

**Veröffentlicht in**  
**interview Magazin**  
**Ausgabe Februar/März 2009**

**„Wertorientierte Unternehmensführung: Risikomanagement, Strategie  
und Controlling verbinden.“**

**S. 26-32**

**Mit freundlicher Genehmigung  
interview Magazin-Redaktion,  
Profmedia GmbH Verlag, Sissach (Schweiz)**

**([www.interview-magazin.ch](http://www.interview-magazin.ch))**

# Wertorientierte Unternehmensführung: Risikomanagement, Strategie und Controlling verbinden

## 1. Grundlagen des strategischen wertorientierten Managements

Wertorientiertes Management zeichnet sich durch seine Orientierung am langfristigen Erfolg und die Berücksichtigung von Risiken durch die Unvorhersehbarkeit der Zukunft aus<sup>1</sup>. Ein so verstandenes wertorientiertes Management findet man häufig auch bei mittelständischen Unternehmen - ohne dass diese zwingend ihr Unternehmensführung mit «wertorientiert» beschreiben würden. Unternehmensziele, wie ein «nachhaltiges profitables Wachstum» sind jedoch eng mit dem Unternehmenswert verwandt.

Alle wertorientierten Unternehmensführungsansätze, wie dem in Abbildung 1 dargestellten FutureValue™ Konzept zeichnen sich durch einen solchen klar definierten Erfolgsmaßstab aus (siehe Modul 5, «Werttreiberanalyse», in Abbildung 1). Sie verbinden also immer ein

<sup>1</sup> vgl. z.B. Schierenbeck, R. 2002; Value Controlling sowie Pfennig, M., 2000; Shareholder Value durch unternehmensweites Risikomanagement, in: Johanning, L., Rudolph, B., 2000; Handbuch Risikomanagement, S. 1295-1332 und Günther, T., Unternehmenswertorientiertes Controlling, 1997

«Management-Leitbild» (für die Gestaltung und Planung des Unternehmens) mit einem Erfolgsmaßstab («Performance Measurement»); vgl. Abb. 2. Darüber hinaus sollten sie gewährleisten, dass basierend auf einer fundierten Situationsanalyse eine wertsteigernde Strategie abgeleitet wird (vgl. Modul 6 in Abb. 1), die operative Maßnahmen als Konsequenz haben und so Erfolgspotentiale ausbaut. Die Risikopolitik, die beispielsweise Obergrenzen (Limite) für Risiken fixiert, ist Teil

einer solchen Strategie. Schließlich sollte eine wertorientierte Unternehmensführung ein Steuerungssystem (wie eine Balanced Scorecard) umfassen, das die Strategieumsetzung und Erfolgsmessung unterstützt.

Erfolge zu messen, zu vergleichen und auch zu prognostizieren, muss man sicherlich zu den Schlüsselaufgaben jeder unternehmerischen Tätigkeit zählen. Welcher Geschäftsbereich eines Unterneh-

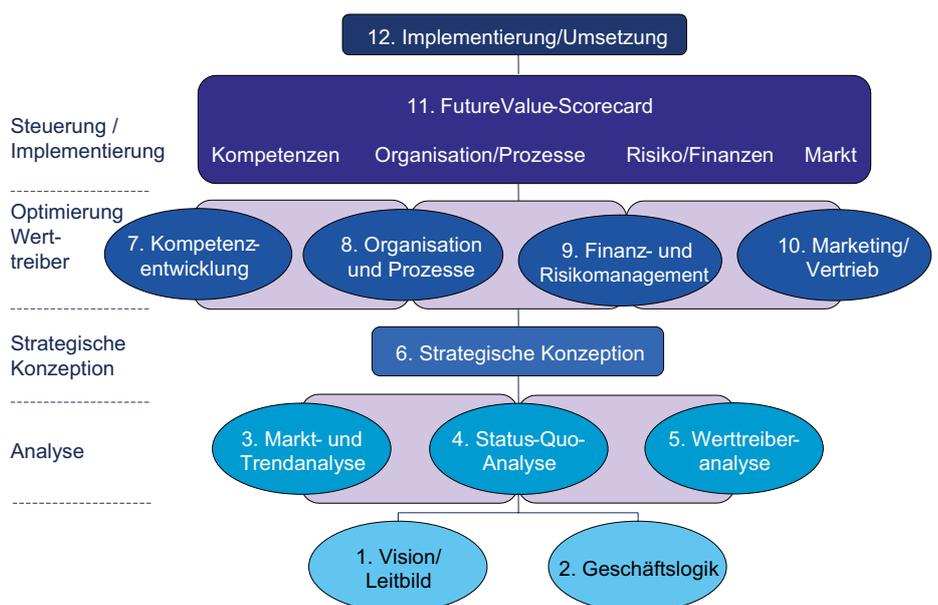
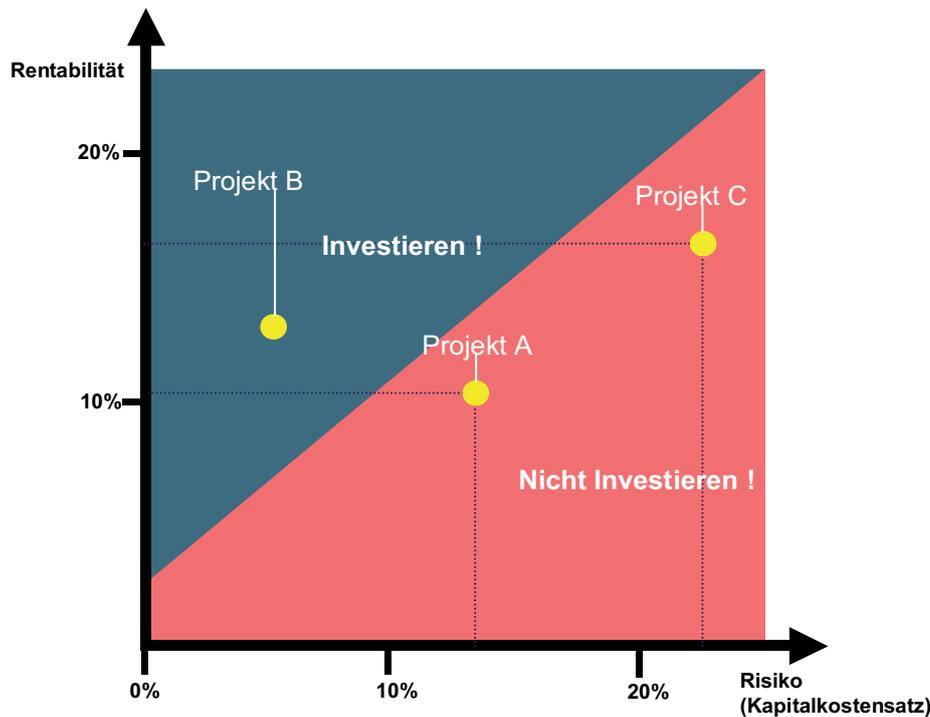
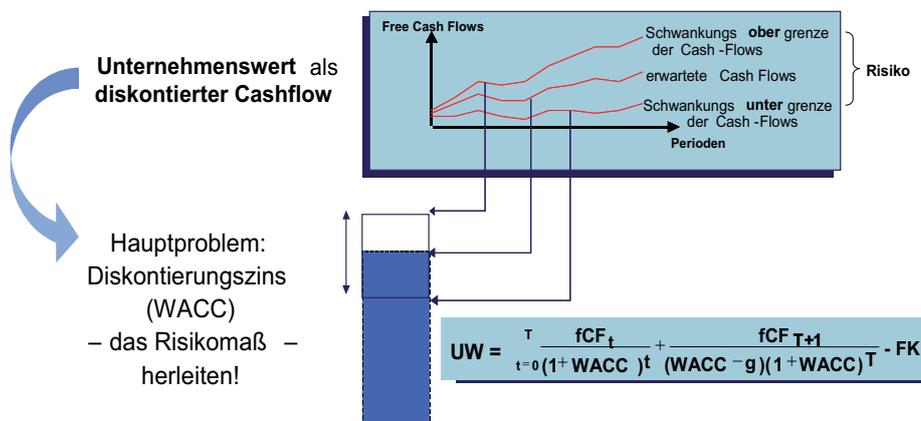


Abb. 1: Module einer wertorientierten Unternehmensführung («FutureValue™-Konzept»)



© RMCE RiskCon GmbH & Co.KG

Abb. 2: Rendite und Risiko



mens war am erfolgreichsten? War das Unternehmen im aktuellen Geschäftsjahr erfolgreicher als im Vorjahr? Wird eine Investition einem Beitrag für den nachhaltigen Erfolg des Unternehmens bringen? Welche unternehmerische Handlungsalternative verspricht den größten Erfolg?

Diese Fragen beschäftigen jede Unternehmensführung. Sie zu beantworten, erfordert zwangsläufig zunächst eine Messgröße (Maßstab). Erfolgsorientierte und erfolgreiche Unternehmensführung hängt nicht zuletzt davon ab, dass Erfolg überhaupt gemessen wird. Die Rendite ist dabei kein alleine sinnvoller Erfolgsmaßstab. Ob z.B. 8% erwartete Rendite «gut» oder «schlecht» ist hängt vom da-

bei eingegangen Risiko ab.

Gerade bei der Beurteilung alternativen Strategien ist immer zu bedenken, dass diese durchaus mit unterschiedlichen Risiken verbunden sein können. So ist beispielsweise eine «Marktdurchdringungsstrategie» meist weniger risikobehaftet als eine «Diversifikationsstrategie» bei der neu zu entwickelnde Produkte auf Märkten platziert werden sollen, die für das Unternehmen ebenfalls neu sind. Die unterschiedlichen Risiken dieser Strategien machen ein Vergleich allein anhand der zukünftig erwarteten Erträge oder Rendite wenig sinnvoll. Die Risiken müssen explizit im Entscheidungskalkül - also im Erfolgsmaßstab - berücksichtigt

werden.

Zur Beurteilung beispielsweise von Strategien oder Investitionsprojekte ist es also erforderlich, Risiken und erwartete Erträge abzuwägen, wie die Abbildung 3 zeigt.

Dabei kann man im einfachsten Fall das Projekt wählen, das bei einem vorgegebenen maximalen Risiko die höchste Rendite erwarten lässt. Oder man gibt (wie in Abbildung 3) für jedes Risiko ein zugehörige Mindestrendite an, wobei der «richtige» Zusammenhang zwischen Rendite (Ertrag) und Risiko nicht einfach zu bestimmen ist.

Am besten verwendet man einen Erfolgsmaßstab (als Entscheidungskriterium für die Auswahl), der erwartete Rendite und Risiken in nachvollziehbarer Weise in einer Kennzahl verbindet.

Der Unternehmenswert ist ein solcher Maßstab und berücksichtigt den Risikoumfang über den «Kapitalkostensatz», also die Höhe des Zinssatzes mit dem zukünftig erwartete Erträge auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst werden.

## 2. Unternehmenswert und der Werttreiber «Kapitalkostensatz»

Für die Bewertung eines Unternehmens ist die (unsichere) zukünftig erwartete Ertragslage maßgeblich. Grundsätzlich wird also für die Berechnung des Unternehmenswerts (UW) eine Prognose aller zukünftigen freien Cashflows und eine Quantifizierung der Risiken benötigt, um damit den Kapitalkostensatz (also die risikoabhängigen Mindestrenditeanforderungen) bestimmen zu können. Mit diesem Kapitalkostensatz (WACC) werden die erwarteten zukünftigen freien Cashflows (fCF) risikoadäquat abgezinst, um deren Gegenwartswert (Kapitalwert) zu berechnen<sup>2</sup>. Der freie Cashflow (fCF) ist

<sup>2</sup> Vgl. z.B. Küting, K., Lorson, P., Messung der Profitabilität strategischer Geschäftsfelder, in: Controlling 1/1997; Rappaport, A., Shareholder Value, 1999; Copeland, T, Koller, T., Murrin, J., Unternehmenswert, 1990; Gleißner, W., Wertorientierte strategische Steuerung, in: Gleißner, W./Meier, G., Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, S. 63-100, 2001.

dabei definiert als EBIT (Betriebsergebnis, also Gewinn vor Steuern und Zinsen) nach unternehmensbezogenen Steuern zuzüglich nichtzahlungswirksamer Aufwendungen (insbesondere Abschreibungen und Veränderungen bei langfristigen Rückstellungen) minus sämtliche Investitionen in (betriebsnotwendige) Sachanlagen und Working Capital. Beim freien Cashflow wird also berücksichtigt, dass ein gewisser Teil der Gewinne für Investitionen im Unternehmen verbleiben muss, um die Erträge langfristig zu sichern oder zu steigern. Die dafür notwendigerweise aufzuwendenden Finanzmittel stehen den Kapitalgebern nicht zur Verfügung.

Die grundlegende Definition des Unternehmenswerts (Ertragswert; Discounted Cashflow) auf Basis der freien Cashflows (Zahlungsströme) lautet damit wie folgt:

$$\text{Unternehmenswert} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{fCF_t}{(1+WACC)^t} - FK_M$$

Die Kapitalkosten ergeben sich daher als Mittelwert der Fremdkapitalkosten kFK und der Eigenkapitalkosten kEK, wobei die steuerlichen Vorteile des Fremdkapitals (s) erfasst werden müssen. Üblicherweise wird in der Literatur empfohlen bei der Berechnung des Kapitalkostensatzes (WACC) die Gewichtung von Eigen- und Fremdkapital zu Marktpreisen vorzunehmen,

was zu dem – aber zumindest iterativ lösbaren – «Zirkularitätsproblem» führen kann. Die Formel stellt sich wie folgt dar:

$$WACC = k_{EK} \times \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK} \times \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \times (1-s)$$

Die Eigenkapitalkosten werden dabei meist mittels des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM) berechnet:

$$k_{EK} = r_o + (r_m - r_o) \cdot \beta$$

wobei  $r_o$  der risikolose Zinssatz,  $r_m$  die erwartete Marktrendite für risikobehaftetes Eigenkapital und  $\beta$  das Maß für das relative systematische (also unternehmensübergreifende) Risiko eines Unternehmens darstellt.

Mit sinnvollen ergänzenden Annahmen (z.B. im Mittel zukünftig unveränderte Erträge) kann man den Unternehmenswert relativ einfach bestimmen. Der «statische Ertragswert» eines (nicht wachsenden) Unternehmens berechnet sich beispielsweise nach der folgenden Formel in Abhängigkeit des erwarteten Betriebsergebnisses (EBIT):

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{EBIT^*}{\text{Kapitalkostensatz} - \text{Bankverpflichtbarkeit}}$$

Aus dieser Definition des Unternehmenswertes lassen sich unmittelbar vier maßgebliche Hebel («Werttreiber») zur

Steigerung des Unternehmenswertes ableiten, wobei die beiden ersten zusammen die Gewinn- bzw. Cashflow-Entwicklung beschreiben:

- Umsatzwachstum (z. B. Marktdurchdringung, Diversifikation etc.)
- Steigerung der Umsatzrentabilität (z.B. durch Kostensenkung)
- Effizientere Kapitalnutzung (z.B. Abbau von Vorräten)
- Reduzierung des Risikos (Senkung der Kapitalkostensätze z.B. durch Versicherungen).

Gerade die Bestimmung des letzten Werttreiber stellt jedoch die Unternehmensführung vor die größten Herausforderungen und begründet die besondere Bedeutung des Risikomanagements im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung (vgl. Abschnitt 5).

### 3. Die Anwendung: Vergleich alternativer Strategien

Mit dem Unternehmenswert als nachvollziehbaren Maßstab für Unternehmenserfolg ergibt sich ein grundlegender Vorteil für die praktische Unternehmenssteuerung: Es besteht die Möglichkeit, verschiedene (strategische) Handlungsalternativen (Maßnahmenbündel) hinsichtlich ihrer erwarteten Erfolgswirkung (erwartete Rendite und Risiko) zu vergleichen, also erwartete Erträge und Risiken gegeneinander abzuwägen. Ein solcher Erfolgsmaßstab trägt damit zu einer Verbesserung von Transparenz, Diskussionsfähigkeit und letztlich der Qualität unternehmerischer Entscheidungen bei. In Anbetracht der Unvorhersehbarkeit der Zukunft muss ein sinnvoller Erfolgsmaßstab den jeweiligen Grad dieser Unsicherheit – also das Risiko<sup>3</sup> das mit einer Entscheidung verbunden ist - mit in der Bewertung berücksichtigen. Diese Anforderung erfüllt – wie erwähnt - der Unternehmenswert.

Aufgrund seiner besonderen Eignung als Erfolgsmaßstab wird deshalb gerade der Unternehmenswert genutzt, um die

#### Der Strategie-Navigator

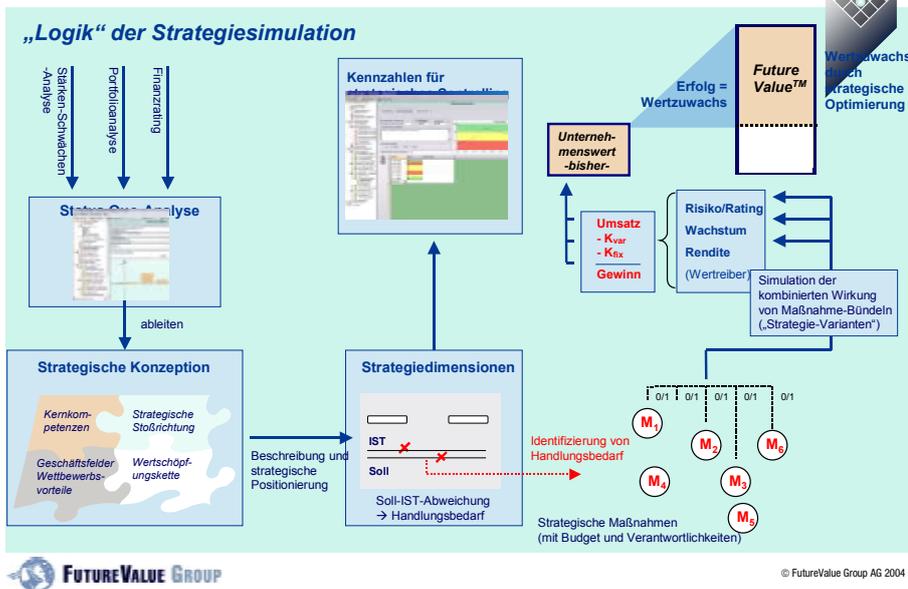


Abb. 4: Die Logik der Strategiesimulation im wertorientierten Management

<sup>3</sup> Das Risiko ist dabei als mögliche Ursache einer Planabweichung zu verstehen. Die Risiken bestimmen damit den Umfang möglicher Planabweichungen und damit die Planungssicherheit.



Unternehmensführung bei der Auswahl verschiedener Varianten der Unternehmensstrategie (strategische Handlungsoptionen) zu unterstützen. Die folgende Abbildung 5 verdeutlicht zusammenfassend das Vorgehen bei der Strategieentwicklung und Bewertung strategischer Handlungsoptionen im einem wertorientierten Managementansatz (in Anlehnung an den die Struktur der Software «Strategie-Navigator» der FutureValue Group AG, vgl. [www.strategie-navigator.de](http://www.strategie-navigator.de)).

Man erkennt, dass zunächst durch eine Analyse der Unternehmenssituation und des Umfelds die wesentlichen Grundlagen für die eigentliche Strategie-Entwicklung gelegt werden. Anschließend werden die grundlegenden Aussagen zur Unternehmensstrategie abgeleitet und schriftlich fixiert, wobei insbesondere Aussagen zu treffen sind hinsichtlich

- der heutigen und zukünftig angestrebten Kernkompetenz
- den Geschäftsfeldern und den dort angestrebten Wettbewerbsvorteilen
- der grundsätzlichen Gestaltung der Wertschöpfungskette sowie
- der strategischen Stoßrichtung, also der relativen Bedeutung der maßgeblichen Werttreiber (Wachstum, Rendite und Risiko).

Einzelne strategische Handlungsalternativen werden schließlich zunächst qualitativ und anschließend hinsichtlich ihrer Wirkung auf die Werttreiber und damit auf den Unternehmenswert beurteilt. Die letztlich ausgewählte Strategie und die zugehörigen Maßnahmen, die zur Erreichung der strategischen Ziele erforderlich sind, werden mit Hilfe zum Beispiel einer Balanced Scorecard einer kontinuierlichen Überwachung und Steuerung unterzogen. Dabei werden die strategischen Ziele jeweils durch geeignete Kennzahlen beschrieben so dass ein Vergleich der aktuellen Situation mit den angestrebten Werten möglich wird.

An sich ist der Unternehmenswert (richtig spezifiziert) der ideale Erfolgsmaßstab für eine solche Bewertung von Strategien, Investitionen oder auch Risikotransferinstrumenten (wie Versicherungen). In der Praxis zeigt sich jedoch heute noch fast durchgängig ein gravierendes Problem: Die offenkundige entscheidungsrelevan-

ten Risiken der zu vergleichenden Handlungsalternativen (z.B. Strategien) werden nicht explizit analysiert und hinsichtlich ihrer Konsequenzen für den Kapitalkostensatz ausgewertet. Statt dessen wird der Kapitalkostensatz (Diskontierungszins) mehr oder weniger willkürlich festgesetzt oder überhaupt nicht in Abhängigkeit des Risikoumfangs differenziert. Eine solche fehlende Fundierung der Diskontierungszinssätze auf Grundlage unternehmensinterner Risikoinformationen macht ein wertorientiertes Management im eigentlichen Sinne unmöglich. Gerade der wesentlichste Vorteil wertorientierter Managementansätze, die Verbindung von Erträgen und Risiken in einem Erfolgsmaßstab, kann nicht genutzt werden.

#### 4. Die Herleitung risikoabhängiger Kapitalkostensätze

Den wertorientierten Steuerungssystemen fehlt heute noch häufig eine klare Fundierung ihrer Kapitalkostensätze. Offensichtlich müssten die risikoabhängigen Kapitalkostensätze (WACC) vom tatsächlichen Risikoumfang eines Unternehmens abhängig sein. Genau diese Informationen sollte das Risikomanagement bereitstellen. Der häufig im wertorientierten Management anzutreffende «Umweg» bei der Bestimmung der Kapitalkostensätze, nämlich die ausschließliche Beschaffung von Kapitalmarktdaten, ist wenig überzeugend. Unter der vielfältigen theore-

tischen und empirischen Kritik an dem hier meist verwendeten Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM<sup>4</sup>) zur Herleitung von Kapitalkostensätzen ist besonders eine Annahme sehr kritisch zu betrachten: Das CAPM unterstellt vollkommene, effiziente Kapitalmärkte. Dies bedeutet vor allem, dass alle Kapitalmarktakteure die Risikosituation des Unternehmens genau so gut einschätzen können, wie die Unternehmensführung selbst. Diese Annahme ist sicherlich nicht haltbar. Es ist sinnvoller anzunehmen, dass das Unternehmen selbst seine Risikosituation besser einschätzen kann als der Kapitalmarkt (vgl. Shleifer, 2000, S.34). Es besteht also eine «Informationsasymmetrie». Diese besteht natürlich erst recht für die möglichen Veränderungen der Risikosituation durch geplante Maßnahmen der Unternehmensführung, die oft nicht öffentlich kommuniziert wurden. Gerade bei kleinen und mittelständischen Unternehmen dürfte zudem eine Orientierung am Kapitalmarkt sowieso äußerst schwierig sein, weil eine Börsenbewertung fehlt.

Auf Grund der bestehenden Informationsvorteile sollten Unternehmen daher die Kapitalkostensätze für ihre wertorientierten Steuerungssysteme auf Grundlagen der Erkenntnisse des Risikomanagements ableiten. Unternehmenswert (oder EVA®)

<sup>4</sup> Vgl. z.B. Franke, Hux, *Finanzwirtschaft*



werden auf Grundlage von Kapitalkostensätzen berechnet, die die tatsächliche Risikosituation des Unternehmens widerspiegeln und die Erkenntnisse des Risikomanagements fließen über dem Weg der Kapitalkostensätze unmittelbar in unternehmerische Entscheidungen ein. So wird ein wirkliches Abwägen von erwarteten Erträgen und den damit verbundenen Risiken bei wichtigen Entscheidungen erst ermöglicht.

Für die Bestimmung eines geeigneten Kapitalkostensatzes bietet sich die schon vorgestellte Berechnung der WACC (Weighted Average Costs of Capital = gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten) unter Verwendung unternehmensinterner Risikodaten an. Hier wird unterstellt, dass nur risikotragendes Eigenkapital (Eigenkapitalbedarf, RAC) auch eine Risikoprämie verdient (vgl. Abb. 6). Der Eigenkapitalkostensatz basiert hierbei auf einem Opportunitätskostenkalkül: welche Rendite wäre langfristig für das benötigte Eigenkapital in einer Alternativanlage erzielbar, wenn man eine bestimmte Ausfallwahrscheinlichkeit (ggf. auch weitere Risiko-Parameter) unterstellt? Durch die Ableitung des Eigenkapitalbedarfs zu einem vorgegebenen (z. B. aus dem angestrebten Rating abgeleiteten) Sicherheitsniveau lässt sich eine (weitgehende) Normierung für alle Unternehmen erreichen.

Mit der sogenannten «Risikoaggregation» kann man unmittelbar auf den risikobedingten Eigenkapitalbedarf (Risk-Adjusted-Capital, RAC) des Unternehmens schließen. Zur Vermeidung einer Überschuldung benötigt man so viel Eigenkapital, wie (mit einer definierten Restwahrscheinlichkeit) Verluste auftreten

können, die das Eigenkapital verzehren.

Eine Voraussetzung für die Bestimmung des «Gesamtrisikoumfangs» mittels Risiko-aggregation stellt die Verbindung von Risiken und Unternehmensplanung dar. Jedes Risiko wirkt auf eine Position der Plan-Erfolgsrechnung (GuV) und kann dort Planabweichungen verursachen. Mittels Computersimulation erhält man eine «repräsentative Stichprobe» aller möglichen risikobedingten Zukunftsszenarien des Unternehmens, die dann analysiert wird. Aus den ermittelten Realisationen der Zielgröße (z.B. Gewinn) ergeben sich aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilungen (Dichtefunktionen)<sup>5</sup>.

Ausgehend von der durch die Risikoaggregation ermittelten Verteilungsfunktion der Gewinne kann man unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf (RAC) des Unternehmens schließen. Zur Vermeidung einer Überschuldung wird nämlich wie erwähnt zumindest soviel Eigenkapital benötigt, wie auch Verluste auftreten können, die dieses aufzehren. Analog lässt sich der Bedarf an Liquiditätsreserven unter Nutzung der Verteilungsfunktion der Zahlungsflüsse (freie Cashflows) ermitteln. Schließlich können Kennzahlen wie die Eigenkapitaldeckung, also das Verhältnisses von verfügbarem Eigenkapital zu risikobedingtem Eigenkapitalbedarf, abgeleitet werden. Der Eigenkapitalbedarf steht zudem als Kennzahl für die oben

<sup>5</sup> Im Unterschied zur Kapitalmarkttheorie für vollkommene Märkte (z.B. CAP-Modell) sind hier systematische und unsystematische Risiken relevant, was z.B. durch Konkurskosten zu begründen ist; vgl. auch z.B. Amit R.; Wernerfelt, B., 1990.)

erläuterte Ableitung von Kapitalkostensätzen und anderen wertorientierten Kennzahlen zur Verfügung.

Bei dieser Betrachtung wird das einem Unternehmen insgesamt zur Verfügung stehende Eigenkapital gedanklich getrennt in einen risikotragenden Teil (RAC) und einen Teil, der zur Abdeckung risikobedingter Verluste (mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit) eigentlich nicht erforderlich ist, und somit keinen (kalkulatorischen) Kostenaufschlag gegenüber einer Fremdkapitalfinanzierung (mit identischer Ausfallwahrscheinlichkeit) rechtfertigt.

Der Kapitalkostensatz berechnet sich nun in Anhängigkeit des risikoabhängigen Eigenkapitalbedarfs wie folgt:

$$WACC = k_{EK} \times \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK} \times \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \times (1 - s)$$

Die Einzelrisiken bestimmen den aggregierten Gesamtrisikoumfang und damit über den Eigenkapitalbedarf den Kapitalkostensatz (WACC), der wiederum bei der Bestimmung des Unternehmenswertes benötigt wird. Je höher die Risiken des Unternehmens sind, desto mehr teures Eigenkapital wird als Risikodeckungspotential benötigt.

Der auf diese Weise ermittelte Kapitalkostensatz (WACC<sup>ra</sup>) kann für die Bestimmung des Gesamtunternehmenswertes oder des Barwertes einer einzelnen Investition genutzt werden, indem die erwarteten Zahlungsströme E(Z) mit dem jeweiligen risikoadjustierten WACC<sup>ra</sup> diskontiert werden:

$$UW(\tilde{Z}) = \frac{E(\tilde{Z})}{1 + WACC^{ra}}$$

Der Wert des Eigenkapitales errechnet sich durch Abzug des verzinster Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert.<sup>6</sup>

Ein Problem jeder risikoorientierten Diskontierung besteht darin, dass bei negativen Erwartungswerten (hohen Risiken) dieses Vorgehen fehlerhafte Ergebnisse liefert.<sup>7</sup> Das Sicherheitsäquivalent einer Zahlung mit negativem Erwartungswert

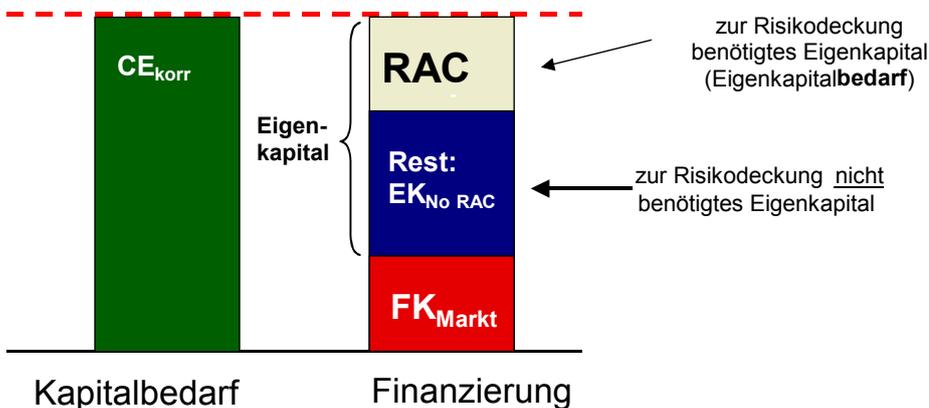


Abb. 5: Kapitalbedarf und Finanzierung

<sup>6</sup> Hier vereinfacht dargestellt für eine Periode

<sup>7</sup> Vgl. Spremann, K., 2004, S. 253-295.



bei Risikoaversion wird kleiner als der Erwartungswert sein, während sich bei einer Diskontierung mit einer positiven Risikoprämie ein Wert ergibt, der größer als der Erwartungswert ist. Alternativ dazu kann die Berechnung des Unternehmenswertes über das Sicherheitsäquivalent erfolgen. Der Eigenkapitalbedarf dient auch hier als Risikomaß und ersetzt einen risikoadjustierten Eigenkapitalkostensatz. Eine Berechnung der WACC ist hier nicht notwendig.<sup>8</sup>

$$UW(\tilde{Z}) = \frac{S\tilde{A}(\tilde{Z})}{1+r_0} = \frac{E(\tilde{Z}) - r_p * EK\text{-Bedarf}}{1+r_0}$$

Die Risikoprämie kann auch wie folgt dargestellt werden:  $r_p = r_m - r_0$ . Die Ermittlung der Risikoprämie muss wie beschrieben aus realwirtschaftlichen Modellen basierend auf Fundamentaldaten gewonnen werden. Mit der Risikoprämie zeigt sich die Risikopräferenz, im risikolosen Zinssatz  $r_0$  die Zeitpräferenz.

Mit Hilfe solcher Risikoaggregationsverfahren ist es auch möglich, die Angemessenheit der Rating-Einstufung durch die Hausbank gemäß Basel II, die sich ja letztlich auch auf einen Vergleich des Gesamtrisikoumfangs und der Risikotragfähigkeit eines Unternehmens stützt, kritisch zu hinterfragen.<sup>9</sup>

### 5. Anwendung: Wertbeitrag der Risikobewältigung und integrierte Unternehmenssteuerungssysteme

Die Risiken sind sinnvoll in der wertorientierten Unternehmensführung zu berücksichtigen, was Abbildung 8 für die Beurteilung des Wertbeitrags einer Risikobewältigungsmaßnahme zeigt.

Als weitere Herausforderung stellt sich die Verknüpfung der verschiedenen Managementsysteme (wie die Balanced Scorecard, Risikomanagement und operative Planung) dar. Es gilt hier, das traditionelle Controlling um Erkenntnisse des Risikomanagements zu erweitern.

Abbildung 5 zeigt, wie Risikomanagement einerseits (in der Abbildung links unten) und die Balanced Scorecard andererseits

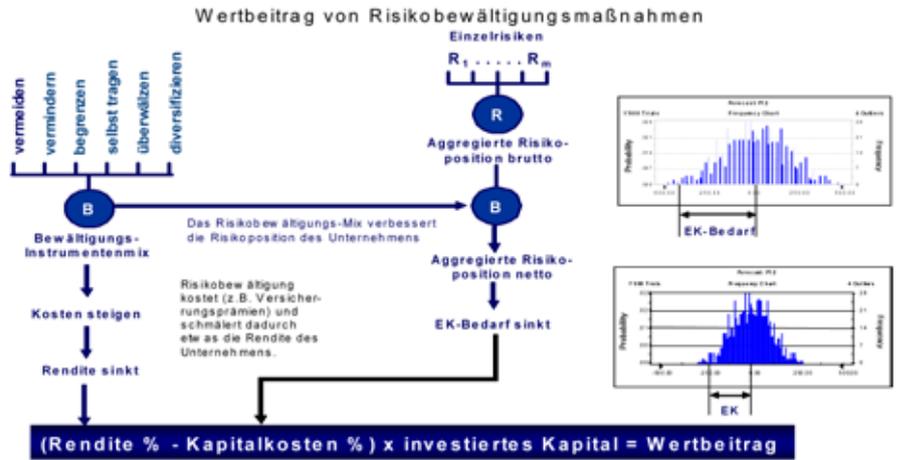


Abb. 6: Der Wertbeitrag von Risikobewältigungsmaßnahmen (Vergleiche Konzept der «FutureValue™ Score-Card» als Weiterentwicklung der traditionellen Balanced-Scorecard, in Gleißner, W., FutureValue, 2004, Seite 258-281).

in einem wertorientierten Steuerungssystem verbunden sind. Ein solches integriertes wertorientiertes Steuerungssystem stellt die strategische Planung auf eine fundierte Datengrundlage. Die Kennzahlen der Balanced Scorecard werden für die Erklärung und Steuerung des Cashflows genutzt und die Risikoaggregation dient der Abschätzung des zur Risikodeckung erforderlichen Eigenkapitalbedarfs und der Kapitalkostensätze (Mindestrendite-Anforderung).

Zudem ermöglicht es die Zuordnung von Risiken zu strategischen Kennzahlen, die Ursachen von Planabweichungen bei der Umsetzung einer Unternehmensstrategie (mittels Balanced Scorecard) transparent zu machen, und die Verantwortlichkeit von Planabweichungen richtig zuzuord-

nen (Vergleiche Konzept der «FutureValue™ Score-Card» als Weiterentwicklung der traditionellen Balanced-Scorecard, in Gleißner, W., FutureValue, 2004, Seite 258-281). Gerade auch eine enge Verbindung zwischen operativem Controlling und Risk-Management kann entscheidend dazu beitragen, die Idee eines integrierten wertorientierten Unternehmensführungsansatzes zu realisieren und dabei die Effizienz des Risikomanagements zu steigern. Das operative Controlling kann sehr leicht bestimmte Aufgaben des Risikomanagements mit übernehmen. So bietet es sich beispielsweise an, dass die bei jeder operativen Planung und Budgetierung erforderlichen Annahmen fixiert und dahingehend überprüft werden sollten, ob diese unsicher sind. Das Auffinden

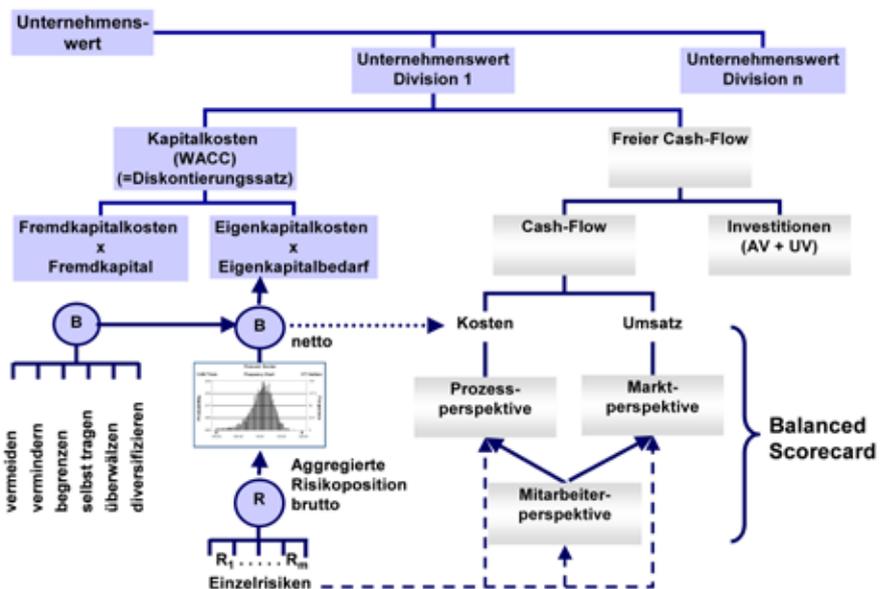


Abbildung 9: Integration von Balanced Scorecard und Risikomanagement

<sup>8</sup> Vgl. Gleißner, 2005.

<sup>9</sup> vgl. hier Gleißner / Fuser, 2003



einer unsicheren Planannahme ist immer als Identifikation eines Risikos zu interpretieren, das dem Risikomanagement verfügbar und beispielsweise im Risikoinventar erfasst werden sollte. Zudem ist es auch bei operativen Budgets möglich, den Verantwortlichen für eine Kostenstelle zum Risikoverantwortlichen (Risk-Owner) all derjenigen Risiken zu machen, die Budgetabweichungen verursachen können. Schließlich bieten auch die im Controlling durchzuführenden Abweichungsanalysen interessante Erkenntnisse für ein integriertes Risikomanagement. Planabweichungen sollen grundsätzlich auf eingetretene (möglichst bereits vorab bekannte) Risiken zurückzuführen sein. Tatsächlich eingetretene Planabweichungen können deshalb genutzt werden, um neue Risiken zu identifizieren. Ein neues Risiko ist immer dann zum Tragen gekommen, wenn Planabweichungen nicht auf bekannte Risikofaktoren zurückgeführt werden können. Aus einer großen Anzahl eingetretener Planabweichungen (an der Zeitreihe) kann zudem mittels statistischer Analysen eine Risikoquantifizierung vorgenommen werden (d.h., die Bestimmung der Parameter einer entsprechenden Wahrscheinlichkeitsverteilung zu einem Risiko).

## 6. Zusammenfassung

Für eine fundierte Bewertung alternativer unternehmerischer Maßnahmen ist die Rendite allein als Erfolgsmaßstab untauglich. Grundsätzlich ist es erforderlich, neben der Betrachtung der Wirkung auf die Rentabilität auch die Wirkungen auf den Risikoumfang und damit den Eigenkapitalbedarf und den Kapitalkostensatz zu erfassen. Damit bietet es sich an di-

rekt den Wertbeitrag von verschiedenen unternehmerischer Maßnahmen (z.B. alternativen Strategien oder Risikobewältigungsmaßnahmen) zu bestimmen<sup>10</sup>. Diese Nutzung des Unternehmenswertes als Erfolgsmaßstab ist ein Grundgedanke des wertorientierten Managements. Größtes Problem ist heute noch die Bestimmung der Kapitalkostensätze, die den Risikoumfang widerspiegeln, und eine die Mindesthöhe für eine angemessene Rendite angeben.

Risiken beeinflussen die Kapitalkostensätze (Diskontierungszinssätze) von Unternehmen und damit den Unternehmenswert. Genau wie die Optimierung der Umsätze und das Kostenmanagements gehört damit das Risikomanagement zu denjenigen Aktivitäten, die zu einer Steigerung des Unternehmenswertes und damit zum Unternehmenserfolg maßgeblich beitragen<sup>11</sup>.

Der wichtigste Schritt für die Weiterentwicklung von wertorientierten Steuerungssystemen einerseits und Risikomanagementsystemen andererseits ist somit die Ableitung fundierter Kapitalkostensätze. Methodisch ist dies ein durchaus mit überschaubarem Arbeitsaufwand lösbares Problem.

Die heute vorhandenen wertorientierten Managementsysteme – z.B. der EVA - Ansatz – lassen sich in ihrer Leistungsfähigkeit ohne größere konzeptionelle «Umbauarbeiten» in ihrer Leistungsfähigkeit erheblich gesteigert werden können. Der Schlüssel dazu ist die Fundierung der Kapitalkostensätze auf Basis der Informationen des Risikomanagements. Die hierfür erforderliche Verbindung von wertorientierten Managementsystemen und Risikomanagement (Risikoaggregation) ist auch durch IT-Systeme relativ einfach möglich. Die Palette reicht dabei von Zusatzsoftware zu Excel (z.B. ChrystalBall oder @Risk) über spezielle Standardsoftware für die Risikoaggregation (z.B. «Risiko-Kompass» bis hin zu speziellen Business-Intelligence-Lösung, die die übliche Funktionalität von ERP-Systemen

ergänzt (z.B. MIS Risk Management powered by RMCE).

Das Risikomanagement kann und muss sich zu einem Eckpfeiler des wertorientierten Managements entwickeln und auch dabei konsequent Informationen über unsichere Planannahmen des Controllings nutzen. Nur integrierte wertorientierte Steuerungskonzepte – unter Einbeziehung von Risikoinformationen - ermöglichen das Abwägen von erwarteten Erträgen und der mit ihnen verbundenen Risiken. Genau die Möglichkeit der Abwägung (z.B. bei Investitionsentscheidungen) durch einen risikoabhängigen Erfolgsmaßstab, den Unternehmenswert, ist einer der grundlegenden Vorteile eines wertorientierten Managements.



### Kontakt

Dr. Werner Gleissner  
Präsident des Verwaltungsrates

VBMI AG



Dr. René Salzmann

VBMI AG  
Gartenstrasse 2  
CH-6304 Zug

Tel. +41 41 728 78 40

r.salzmann@vbmi.ch  
www.vbmi.ch

<sup>10</sup> vgl. z.B. Rappaport, A., 1999; *Shareholder Value*, S.91-118

<sup>11</sup> Vgl. Loderer, C.; Jörg, P., Pichler, K.; Zraggen, P., 2001; *Handbuch der Bewertung*, S.583-745