in Anbetracht dieser Risiken kritisch beurteilen und ggf. gegenüber den finanzierenden Kreditinstituten belegen.
- Er muß geeignete Maßnahmen für eine gezielte Steuerung des Gesamtrisikoumfang des geplanten Unternehmens erarbeiten.

Grundsätzlich ist zu prüfen, ob die erwarteten Erträge eines zukünftigen Unternehmens die erkennbaren Risiken rechtfertigen.

8.5 Kernfragen eines strategischen Risikomanagements

Strategisches Risikomanagement umfaßt alle unternehmerischen Maßnahmen des Umgangs mit Risiken, die auf eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes (Erfolgs) abzielen. Damit ist das Strategische Risikomanagement Bestandteil der Strategischen Unternehmensführung. Im Kontext eines strategischen Risikomanagements sind insbesondere die folgenden vier Fragen zu beantworten, die gerade auch für Existenzgründer von hoher Bedeutung sind (vgl. GLEIBNER, 2000a):

- Welche Faktoren bedrohen Erfolg und Erfolgspotentiale?
- Welche Kernrisiken soll das Unternehmen selbst tragen?
- Welcher risikoorientierte Erfolgsmaßstab ist die Basis der Unternehmenssteuerung?
- Wieviel Eigenkapital ist als „Risikodeckungspotential“ nötig?

8.5.1 Welche Faktoren bedrohen Erfolg und Erfolgspotentiale?

Genau wie der Erfolg eines Unternehmens mittels steigender Gewinne letztendlich eine notwendige (wenn auch nicht hinreichende) Bedingung für eine günstige Liquiditätsentwicklung ist, sind Erfolgspotentiale die Voraussetzung für zukünftige Gewinne bzw. Cash-flows. Für ein strategisches Risikomanagement ist es zwingend erforderlich, zunächst die Unternehmensziele (z.B. Wertsteigerung) zu kennen und damit „Unternehmenserfolg“ zu operationalisieren. Auf dieser Grundlage kann dann erarbeitet werden, welche Erfolgspotentiale, also Kernkompetenzen, interne Stärken und Wettbewerbsvorteile die zukünftigen Gewinne und letztlich die Liquidität maßgeblich beeinflussen. Als eine Kernkompetenz wird hier eine Fähigkeit angesehen, die zukünftig den Aufbau der vom Kunden wahrnehmbaren Wettbewerbsvorteile ermöglicht. Sie muß folgende drei Eigenschaften erfüllen:

- Sie muß einen erheblichen Beitrag zum Kundennutzen bieten.
- Sie muß 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. Maschinen) am Markt käuflich sind.

Die folgende Graphik verdeutlicht die Zusammenhänge.

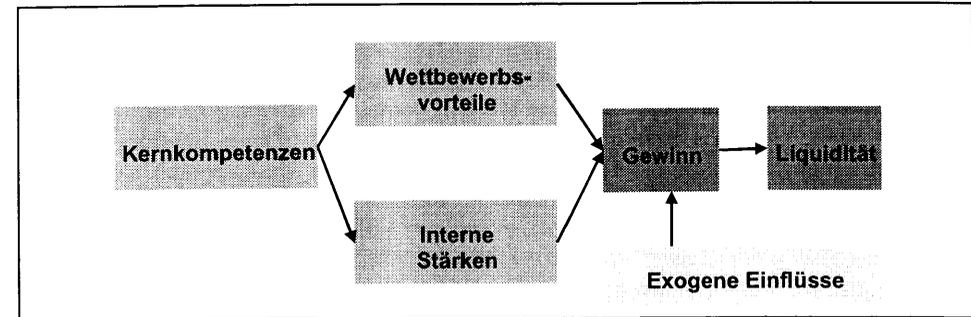


Abb. 8.7 Erfolgspotentiale eines Unternehmens

Der Auf- und Ausbau von Kernkompetenzen, also seltener und von Wettbewerbern schwierig kopierbarer Fähigkeiten, zukünftig Wettbewerbsvorteile zu schaffen, ist eine zentrale Aufgabe der strategischen Unternehmensführung.

Wenn bekannt ist, welche Faktoren für den Unternehmenserfolg maßgeblich sind, kann man in einem weiteren Schritt die „strategischen Risiken“ ermitteln. Strategische Risiken sind dabei all jene Risiken, die zu einer wesentlichen Beeinträchtigung der Erfolgspotentiale des Unternehmens führen können. Wenn beispielsweise das fachliche Know-How einer kleinen Gruppe von Mitarbeitern für den Unternehmenserfolg entscheidend ist, wäre der mögliche Verlust dieser Mitarbeiter – durch Krankheit, Rente oder Abwerbung durch Konkurrenten – ein solches strategisches Risiko.

Diesen Risiken ist auf Grund ihrer Bedeutung für die Zukunftsperspektiven des Unternehmens die besondere Aufmerksamkeit zu schenken. Sie sollten möglichst vollständig vor einer Existenzgründung ermittelt und kritisch analysiert werden.

8.5.2 Welche Kernrisiken soll das Unternehmen selbst tragen?

Um erfolgreich zu sein, muß ein Unternehmen bestrebt sein, Erfolgspotential aufzubauen. Dabei ist es unvermeidlich, daß gewisse Risiken eingegangen werden. Beispielsweise muß ein Unternehmen, dessen Kernkompetenzen aus bestimmten technologischen Fähigkeiten bestehen, Risiken bezüglich Forschungs- und Entwicklungsausgaben akzeptieren. Diese Risiken, die in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Aufbau bzw. der Nutzung von Erfolgspotentialen stehen und kaum sinnvoll auf Dritte übertragen werden können, werden als **Kernrisiken** bezeichnet. Bei allen anderen Risiken sollte dagegen geprüft werden, ob diese nicht zu akzeptablen Kosten auf andere Wirtschaftssubjekte übertragen werden können („Risikotransfer“). Neben den Versicherungslösungen kann

auch die geeignete Gestaltung von Verträgen mit Kunden und Lieferanten sowie der Einsatz von Derivaten auf Währungen, Zinsen oder Rohstoffpreisen zum Risikotransfer genutzt werden. Ein Unternehmen hat durch den Transfer solcher „peripherer Risiken“ (**Randrisiken**) den Vorteil, daß es mehr Risiken beim Aufbau von Erfolgspotentialen eingehen kann, ohne das Risikodeckungspotential des vorhandenen Eigenkapitals zu überziehen (vgl. Abschnitt 8.5.4). Wenn beispielsweise ein Unternehmen alle Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken durch den Einsatz von Derivaten hedgt, können bei gegebenem Eigenkapital weitere Risiken aus zusätzlichen Investitionen oder Forschungsprojekten – mit deren Hilfe die Wettbewerbsposition ausgebaut werden kann – eingegangen werden. Gezieltes Risikomanagement fördert so den Aufbau der Erfolgspotentiale eines Unternehmens.

Tendenziell sollte ein Unternehmen ein Risiko selbst tragen, wenn

- das Risiko in unmittelbarem Bezug zu den Kernaktivitäten/Kernkompetenzen des Unternehmens steht.
- für dieses Risiko kein organisierter, liquider Markt existiert.
- die Eigenkapitalausstattung gemessen am aggregierten Risikoumfang sehr hoch ist.
- das Risiko zu Frequenzschäden mit geringer Schadenshöhe führt.
- der eigene Schadenserwartungswert bezüglich dieses Risikos unter dem Durchschnitt anderer (vergleichbarer) Unternehmen liegt und Informationsasymmetrie herrscht.

Bei der oft relativ niedrigen Eigenkapitalausstattung von Existenzgründungen ist eine intensive Suche nach eigenkapitalschonenden Möglichkeiten des Risikotransfers fast immer sinnvoll.

8.5.3 Welcher risikoorientierte Erfolgsmaßstab ist die Basis der Unternehmenssteuerung?

Traditionelle Rentabilitätsmaßstäbe – wie die Eigen- oder Gesamtkapitalrendite – erfassen keine Risikowirkungen (GLEIBNER und MEIER, 2000). Daher werden eher riskante Aktivitäten mit hohen erwarteten Renditen – aber eben auch hohen Risiken durchgeführt, die durchaus nicht zwangsläufig einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert haben müssen. Ein zentrales Thema für das strategische Risikomanagement ist die Auswahl eines Performancemaßstabs für die Unternehmenssteuerung, der unterschiedliche Risiken geeignet erfassen kann. Gerade bei den relativ hohen Risiken von Existenzgründungen kann das Risiko bei einer ökonomischen Betrachtung ihrer „Performance“ nicht vernachlässigt werden.

Damit ein (neues) Geschäftsfeld oder eine Investition einen positiven Beitrag zum Unternehmenswert leistet, ist es erforderlich, daß seine Rendite größer ist als seine risiko-

abhängigen Kapitalkosten. Der Wertgewinn einer Unternehmensaktivität läßt sich dabei beispielsweise mit dem relativ einfachen Economic-Value-Added (EVA) in Abhängigkeit der Differenz von Rendite und Kapitalkosten angeben:

$$(8.1) \quad \text{EVA} = \text{Kapitalbindung} * (\text{Rendite} - \text{Kapitalkostensatz})$$

Finanziert wird eine Investition oder ein Geschäftsfeld mit Eigen- und Fremdkapital. Die Kapitalkosten ergeben sich daher als Mittelwert der Fremdkapitalkosten k_f (Darlehenszinssatz) und den (höheren) Eigenkapitalkosten k_e , wobei mit dem Steuersatz s die steuerlichen Vorteile des Fremdkapitals erfaßt werden. Anstelle von Kapitalkosten spricht man auch von „weighted average cost of capital“ (WACC):

$$(8.2) \quad \text{WACC} = (1-s) * \text{FK} * k_{\text{FK}} + \text{EK} * k_{\text{EK}}$$

Zu beachten ist, daß die Anteile an Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK) jeweils mit ihrem Marktwert – nicht dem Bilanzwert – zu gewichten sind. Der Eigenkapitalbedarf eines Geschäftsfeldes – und damit die Kapitalkosten und der EVA – hängen vom Risiko ab, was eine Integration des Risikomanagements in eine wertorientierte Unternehmensführung erfordert.

Die Eigenkapitalkosten lassen sich mit Hilfe des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM) von SHARPE abschätzen, was jedoch sowohl auf theoretische Bedenken²³³ als auch auf praktische Probleme stößt. Gemäß dieser Theorie besteht folgender Zusammenhang:

$$(8.3) \quad k_e = r_0 + (r_m - r_0) * \beta$$

Dabei drückt β das „systematische Risiko“ aus, also die Wirkungen allgemeiner, nicht-unternehmensspezifischer Einflüsse auf die Rentabilität (z.B. Konjunktur- und Zinsentwicklung). Ein β von 1 bedeutet dabei ein durchschnittliches Risiko. Die Variable r_0 bezeichnet den risikolosen Zins, der sich beispielsweise durch die Rendite von Bundesanleihen abschätzen läßt; r_m ist der durchschnittliche Marktzins für riskante Kapitalanlagen wie Aktien.

Abb. 8.8 zeigt als einfache Alternativlösung einen methodischen Ansatz bei dem mittels qualitativer Kriterien Zu- und Abschläge auf die Risikoprämie vorgenommen werden.

233 Die dieser Theorie zugrundeliegende Annahme vollkommener Märkte (ohne Steuern; unbegrenzter Marktzugang) ist in der Realität nicht erfüllt. Außerdem gibt es für nicht-börsennotierte Gesellschaften keine Möglichkeit, Parameter, wie z.B. das β , direkt empirisch zu ermitteln. Zu beachten ist zudem, daß die k_e selbst wiederum vom Umfang des Eigenkapitals abhängig sind, weil eine hohe Eigenkapitalausstattung tendenziell niedrigere Risiken des Eigenkapitals bewirken. Außerdem muß beachtet werden, daß bei einer sehr hohen Verschuldung auch das Fremdkapital risikobehaftet wird, also einen Teil des Gesamtunternehmensrisikos trägt.

Hilfsmittel zur qualitativen Anpassung der risikoadäquaten Eigenkapitalkosten							
Kriterien	Ausprägung						
	Geringes Risiko	1	2	3	4	5	Hohes Risiko
Kontrolle	Geringe externe Rendite-Einflüsse						Starke externe Rendite-Einflüsse
Markt	Stabil, ohne Zyklen						Dynamisch, Zyklus
Wettbewerber	Wenige, konstante Marktanteile						Viele, variable Marktanteile
Produkte/Konzepte	Langer Lebenszyklus, nicht substituierbar						Kurzer Lebenszyklus, substituierbar
Markteintrittsbarrieren	Hoch						Niedrig
Kostenstruktur	Geringe Fixkosten						Hohe Fixkosten
Durchschnitt							

Quelle: Dr. Peter Lorson, in: Der Betrieb 26/99

Abb. 8.8 Abschätzung risikoadäquater Eigenkapitalkosten

Bei einem Unternehmen mit mehreren, unterschiedlich riskanten Geschäftsfeldern kann man den Eigenkapitalbedarf (Risikodeckungspotential) jedes Geschäftsfeldes mit dem Risikoumfang (Value-at-Risk) bestimmen und daraus dessen Kapitalkosten und den Wertbeitrag (EVA) ableiten (vgl. Abschnitt 8.7.2). Ergänzend kann man aus dem errechneten Risikoumfang (z.B. Value-at-Risk; vgl. unten) auch risikoadjustierte Rentabilitätsmaße für die zukünftige Unternehmenssteuerung ableiten, wie z.B. den RORAC (= „Return on risk adjusted capital“), der sich als Quotient von Gewinn und Eigenkapitalbedarf (=Value-at-Risk; „Risikokapital“) berechnen läßt. Neben dem EVA und dem RORAC lassen sich weitere Erfolgsmaßstäbe angeben, die den Risikoumfang berücksichtigen.

Anzumerken ist schließlich, daß der Eigenkapitalbedarf eines diversifizierten Unternehmens – weil sich die unsystematischen Risiken der einzelnen Aktivitäten tendenziell kompensieren – niedriger ist als die Summe der unabhängig berechneten Eigenkapitalerfordernisse der einzelnen Aktivitäten (z.B. Beteiligungen). So senkt die Diversifikation letztendlich die Kapitalkosten („Portfolioeffekt“). Sofern Diversifikation am Markt folglich intern auf ausreichenden Kompetenzen basiert, ist eine derartige Strategie unter Risikogesichtspunkten somit durchaus sinnvoll. Dies führt insbesondere dazu, daß Venture-Capital-Gesellschaften mit gut diversifizierten Portfolios selbst deutlich niedrigere Eigenkapitalkosten haben als ihre Beteiligungen.

8.5.4 Wieviel Eigenkapital ist als „Risikodeckungspotential“ nötig?

Die erforderliche Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens ist vom Risikoumfang abhängig. Das Eigenkapital ist letztlich das Risikodeckungspotential eines Unternehmens, das die (aggregierten) Wirkungen aller Risiken zu tragen hat. Für eine fundierte

Beantwortung der Frage nach der angemessenen Eigenkapitalausstattung ist eine weitgehende Risikoanalyse unumgänglich, die neben Markt- und Leistungsrisiken auch die Kostenstruktur betrachtet (vgl. Abschnitte 8.6 und 8.7).

Einige qualitative Indikatoren für hohes bzw. niedriges Risiko eines Geschäftsfeldes, die auch bei jeder Existenzgründung ohne großen Aufwand geprüft werden können, sind in der folgenden Tabelle zusammengefaßt.

Tab. 8.1 Indikatoren für Risiko

Indikatoren für ...	
„niedriges Risiko“	„hohes Risiko“
geringe Konjunkturschwankungen	hohe Konjunkturschwankungen
lange Lebenszyklen, keine Substitution	kurze Lebenszyklen
gute Differenzierungsmöglichkeiten	keine Differenzierungsmöglichkeiten
geringer Fixkostenanteil	hoher Fixkostenanteil
viele verschiedene Kunden	wenige Kunden
hoher Marktanteil, viele Wettbewerber	Kleiner Marktanteil
starkes Nachfragewachstum	Sinkende Nachfrage
niedrige Marktaustrittshemmnisse	hohe Marktaustrittshemmnisse
hohe Markteintrittshemmnisse	keine Markteintrittshemmnisse
Investitionsausgaben rückgewinnbar	hoher Anteil „versunkener Kosten“

Da Eigenkapital teurer als Fremdkapital ist, sollte auch eine unnötig hohe Ausstattung des Unternehmens mit Eigenkapital vermieden werden, weil dies ceteris paribus die Gesamtkapitalkosten steigert und den Unternehmenswert senkt (vgl. Abschnitt 8.5.3).

Interessant ist im Zusammenhang mit der Bestimmung der angemessenen Eigenkapitalausstattung der Bezug zwischen Eigenkapital einerseits und den Kapitalkosten (WACC) andererseits. Die folgende Abbildung verdeutlicht diese Abhängigkeit: Aus der Aggregation der einzelnen identifizierten und bewerteten Risiken ergibt sich der Eigenkapitalbedarf, der zur Deckung dieser Risiken erforderlich ist. Um die Kapitalkosten nicht übermäßig hoch werden zu lassen, bietet es sich an, die tatsächliche Eigenkapitalausstattung an diesem Eigenkapitalbedarf zu orientieren, weil eine höhere Ausstattung mit teurem Eigenkapital die Kapitalkosten unnötig verteuert und so letztlich den Wertzuwachs (EVA) des Unternehmens senkt. Diese Betrachtungsweise zeigt, daß die Risikoanalyse und die Risikoaggregation die Datengrundlage für eine fundierte Bestimmung angemessener Kapitalkosten liefern.

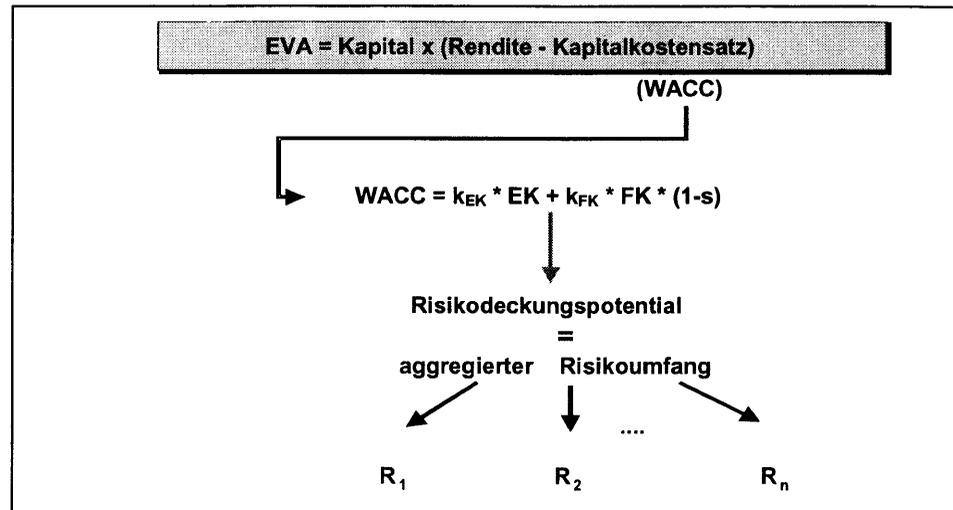


Abb. 8.9 Aggregierte Risikoposition und Kapitalkosten

8.6 Risikomaße und Risikokategorien

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

Unabhängig vom gewählten Risikomaß kann man zur Strukturierung des Gesamtgeschäftsriskos eines Unternehmens zunächst vereinfachend folgende inhaltliche Unterscheidung in vier Hauptkomponenten vornehmen.

8.6.1 Markttrisiko

Primärer Ausgangspunkt der unternehmerischen Risiken ist der Markt, weil die zukünftigen Umsätze nicht sicher bekannt sind. Je unsicherer die zukünftigen Umsätze prognostizierbar sind (i.d.R. also, wenn sie sehr stark schwanken), desto höher liegt das Markttrisiko. Konjunktur- oder modeabhängige Branchen und solche ohne langfristige Lieferverträge oder mit starken Änderungen oder ungünstigen Ausprägungen der Wettbewerbskräfte sind tendenziell riskanter. Interessant sind hier die deutlichen empirischen Belege dafür, daß die Marktattraktivität (vgl. Abschnitt 6) nicht nur einen positiven Einfluß auf die Rendite hat, sondern zugleich das (Markt-)Risiko reduziert (BUDD, 1993). Damit würde eine höhere Marktattraktivität über zwei „Transmissionswege“ einen gleichgerichteten Beitrag zum Unternehmenswert leisten.

Markttrisiken werden ermittelt durch

- eine statistische Analyse historischer Absatzschwankungen und der statistisch belegbaren Abhängigkeiten des Unternehmens von makroökonomischen Störungen, wie Zinsen oder Geschäftsklima,
- eine Analyse der Marktattraktivität (Marktqualität) auf Grundlage des Porter'schen Modells der Wettbewerbskräfte (z.B. mittels Marktdatenrecherchen und einem Workshop zur Marktsituation mit einem Strategieberater), weil Änderungen der Wettbewerbskräfte besonders gravierende Markttrisiken darstellen.

Indikatoren für hohe Markttrisiken sind beispielsweise

- niedrige Anteile von Stammkunden am Umsatz, keine langfristigen Lieferverträge,
- Produkte und Leistungen, die sich nicht wesentlich von denen der Wettbewerber unterscheiden,
- starke Abhängigkeit von wenigen Kunden,
- ausgeprägte saisonale oder konjunkturelle Schwankungen,
- schrumpfende oder stagnierende Nachfrage,
- niedrige Markteintrittsschranken,
- hohe Wettbewerbsintensität.

8.6.2 Leistungsrisiko

In diese Kategorie der Leistungsrisiken gehören insbesondere Risiken, die mit der Leistungserstellung und den dafür eingesetzten Ressourcen in Zusammenhang stehen, also z.B. Feuerschäden, Maschinenausfall oder Arbeitsunfälle. Im Gegensatz zu den nachfra-

geseitigen Marktrisiken umfassen sie die angebotsseitigen Risiken, die zu einem teilweisen oder vollständigen Ausfall der Leistungserstellung (Produktion) oder zumindest zu ungeplanten Erhöhungen der Leistungserstellungskosten führen.

Indikatoren für hohe Leistungsrisiken sind beispielsweise

- starke Witterungsabhängigkeit,
- starke Abhängigkeit von zentralen Schlüsselpersonen des Unternehmens,
- starke Abhängigkeit von Lieferanten, Just-in-time-Belieferung,
- Abhängigkeit von Rohstoffen/Zulieferprodukten mit starken Preisschwankungen und unsicherer Versorgungslage,
- Unstandardisierte, unbeherrschte Produktionsprozesse, sensible Anlagen.

8.6.3 Kostenstrukturrisiko („Operating Leverage“)

Die Höhe der Auswirkungen des Marktrisikos auf die Unternehmensgewinne, also das sogenannte Kostenstrukturrisiko, hängt von der Kostenstruktur ab. Entscheidend ist, wie schnell die Kosten bei rückläufigen Umsätzen abgebaut werden können. Etwas vereinfachend kann man deshalb den Anteil der Fixkosten am Umsatz als Maß für das Kostenstrukturrisiko ansehen. Je geringer der Anteil fixer, also absatzunabhängiger Kosten ist, desto ungefährlicher ist ein Umsatzrückgang.

8.6.4 Finanzstrukturrisiko („Financial Leverage“)

Die Auswirkungen der Gewinnschwankungen auf die Rentabilität des Unternehmens (bzw. auf den Unternehmenswert) hängt von der Kapitalbindung und der Finanzierungsstruktur ab. Bei einer geringen Eigenkapitalquote (zu Marktpreisen) sind die Wirkungen von Gewinnschwankungen besonders gravierend. Dies bezeichnet man als „Financial Leverage“.

8.6.5 Das Gesamtrisiko

Das Gesamtrisiko eines Unternehmens ist also (mindestens) vom umsatzbeeinflussenden Markt- und Leistungsrisiko, von der Kostenstruktur und der Finanzierungsstruktur ab-

hängig. Von entscheidender Bedeutung ist, daß sich die vier Haupt-Risikokomponenten etwa multiplikativ verstärken²³⁴. Dies hat beispielsweise zur Konsequenz, daß Unternehmen mit einem hohen Marktrisiko besonders bestrebt sein sollten, Kostenstruktur- und Finanzstrukturrisiko zu reduzieren, um das Gesamtrisiko in akzeptablen Grenzen zu halten. Konkret könnte dies in der Praxis bedeuten, daß das Unternehmen den Fixkostenanteil durch Outsourcing und eine Reduzierung der Fertigungstiefe senkt und die Eigenkapitalquote erhöht.

Grundsätzlich zeigt sich, daß die gerade auch für Existenzgründer wichtige Beurteilung der Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung ohne Berücksichtigung der Kostenstruktur sowie der Markt- und Leistungsrisiken nicht sinnvoll möglich ist. Pauschal festgelegte Werte für eine „Mindesteigenkapitalquote“ von z.B. 25 % entbehren weitgehend einer ökonomischen Fundierung.

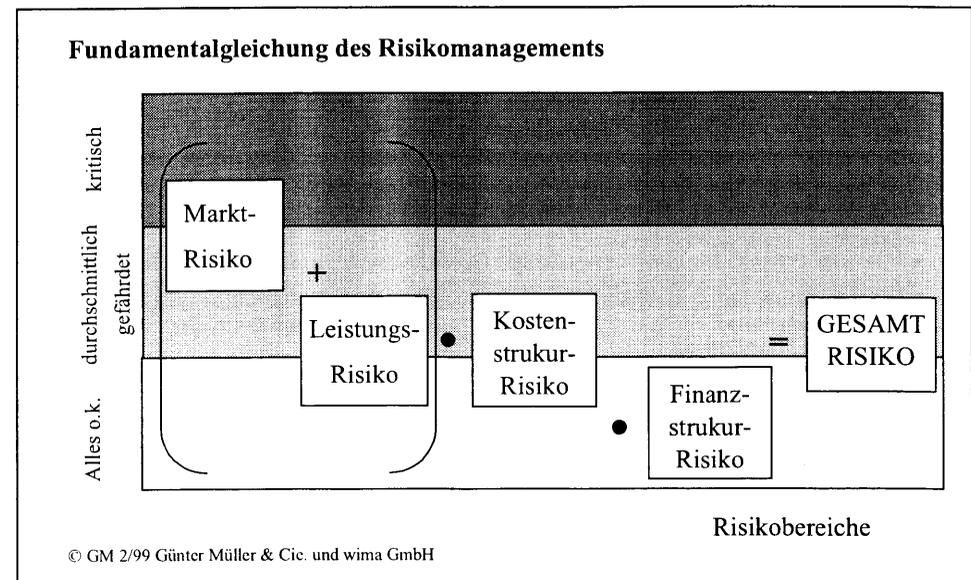


Abb. 8.10 Fundamentalgleichung des Risikomanagements

Die folgende Übersicht zeigt in einer einfachen vergleichenden Darstellung die Ausprägung der wesentlichsten Risikokategorien in verschiedenen Branchen.

²³⁴ Vgl. auch STEINER und BAUER (1992). Eine Ableitung der Schwankungen der Eigenkapitalrendite (als Risikomaß) in Abhängigkeit von Marktrisiko, Kostenstruktur und Finanzierungsstruktur ist im Anhang zu finden.

Tab. 8.2 Ausprägung von Risikokategorien in verschiedenen Branchen

Branche	Markt- risiko	Lei- stungs- risiko	Kosten- struktur- risiko	Finanz- struktur- risiko	Gesamt- risiko	σ (EKR)	σ (GKR)
Bauwirt- schaft	hoch (10,2 %)	hoch	hoch (51 %)	sehr hoch (x17)	sehr hoch	28,2 %	1,2 %
Einzelhandel	niedrig (3,7 %)	niedrig	niedrig (29 %)	sehr hoch (x30)	hoch	5,8 %	1,5 %
Chemische Industrie	mittel (8,5 %)	mittel	hoch (52 %)	niedrig (x2,6)	niedrig	2,2 %	0,6 %
Maschinen- bau	mittel (7,1 %)	mittel	hoch (50 %)	mittel (x5)	hoch	5,1 %	1,1 %
Ernährungs- gewerbe	niedrig (3,1 %)	mittel	mittel (38 %)	mittel (x5)	mittel	3,7 %	0,8 %
<i>Deutsche Wirtschaft</i>	<i>niedrig (4,3 %)</i>	<i>mittel</i>	<i>mittel (39 %)</i>	<i>mittel (x5,5)</i>	<i>mittel</i>	2,7 %	0,8 %

Kostenstrukturrisiko: Fixkostenanteil am Umsatz.

Finanzstrukturrisiko: $1 + \text{Verschuldungsgrad} = 1 + \text{Fremdkapital} / \text{Eigenkapital}$; zusätzlich auch vom Kapitalumschlag abhängig.

Marktstrukturrisiko: Standardabweichung des jährlichen Umsatzwachstums von 1971 bis 1996.

Leistungsrisiken lassen sich aus den vorliegenden Branchendaten nicht fundiert ableiten und wurden deshalb vereinfachend durch Expertenschätzung erhoben.

Die Renditen sind Vor-Steuer-Größen.

σ (EKR) bzw. σ (GKR) sind die Standardabweichungen der Eigen- bzw. der Gesamtkapitalrendite von 1971 bis 1996 und stellen somit Risikomaße dar.

Quelle: Daten der DEUTSCHEN BUNDESBANK (1998); Berechnung WIMA GmbH (<http://www.wima-gmbh.de>).

Es ist offensichtlich, daß beispielsweise die Baubranche mit branchenbedingt hohen Markt- und Leistungsrisiken (z.B. starke Absatzschwankungen, hohe Risiken von Kalkulationsfehlern oder witterungsbedingten Bauverzögerungen) diese hohe Risikoposition nicht durch eine entsprechend hohe finanzielle Stabilität (geringes Finanzstrukturrisiko) auffangen kann. Die hohe Anzahl von Konkursen in dieser Branche ist bei dieser Risikoposition nicht verwunderlich. Entsprechend wäre eine Existenzgründungskonzeption mit ähnlicher Risikocharakteristik unter Risikogesichtspunkten wenig aussichtsreich.

Jedes Unternehmen – und speziell jeder Existenzgründer – sollte (zumindest qualitativ) eine Abschätzung seines Risikoumfangs und der Angemessenheit seiner Eigenkapitalquote vornehmen; Branchenvergleichsdaten können hier konkrete Anhaltspunkte liefern.

8.7 Elemente eines Risikomanagementsystems

Die Risikosituation eines Unternehmens verändert sich ständig. Daher ist es ratsam, über eine einmalige Risikoanalyse hinausgehend in Unternehmen ein „Risikomanagementsystem“ zu installieren, das sich regelmäßig mit der Analyse und Beurteilung der Risiken sowie der Ableitung geeigneter Bewältigungsmaßnahmen befaßt.

Ein vollständiges Risikomanagementsystem sollte die folgenden Elementen umfassen (vgl. FÜSER, GLEIBNER und MEIER, 1999):

- Risikoanalyse,
- Risikoaggregation,
- Risikobewältigung,
- Organisatorische Gestaltung des Risikomanagementsystems.

Speziell die beiden Elemente „Risikoanalyse“ und „Risikobewältigung“ sind gerade auch bei Existenzgründungen oder dem Aufbau neuer Geschäftsfelder eines bestehenden Unternehmens von zentraler Bedeutung. Die beiden anderen Elemente spielen dagegen primär bei größeren Unternehmen eine Rolle, die KonTraG-Anforderungen erfüllen müssen. Die Risikoaggregation ist zwar prinzipiell für alle Unternehmen von Interesse, aber relativ aufwendig.

Aus Gründen der Vollständigkeit werden nachfolgend alle vier Elemente eines Risikomanagementsystems erläutert.

8.7.1 Risikoanalyse

Bei der Risikoanalyse werden alle auf das Unternehmen einwirkenden Einzelrisiken systematisch identifiziert und anschließend hinsichtlich Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitativen Auswirkungen bewertet. Es sind folgende Risikofelder zu betrachten:

- **Strategische Risiken**, z.B. akute Gefährdung wichtiger Wettbewerbsvorteile,
- **Marktstrisiken**, z.B. konjunkturelle Absatzmengenschwankungen,
- **Finanzmarktstrisiken**, z.B. Zins- und Währungsveränderungen,
- **rechtliche und politische Risiken**, z.B. Änderungen der Steuergesetze,
- **Risiken aus Corporate Governance**, z.B. unklare Aufgaben- und Kompetenzregelungen,

- **Leistungsrisiken** der primären Wertschöpfungskette und der Unterstützungsfunktionen, z.B. Kalkulationsfehler oder Ausfall der EDV.

Diese einzelnen Risiken eines Unternehmens können sehr verschiedenartig sein, wie die folgenden Beispiele zeigen: Nachfragerückgang - Feuerschaden - neue Wettbewerber - Forderungsausfall - Produkthaftungsfälle - Zinsanstieg - technologische Änderungen - Substitutionsprodukte - steigende Personalkosten - Arbeitsunfälle - Krankheit des Inhabers - Qualitätsprobleme - Streik - Kündigungen - Zahlungsverzögerungen usw.

Alle für ein Unternehmen wesentlichen Risiken werden in einem Risikoinventar zusammengefaßt, das für die einzelnen Risiken Ursachenbereich („Risikofeld“), Wirkung und eine Relevanzbeurteilung, in die Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitative Auswirkungen einfließen, angibt.

Risiko	Risiko-feld	Wirkung	Bewältigung	Relevanz
Neue Wettbewerber	S/M	U/EP	weitere Intensivierung des Vertriebs	4
Abhängigkeit von XYZ AG	M	U	Vertragsgestaltung, Intensivierung des Vertriebs	4
Haftpflichtschädenb. Kunden	L	AoE	Optimierung des Versicherungsschutzes	4
Kalkulationsfehler	L	U/K	Organisatorische Maßnahmen	3
Absatzpreisschwankung	M	U	Selbst tragen	3
Zinsänderungen	F	FBE	Vereinbarung Zins-Cap, geringere Duration im Portfolio	3
Anstieg der Tarifföhne	M	Kfix	Selbst tragen	3
Ausfall der Tectron-Anlage	L	U	Redundante Auslegung	2
wachstumsbed. Eigenkapitalmangel	S	EP	Thesaurierung von Gewinnen	2
Übernahme Muster GmbH	F	FBE	Due Diligence	2
Fehlende Kompetenz	S	EP	Verkauf des Geschäftsfeldes	2
Motivationsproblemeim Vertrieb	G	EP/U	stärker erfolgsabhängige Entlohnung	2
Imageproblemedurch Unfall	S	EP	Notfallplan erarbeiten	2

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

Abb. 8.11 Risikoinventar

Ein solches Risikoinventar sollte ein Existenzgründer für seine Gründungskonzeption (vgl. Kapitel 6) bereits vor Durchführung der eigentlichen Existenzgründung erstellen, um die Risiken ebenso wie die Ertragsaussichten bewerten zu können. Dabei sind den „Kernfragen eines strategischen Risikomanagements“ besondere Beachtung zu schenken. Ein Risikoinventar, das um Hinweise über vorgesehene Risikobewältigungsmaßnahmen ergänzt ist, kann zudem als Hilfsmittel für die Gespräche mit den Kreditinstituten eingesetzt werden. Es hilft, die bestehenden Informationsasymmetrien abzubauen.

8.7.2 Risikoaggregation

Zielsetzung der Risikoaggregation ist die Bestimmung des Gesamtrisikoumfangs („Risk exposure“) der Unternehmung sowie der relativen Bedeutung der Einzelrisiken. Dabei sind Wechselwirkungen der Risiken – durch Risikosimulationsverfahren – explizit zu berücksichtigen. Hierzu werden die Wirkungen der Einzelrisiken im Kontext der im Unternehmen genutzten Planungsmodelle (z.B. Plan-G&V) integriert, was die Verbindung zwischen Risikomanagement und „traditioneller“ Unternehmensplanung ermöglicht. Gerade bei Existenzgründungen sind dem an sich sehr wertvollen Verfahren der Risikoaggregation durch die typischerweise recht geringe Menge fundierter quantitativer Daten über die einzelnen Risiken gewisse Grenzen gesetzt.

Das geeignetste Verfahren zur Risikoaggregation stellt die Risikosimulation („Monte-Carlo-Simulation“) dar²³⁵. Hierzu werden die Wirkungen der Einzelrisiken in einem Rechenmodell des Unternehmens, beispielsweise den entsprechenden Posten der GuV oder Bilanz, zugeordnet. Solche Risikowirkungen werden durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben. In unabhängigen Simulationsläufen wird mit Hilfe von Zufallszahlen ein Geschäftsjahr mehrere tausend Mal durchgespielt und jeweils eine Ausprägung der GuV oder Bilanz berechnet.

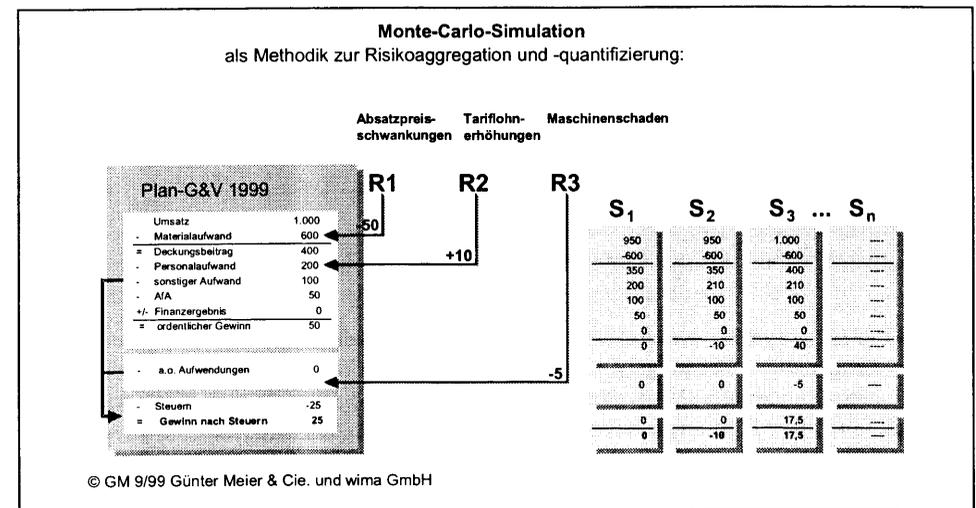


Abb. 8.12 Risikoaggregation und -quantifizierung

235 Vgl. GLEIBNER und MEIER (1999). Anzumerken ist, daß für eine erste, einfache Abschätzung der Risikosituation auch die traditionelle Szenario-Simulation – z.B. Betrachtung des „worst-case“ – zur Anwendung kommen kann.

Damit erhält man in jedem Simulationslauf einen Wert für die betrachtete Zielgröße (z.B. Gewinn, Cash-flow oder Unternehmenswert). Durch das Simulationsverfahren wird somit das komplexe Problem der analytischen Aggregation einer Vielzahl unterschiedlicher Wahrscheinlichkeitsverteilungen durch eine numerische Näherungslösung ersetzt.

Aus den ermittelten Realisationen der Zielgrößen ergeben sich aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Aus diesen kann der Value-at-Risk, als ein Höchstschaden, der mit beispielsweise 95 %iger Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird, ermittelt werden. Durch Sensitivitätsanalysen ist es weiterhin möglich, die wesentlichen Einflußfaktoren (Einzelrisiken) auf die Zielvariablen zu bestimmen.

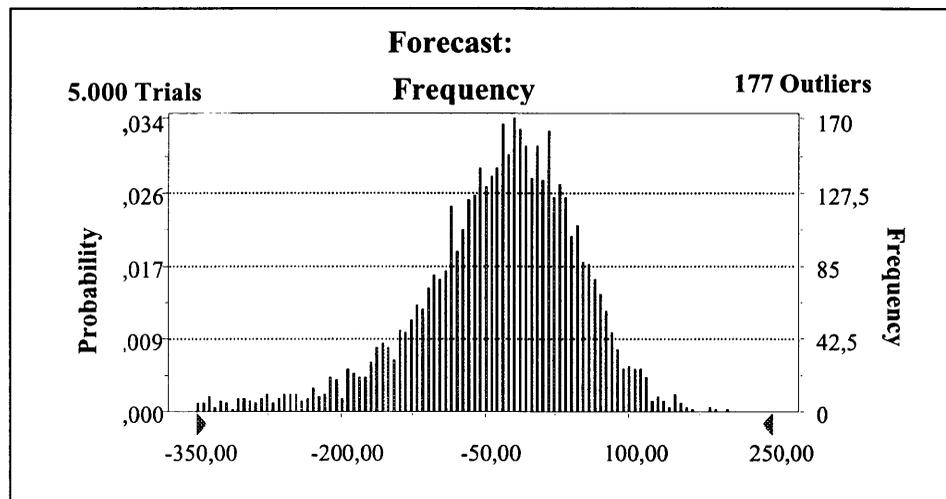


Abb. 8.13 Dichtefunktion des Gewinns als Ergebnis einer Monte-Carlo-Simulation

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

Mit diesem Verfahren ist so auch möglich, die Angemessenheit der Eigenkapitalquote eines bestehenden oder neu zu gründenden Unternehmens zu beurteilen. Das Verfahren bietet einen grundlegenden Vorteil gegenüber traditionellen Rating- und Bonitätsprüfsystemen (vgl. z.B. BAETGE, 1999). Während die traditionellen Systeme nur die Risikodeckungsfähigkeit eines Unternehmens gestützt auf Jahresabschlußdaten bewerten, wird hier auch der Risikoumfang – beispielsweise die Nachfrageschwankungen – in die Be-

trachtung mit einbezogen. Hier ergeben sich interessante Ansatzpunkte für eine Weiterentwicklung der Kreditwürdigkeitsprüfsysteme der Banken sowie die Chance auf eine fundiertere und damit letztlich auch „fairere“ Beurteilung von Unternehmen und speziell auch von Existenzgründern.

8.7.3 Risikobewältigung

Ein Unternehmen ganz ohne Risiko ist in der Realität nicht denkbar. Es genügt aber nicht, Risiken nur zu analysieren. Es müssen auch geeignete Maßnahmen getroffen werden, die Risikoposition des Unternehmens zu optimieren – nicht zu minimieren, weil dadurch gleichzeitig auf Gewinnchancen verzichtet würde. Grundsätzlich gibt es dabei mehrere Strategien zum Umgang mit Risiken (Risikobewältigung):

- Risikovermeidung (z.B. Meiden eines besonders „gefährlichen“ Geschäftsfelds),
- Risikoreduzierung durch
 - ursachenorientierte Minderung der Eintrittswahrscheinlichkeit (z.B. redundante Auslegung wichtiger Maschinen) oder eine
 - wirkungsorientierte Minderung der Schadenshöhe (z.B. Substitution fixer durch variable Kosten; Outsourcing),
- Überwälzen von Risiken (z.B. durch Versicherungen, geeignete Verträge mit Lieferanten),
- Risiko selbst tragen (und Schaffung eines adäquaten Risikodeckungspotentials, i.d.R. in Form von Eigenkapital- und Liquiditätsreserven).

Allgemein gilt folgender allgemeiner Grundsatz des Risikomanagements: Das Risikodeckungspotential – also insbesondere das Eigenkapital – eines Unternehmens sollte dem vorhandenen, selbst zu tragenden Risikoumfang entsprechen.

Wie zu sehen ist, beschränkt sich Risikomanagement dabei nicht auf das Abschließen von Versicherungen. Zum Teil kann es sogar sinnvoll sein, auf Versicherungen zu verzichten und eine Verlustgefahr, aber damit eventuell auch eine Gewinnchance selbst zu tragen. Auf konkrete Maßnahmen zur gezielten Beeinflussung des Risikoumfangs eines (neuen) Unternehmens wird in Abschnitt 8.8 noch näher eingegangen.

8.7.4 Organisatorische Gestaltung von Risikomanagementsystemen und Monitoring

Wirksames Risikomanagement erfordert die Einbeziehung aller Mitarbeiter und die Verankerung in den Geschäftsprozessen des Unternehmens. Durch die sich ständig ändernden Umweltbedingungen verändert sich auch permanent die Risikosituation des Unternehmens. Das Risikomanagementsystem hat daher durch organisatorische Regelungen – insbesondere eine klare Verantwortungszuordnung – sicherzustellen, daß Risiken frühzeitig identifiziert sowie regelmäßig bewertet und kommuniziert werden.

Die Elemente eines „Risikohandbuchs“, das die wesentlichen organisatorischen Regelungen zum Risikomanagementsystem zusammenfaßt, sind typischerweise:

- Risikopolitik und Limitsystem,
- Verantwortlichkeiten im Risikomanagement,
- Prozeß der Risikoidentifikation,
- Prozeß der Risikobewertung und Risikoüberwachung,
- Berichtswesen.

8.8 Maßnahmen zur Optimierung der Risikoposition

Wie bereits ausgeführt sollte das Risikodeckungspotential eines Unternehmens (primär das Eigenkapital) dem selbst zu tragenden Risikoumfang (Risikoposition oder RiskExposure) entsprechen. Nicht die Minimierung des Risikos, sondern die Optimierung des Chancen-Risiko-Profiles ist also anzustreben, weil Unternehmertum ohne Risiko undenkbar ist. Im Rahmen eines strategischen Risikomanagements ist dabei auf eine ausgewogene Ausprägung von Markt-, Leistungs-, Kosten- und Finanzstrukturrisiko hinzuwirken.

Auch durch die strategische Kombination verschiedener Tätigkeitsfelder mit unterschiedlichen, unabhängigen Risikofaktoren (niedriger Korrelation) kann das Gesamtunternehmensrisiko – und damit auch die Kapitalkosten – gesenkt werden.

Nicht alle Risiken lassen sich aber vollständig eliminieren, ohne schwerwiegende Einbußen bei der Ertragskraft zu verursachen; speziell seine „Kernrisiken“ muß ein Unternehmen selbst tragen. Jedes fundierte Risikomanagement erfordert daher die Abschätzung der Konsequenzen risikoreduzierender Maßnahmen auf die Ertragskraft, also spe-

ziell die freien Cash-flows, und letztlich auf den Unternehmenswert. Insbesondere ist deshalb auch zu prüfen, welche Methoden der Risikobewältigung – und speziell des Risikotransfers – am günstigsten sind. Gerade Existenzgründer, deren Eigenkapitalquote nicht sehr hoch ist, sollten intensiv nach Möglichkeiten der Risikoreduzierung suchen und möglichst nur die unvermeidlichen „Kernrisiken“ selbst tragen.

Die folgenden Abschnitte zeigen beispielhaft wichtige Ansatzpunkte für die Reduzierung des Unternehmensrisikos in den einzelnen Funktionsbereichen der Unternehmen:

8.8.1 Finanzieller Bereich

Checkliste zur Risikoreduzierung im Finanzbereich:

- Erhöhung des Eigenkapitals durch Einlagen der bisherigen Gesellschafter oder neuer Gesellschafter (z.B. auch Kapitalbeteiligungsgesellschaften),
- Vermeiden der Abhängigkeit von nur einem Kreditinstitut,
- langfristige Finanzierung aller langfristig im Unternehmen verbleibenden Aktiva,
- Vermeiden von Bürgschaften, Verlustübernahmeverträgen, Darlehen an andere Unternehmen, Wechselrisiken etc.,
- ausreichende Liquiditätsreserven/freie Kreditlinien sind immer sicherzustellen,
- Verkauf nicht betriebsnotwendiger Bestandteile des Anlagevermögens (z.B. Grundstücke) zur Tilgung von Schulden,
- Abbau der Kapitalbindung im Umlaufvermögen (Forderungen aus Lieferung und Leistung, Vorräte) durch eine verbesserte betriebswirtschaftliche Planung und Organisation (Mahnwesen, Lagerhaltungsplanung, Bestellwesen),
- kritische Prüfung vor einer Investition, ob diese tatsächlich im geplanten Umfang und sofort nötig ist (Branchenvergleichszahlen nutzen),
- Reduzierung des Anteils fixer Kosten durch Reduzierung der Fertigungstiefe und „Outsourcing“ von Randaufgaben (Konzentration auf „Kernkompetenzen“),
- Unwiederbringliche Ausgaben („sunk costs“) – wie z.B. Kosten für den Aufbau von Markennamen, sehr unternehmensspezifische Investitionen – sind mit besonderer Sorgfalt zu planen, da diese bei einem Marktaustritt in der Regel verloren sind,
- Schaffung eines ausreichenden Versicherungsschutzes für wesentliche Risiken, wie Haftpflichtschäden (z.B. Produkthaftpflicht), Betriebsunterbrechung oder Sachschäden (z.B. durch Feuer).

- Absicherung gegenüber Marktpreisschwankungen (z.B. Zinsen, Währungskurse oder Rohstoffpreisschwankungen) durch Derivate (Optionen, Futures).

8.8.2 Marketing

Checkliste zur Risikoreduzierung im Marketing:

- Aufgabe oder Verkauf unrentabler Geschäftsfelder (bzw. von Geschäftsfeldern ohne Wettbewerbsvorteile),
- Vermeiden der Abhängigkeit von nur einem Produkt oder einem Geschäftsfeld,
- Reduzierung der Abhängigkeit von wenigen Kunden oder wenigen Lieferanten,
- Vermeiden von Preiswettbewerb durch eine wirksame Differenzierung von den Wettbewerbern,
- regelmäßige Marktbeobachtung zur Früherkennung von Änderungen in Kundenwünschen, Technologien oder Konkurrenzverhalten („Frühwarnsystem“).

8.8.3 Organisation, Mitarbeiter, Führung, Planung

Checkliste zur Risikoreduzierung im Bereich der Organisation, Führung und Planung:

- Aufbau eines funktionierenden Führungsinformationssystems,
- Aufbau eines internen Kontrollsystems,
- regelmäßige Beauftragung eines unabhängigen Unternehmensberaters mit einer kompletten Unternehmensanalyse (Vermeiden von „Betriebsblindheit“),
- Sicherstellen der Vertret- und Ersetzbarkeit jedes Mitarbeiters,
- Aufbau eines dokumentierten Risikomanagementsystems mit regelmäßigen Risikoberichten für die Unternehmensführung (inkl. internes Kontrollsystem),
- Erstellung und risikoorientierte Analyse fundierter Geschäftspläne,
- organisatorische und funktionale Trennung der Stellen zur Durchführung und zur Überwachung risikosensitiver Tätigkeiten im Unternehmen (z.B. Treasury),
- klare Kompetenz- und Unterschriftenregelungen; „Vier-Augen-Prinzip“ und
- Regelungen für die systematische Vorbereitung wichtiger unternehmerischer Entscheidungen.

8.9 Zusammenfassung der wesentlichen Aspekte

Eine moderne, wertorientierte Unternehmensführung fördert die bewußte Auseinandersetzung mit strategischen und operativen Risiken. Risikomanagement soll unternehmerische Initiativen, Innovationen und Wachstum nicht verhindern, sondern mithelfen, Gewinnpotentiale realistisch einzuschätzen und zu verwirklichen. Ein derart verstandenes Risikomanagement wird die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens verbessern und den Unternehmenswert steigern. Gerade für Existenzgründer ist es von entscheidender Bedeutung, vor der endgültigen Entscheidung über die Unternehmensgründung sich der damit verbundenen Risiken klar zu werden. Zusammenfassend lassen sich folgende Aufgaben der Entrepreneur – speziell Existenzgründer – im Kontext des Risikomanagements anführen:

- Risiken sind ebenso wie die zukünftig erwarteten Erträge Bestimmungsfaktoren des Unternehmenswertes; und der Unternehmenswert ist ökonomischer Maßstab für die Beurteilung des Erfolgs eines Unternehmens oder einer Gründungskonzeption.
- Alle maßgeblichen Risiken der Existenzgründung bzw. des geplanten Unternehmens sind zu identifizieren und zu bewerten.
- Es ist zu entscheiden, welche „Kernrisiken“ das Unternehmen selbst tragen muß und welche peripheren Risiken an andere (z.B. mittels Versicherung) übertragen werden können.
- Der Umfang des erforderlichen Risikodeckungspotentials – das Eigenkapital – ist in Abhängigkeit der ermittelten Risiken zu bestimmen.
- Die Risikosituation der Gründungskonzeption kann mit den finanzierenden Kreditinstituten diskutiert werden, um ungerechtfertigte Zuschläge bei den Kreditzinsen oder eine Ablehnung der Gründungskonzeption zu vermeiden.
- Ein der Risikosituation und der Unternehmensgröße adäquates Risikomanagementsystem sollte schließlich konzipiert und implementiert werden.

8.10 Anhang: Erläuterungen zur Fundamentalgleichung

Nachfolgend wird zur Verdeutlichung der angesprochenen Fundamentalgleichung der Zusammenhang zwischen Unternehmensrisiko, Kostenstruktur, Finanzierungsstruktur und Marktrisiko (d.h. Leistungsrisiken werden hier ausgeklammert) in einem einfachen (restriktiven) Modell etwas näher erläutert.

Betrachtet man als Maß für das Gesamtrisiko die Schwankungen der Eigenkapitalrendite (ΔEKR), die sich als Quotient der Gewinnschwankung (ΔG) zum Eigenkapital (EK) ergeben. EK bezeichnet das zu Beginn der Periode vorhandene Eigenkapital, das als konstant abgenommen wird. Die Gewinnschwankung (ΔG) läßt sich definitorisch als Differenz der Änderungen des Umsatzes (ΔU) und der Änderungen der Kosten (ΔK) ausdrücken. Erweitert man zudem den Nenner um die Bilanzsumme (BS), also die Summe des für den laufenden Geschäftsbetrieb notwendigen Anlage- und Umlaufvermögens, so erhält man die folgende Gleichung:

$$(8.4) \quad \Delta EKR = \frac{\Delta G}{EK} = \frac{\Delta U - \Delta K}{\frac{EK}{BS} \cdot BS}$$

Unter der Bedingung, daß die fixen Kosten konstant und risikolos sind, berechnen sich im einfachsten Fall die Kostenschwankung ΔK in Abhängigkeit einer Umsatzschwankung (ΔU) und des Anteils variabler Kosten am Umsatz ($k_{\text{var}} = K_{\text{var}}/\text{Umsatz}$) unter wie folgt:

$$(8.5) \quad \Delta K = \Delta U \cdot \frac{K_{\text{var}}}{U}$$

Bei dieser vereinfachenden Darstellung wurde nicht zwischen Absatzmengen- und Absatzpreisschwankungen differenziert; letzteres wurde vernachlässigt.

Setzt man zudem für die anfängliche Eigenkapitalquote, also den Quotienten Eigenkapital zu Bilanzsumme, EKQ und den – ebenfalls vereinfachend – als konstant betrachteten Kapitalumschlag - KU (= Umsatz/Bilanzsumme) ein, so erhält man folgende Gleichung für ΔEKR :

$$(8.6) \quad \frac{\Delta U - \Delta K}{\frac{EK}{BS} \cdot BS} = \frac{\Delta U - \Delta U \cdot \frac{K_{\text{var}}}{U}}{EKQ \cdot \frac{U}{KU}} = \frac{\Delta U \cdot \left(1 - \frac{K_{\text{var}}}{U}\right) \cdot KU}{EKQ \cdot U} = \frac{\Delta U}{U} \cdot \frac{KU}{EKQ} \cdot \left(1 - \frac{K_{\text{var}}}{U}\right)$$

Wie die Fundamentalgleichung aufzeigt, ist die Schwankung der Eigenkapitalrendite als Maß für das Gesamtrisiko somit von Marktrisiko ($\Delta U/U$), Kostenstruktur (k_{var}) und Finanzierungsstruktur (EKQ sowie KU) abhängig.

Löst man diese Gleichung nach EKQ auf, so erhält man eine Soll-Eigenkapitalquote, die geeignet ist, die Verluste durch einen absatzmengenbedingten Umsatzrückgang ΔU (einer Periode) eben noch aufzufangen.

8.11 Literatur

- Amit, R.; Wernerfelt, B., 1990, Why Do Firms Reduce Risk?, in: *Academy of Management Journal*, 1990, Vol. 33, S. 520-533.
- Baetge, J., 1999, *Bilanzanalyse*, IDW-Verlag, Düsseldorf.
- Budd, J.L., 1993, *Characterizing risk from the strategic management perspective*, Kent State University.
- Deutsche Bundesbank, 1998, *Monatsbericht Oktober 1998*, Jg. 50, Nr. 10, Frankfurt/Main.
- Engler, J.; Scholich, M., 1998, *Unternehmensführung auf der Basis eines umfassenden Shareholder Value-Management*, in: *Betriebs-Berater*, 13/1998, S. 684-688.
- Franke, G.; Hax, H., 1999, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 4., neu bearb. u. erw. Aufl., Springer, Berlin.
- Fröhling, O.; 2000, *KonTraG und Controlling*, Vahlen, München.
- Füser, K.; Gleißner, W., 2000, *Neue Perspektiven: Entwicklung integrierter interner Kreditrisikomodelle*, in: *Kreditpraxis*, 2/2000, S. 25-28.
- 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. 1.625-1.629.
- Gleißner, W., 2000b, *Faustregeln für Unternehmer – Leitfaden für strategische Kompetenz und Entscheidungsfindung*, Gabler-Verlag, Wiesbaden.
- Gleißner, W., 2001, „Wertorientierte Strategische Steuerung“; in: Gleißner, W.; Meier, G. (Hrsg.), „Handbuch Risikomanagement für Industrie und Handel“, Gabler-Verlag, Wiesbaden, erscheint 2001.
- Gleißner, W.; Füser, K., 2000, *Moderne Frühwarn- und Prognosesysteme für Unternehmensplanung und Risikomanagement*, in: *Der Betrieb*, 19/2000, S. 933-941.
- Gleißner, W.; Meier, G., 1999, *Risikoaggregation mittels Monte-Carlo-Simulation*, in: *Versicherungswirtschaft*, 13/1999, S. 926-929.
- Gleißner, W.; Meier, G., 2000, *Risikomanagement als integraler Bestandteil der wertorientierten Unternehmensführung*, DSWR, Januar 2000, S. 6-10.
- Gleißner, W.; Weissman, A., 2000, „Future Value“, *Firmenbroschüre des Future Value Instituts*, www.futurevalue.de.
- Hermann, D.C., 1996, *Strategisches Risikomanagement kleiner und mittlerer Unternehmen*, Köster, Berlin, Dissertation Universität Leipzig.
- Lorson, P., *Shareholder-Value-Ansätze*, in: *Der Betrieb* 26/1999, S. 1.329-1.339.

Sharpe, W., 1970, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: *Journal of Finance*, 19/1964, S. 425-442.

Sharpe, W., *Portfolio Analysis and Capital Markets*, McCraw Hill, New York.

Steiner, M.; C. Bauer, 1992, Die fundamentale Analyse und Prognose des Marktrisikos deutscher Aktien, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 4/92, S. 347-368.

TEIL IV: DER STAAT ALS ENTREPRENEUR