Internationales Controlling

Rieg

2020
ISBN 978-3-8006-5786-5
Vahlen

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.
beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

5 Wertorientierte Steuerung im internationalen Unternehmen

„In der Unternehmenspraxis geht allerdings mit der Einführung eines wertorientierten Controllingsystems allein keine Steigerung des Unternehmenswerts einher. Hier verhält es sich ähnlich wie im Fußball: Eine neue Stadionanzeige allein macht das Spiel der eigenen Mannschaft noch nicht erfolgreicher. Strategie und Spielweise müssen verändert werden, damit das neue Messsystem auch bessere Ergebnisse anzeigt."
(Coeneneberg/Salfeld/Schultze)[1]

Lernziele

Nach der Bearbeitung des Kapitels sollten Sie in der Lage sein,

- die wesentlichen Aufgaben einer wertorientierten Steuerung zu erläutern,
- die strategischen Werthebel und operativen Werttreiber zu verstehen und anzuwenden,
- die einzelnen Schritte zur Umsetzung der Wertsteigerung zu definieren,
- die Bedeutung und Grenzen einer wertorientierten Vergütung zu kennen sowie
- die Wichtigkeit der Kommunikation mit den Investoren und Kapitalmärkten darzulegen.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

5.1 Unternehmenswertorientiertes Controllingsystem

Nach der Darstellung der verschiedenen Methoden sowie Kennzahlen zur Eigentümerwertermittlung soll im folgenden Kapital aufgezeigt werden, wie der Eigentümerwert zur Steuerung im Unternehmen eingesetzt werden kann. Das Controlling hat hier entsprechende Verfahren und Instrumente zur Verfügung zu stellen, mit denen das Management in die Lage versetzt wird, das Unternehmen wertorientiert zu führen. Letztlich führt dies zu zwei wesentlichen Aufgabenkomplexen:

Der „technische" Aufgabenkomplex (Aufgaben für Controller i.e.S.): Anpassung und Anwendung in den strategischen und operativen Planungs- und Kontrollprozessen (Abschnitte 5.2 und 5.3).

Der Aufgabenkomplex „Schaffung organisatorischer Rahmenbedingungen" (Aufgaben für Controller i.w.S.): Konzeption und Umsetzung der Wertsteigerung im Sinne eines geplanten kulturellen Wandels (Abschnitt 5.4), die Einbindung in die Anreizsysteme des Managements (Abschnitt 5.5) sowie die externe Kommunikation der angestrebten und erreichten Wertsteigerungsziele. Das schließt sich logisch als weitere Aufgabe an, da das Unternehmen um die knappe Ressource Kapital mit anderen konkurriert und Kapitalgeber überzeugen muss, in diesem Unternehmen zu investieren bzw. zu investiert bleiben (siehe Abschnitt 5.6). [2]

[1] Quelle: Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W., 2015, S. 11.
[2] Vgl. weiterführend auch Weber, J. u. a., 2017, S. 16ff.

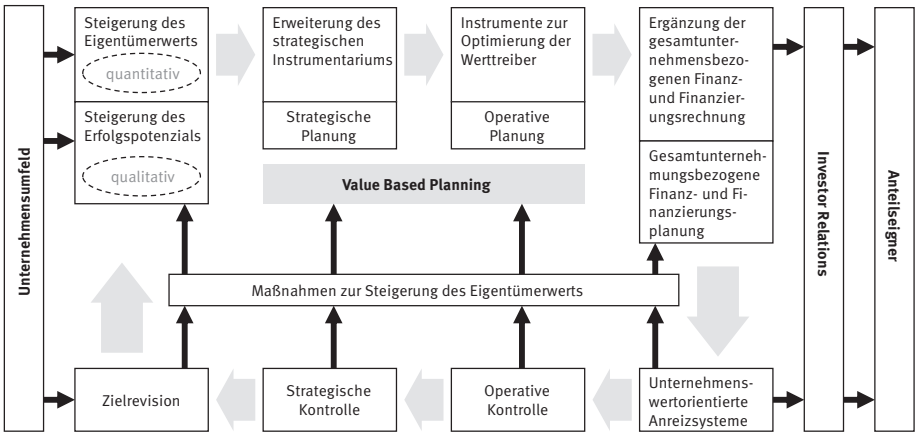

Abb. 5.1 Wertorientiertes Controllingsystem[3]

Zusammenfassend lässt sich festhalten: Ziel ist es, die Wertorientierung in alle Führungsprozesse und Führungsentscheidungen einfließen zu lassen bis hin zur Information über die Wertziele und erreichten Wertsteigerungen an die Kapitalgeber. Abbildung 5.1 fasst diesen Gedanken zusammen.

Die Wertorientierung fungiert als Oberziel des Unternehmens. Wie in Abschnitt 3.1 beschrieben, ist das Unternehmen von einer Übernahme bedroht, wenn Wertlücken entstehen oder es kommt zur Kapitalknappheit, sofern nicht ausreichende Renditen erwirtschaftet werden. Das Oberziel der Wertorientierung ist in Form von Strategien und Maßnahmen zu konkretisieren. Die sich ergebenden nachgelagerten Strategien, Pläne und Ziele stehen in einem Mittel-Zweck-Verhältnis zur Wertsteigerung, wie sie in Form einer Zielhierarchie in Abbildung 5.2 an einem Unternehmensbeispiel dargestellt ist.[4] Strategien, Maßnahmen und Projekte sind anhand der Wertsteigerung zu beurteilen.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

5.2 Strategische Planung und Kontrolle

5.2.1 Formulierung des strategischen Wertsteigerungszieles

Aus Sicht der Eigenkapitalgeber ist das strategische Ziel klar formuliert: Das Unternehmen soll eine Rendite erwirtschaften, die mindestens die Renditen erreicht, die vergleichbare Investitionsalternativen erbrächten. Andere Anspruchsgruppen formulieren ebenfalls Erwartungen an das Unternehmen, die wir als Nebenbedingungen auffassen, unter denen die Unternehmensleitung ihre Ziele zu verfolgen hat. Dabei ist weniger das Ziel an sich, der Eigentümerwert, als die Festlegung der Zielhöhe im Zeitablauf das Problem.

Es ist hilfreich für die Diskussion zwei Sichten zu unterscheiden: die interne Anspruchshaltung und die externe Anspruchshaltung, die primär die Kapitalmärkte für Eigen- und Fremdkapital umfasst.

[3] Quelle: Günther, T., 1997, S. 72.
[4] Vgl. *Hahn/Hungenberg* (2001), S. 970ff. Das ursprüngliche Beispiel war die fusionierte Daimler-Chrysler AG, die wieder aufgelöst wurde.

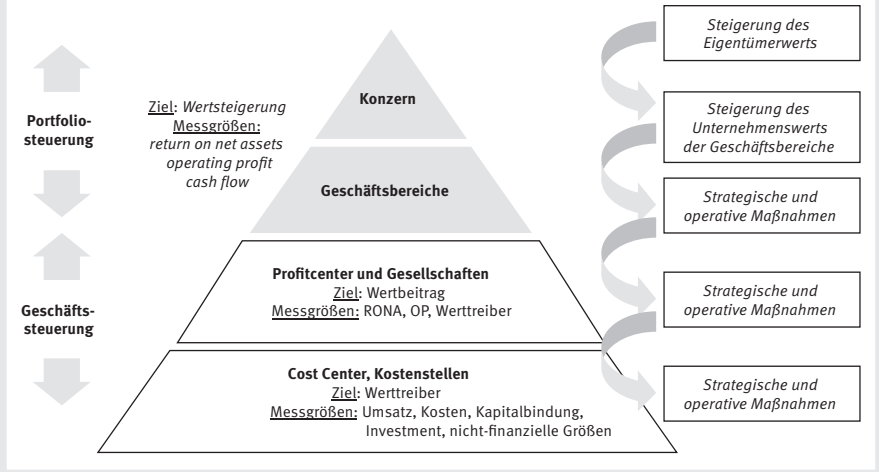

Abb. 5.2 Wertsteigerung als strategisches Oberziel[5]

Die **interne Anspruchshaltung** kann beispielsweise mit der Festlegung einer Vision beginnen. Eine Vision ist eine Vorstellung über die Zukunft des Unternehmens. Sie gibt Orientierung, einen Ansporn für die Mitarbeiter und sollte für sie auch plausibel und prägnant formuliert sein. Marketing-Slogans sind keine Vision, ebenso nicht das Ziel, mehr Rendite für die Eigentümer zu erwirtschaften.[6]

Die Vision als langfristige Erwartung sollte dann in eine interne Unternehmensplanung einfließen. Darin sind aus der Vision Erwartungen und Annahmen zu formulieren: welche Geschäftsentwicklung wird erwartet? Welche Überschüsse sollten daraus entstehen und welchen Unternehmens- und Eigentümerwert würde sich dann ergeben? Solche Erwartungen gründen oft auf Wachstumsannahmen. Unternehmen gehen davon aus, dass sie weiterwachsen können und das oft schneller als die Konkurrenz. Dem steht die empirische Tatsache entgegen, dass Unternehmensrenditen im Zeitablauf zum Mittelwert tendieren. Ein Wachstum stärker als der Branchendurchschnitt ist eher selten und wird auf Dauer auch nur sehr selten möglich sein.[7]

Die **externe Anspruchshaltung** der Kapitalmärkte drückt sich in den Marktwerten von Fremd- und Eigenkapital aus. Letzteres ist für unsere Diskussion von größerer Bedeutung. Bei börsennotierten Unternehmen kann die Anspruchshaltung sowohl rückschauend als auch vorausschauend mithilfe der Börsenwerte betrachtet werden.

Eine rückschauende Betrachtung kann beispielsweise an der Totalrendite der Aktionäre ansetzen. Die Totalrendite (oder total return to shareholders, TSR) ist definiert als:

$$TSR_t = \frac{Aktienkurs_t + Dividende_t}{Aktienkurs_{t-1}} \qquad (5.1)$$

[5] Quelle: *Hahn/Hungenberg* (2001), S. 990, mit Erweiterungen.
[6] Vgl. hierzu und nachfolgend ausführlicher *Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W.*, 2015, S. 16–32.
[7] Vgl. ebd. S. 33ff. sowie Abschnitt 3.1.3 und *Palepu, K. G./Healy, P. M./Peek, E.*, 2010.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die historische Entwicklung des TSR kann verglichen werden mit der Entwicklung der dahinterliegenden Umsatz- und Ertragsgrößen. Dies unter den Annahmen, dass beide zur selben Veränderungsrate kommen sollten und sofern Aktionäre auf den „fundamentalen" Wert des Unternehmens ausgedrückt durch die Ertragskraft reagieren. Am Beispiel des Unternehmens Daimler AG lässt sich der Zusammenhang illustrieren.[8] Im oberen Teil der Abbildung 5.3 sind die Entwicklung des TSR, der jährlichen Aktienkursveränderung, die Dividendenrendite und die Änderung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses abgebildet. Letzteres drückt das Verhältnis von Marktbewertung und Ertragskraft aus. Die Folgen der Finanzkrise 2008/2009 drückten sich mit einiger Verzögerung auf die Marktbewertung aus. Die Erholung ab 2010ff. im Konzernergebnis wurde dann in den Jahren 2011 bis 2013 eher zu euphorisch aufgefasst, was sich in hohen Bewertungen widerspiegelt. Mit den Jahren passten sich die Börsenbewertungen an die Dividendenrendite an.

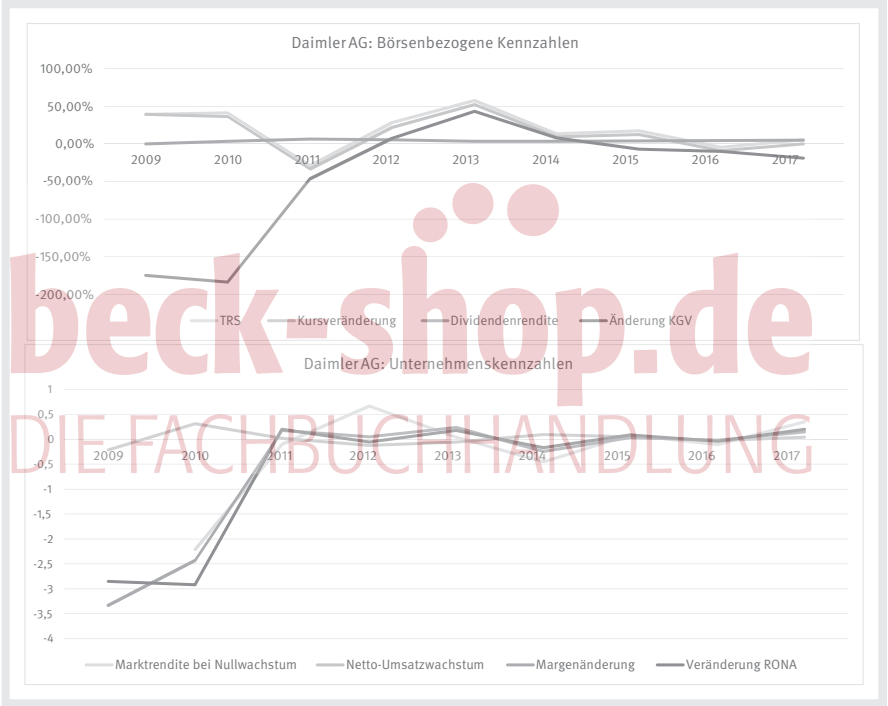

Abb. 5.3 *Dekomposition Total Return to Shareholder, Beispiel Daimler AG*[9]

Die unternehmensbezogenen Kennzahlen, die alle öffentlich zugänglich sind, erlauben es, die Markterwartung mit den fundamentalen Ergebnistrends zu vergleichen. Sowohl das Nettoumsatzwachstum (Umsatzwachstum abzüglich Veränderung Net operating assets NOA), die Margenveränderungen als auch die Rendite auf das investierte Vermögen (NOA) verlaufen recht parallel wenn auch etwas gegenläufig

[8] Weitere Details finden sich bei *Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W.*, 2015, S. 43ff., und verschiedenen Beraterfirmen. Die Berechnungen und Darstellungen sind jedoch eher uneinheitlich.
[9] Datenbasis: https://www.daimler.com/investoren/kennzahlen/zehnjahresuebersicht.html [20.08.18], eigene Berechnungen; siehe dazu Online-Materialien unter http://www.vahlen.de/24132331.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

schwankend. Der aus der Finanzkrise stammende Verlust im Jahr 2009 wirkt in den Folgejahren bei der Rendite (RONA), der Margenänderung als auch der sogenannten Marktrendite des Nullwachstums nach. Letzteres ist das Verhältnis des Ergebnisses zum Unternehmenswert des Vorjahres und drückt die Rendite aus, die im laufenden Jahr für die Kapitalgeber erzielt wurde. Man erkennt hier, dass die Kapitalmärkte weniger auf die Umsatzentwicklung sehen, die mit Ausnahme 2009 stetig nach oben ging, sondern auf die Ergebnisentwicklung. Weiterhin sieht man, dass die Marktbewertung sich nach einiger Zeit bei relativ gleichmäßigem Trend auch an diesen Trend anpasst. Sie wirkt jedoch eher unruhiger und mit größeren Schwankungen.[10]

Für eine vorausschauende Betrachtung lässt sich beispielsweise die implizite Wachstumsrate der freien Cashflows ermitteln.[11] Sie ergibt für Daimler anhand der Daten 2009 bis 2017 einen Wert von 23 %, der deutlich sowohl über dem geometrischen Mittel der Aktienkursveränderung von 10 % als auch der Umsatzveränderung von 5 % liegt. Die überhöhten Erwartungen um das Jahr 2010 führten dazu, dass die historische TSR-Änderung negativ war und bei -20 % liegt. In Summe erscheint die implizite Wachstumsrate sehr hoch. Es ist fraglich, ob das für die künftigen Jahre so realisierbar sein wird oder ob es nicht doch realistischer ist, von einer Regression zum Mittelwert auszugehen. Sollte man bei dem ambitionierten Ziel bleiben wollen, wäre es nötig abzuschätzen, welche Initiativen und Investitionen schon vorhanden sind oder noch benötigt werden, um diese Ziele zu erreichen.

Um solche Ziele zu erreichen, bieten sich aus strategischer Sicht vier Hebel an. Diese **Wertsteigerungshebel** entsprechen strategischen Handlungsfeldern, über die der Eigentümerwert beeinflussbar ist. Sie dürfen nicht mit Werttreibern verwechselt werden. Letztere bezeichnen konkrete Indikatoren und Kennzahlen. Die Hebel sind allgemeiner Natur. Abbildung 5.4 zeigt die Werthebel im Überblick:

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

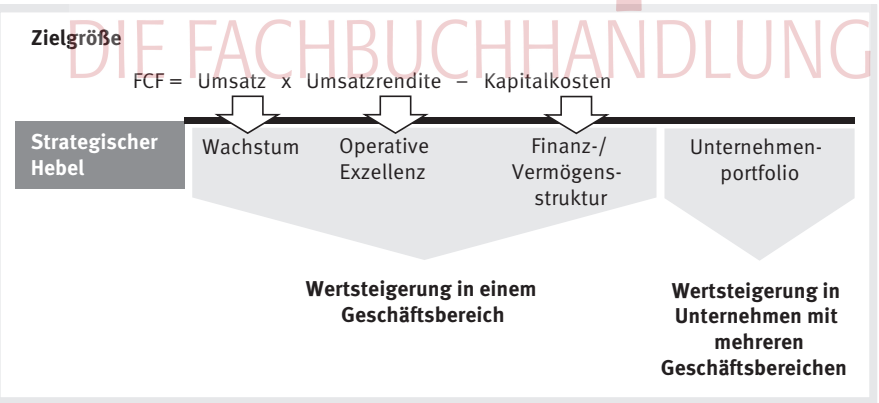

Abb. 5.4 Strategische Werthebel zur Wertsteigerung[12]

[10] Zu diesem Ergebnis gelangt auch *Shiller* (2000), S. 20, nach einer Analyse der US-amerikanischen, börsennotierter Unternehmen im Zeitraum von 1871 bis 2000.
[11] Vgl. zur Ermittlung allgemein *Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W.*, 2015, S. 43, zum Unternehmensbeispiel sei auf die Online-Materialien unter http://www.vahlen.de/24132331 verwiesen.
[12] Quelle: *Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W.*, 2015, S. 72.

5.2.2 Wertsteigerungshebel Wachstum

Wachstum bezieht sich hier auf Umsatz- und Gewinnsteigerungen des Unternehmens. Es ist ein „organisches Wachstum", da es von der gegebenen internen und externen Situation des Unternehmens ausgeht und nicht durch Zukäufe erzielt werden soll. Wachstum durch Zukäufe von Unternehmen ist hier unter dem Hebel „Portfoliosteuerung" (Abschnitt 5.2.4) subsumiert.

Durch Umsatz- bzw. Gewinnsteigerung ergibt sich nach der Logik des Ertragswerts- und DCF-Verfahrens eine Steigerung der operativen Erträge bzw. der freien Cashflows, was wiederum zu einer Wertsteigerung führen soll. Empirisch nachweisbar ist, dass Gewinnsteigerungen, nicht die Gewinnhöhe selbst, häufig zu steigenden Kursen führen. Erklärbar wird diese Korrelation durch die Annahme, dass die Marktteilnehmer steigende Gewinne in zunehmend positive Erwartungen über das Unternehmen übersetzen. Die entsprechend steigende Aktiennachfrage erhöht dann den Börsenkurs, wodurch sich die Prophezeiung zum Teil selbst erfüllt.[13] Eine Zunahme von Gewinnen ist dabei allgemein leichter über eine Umsatzzunahme erreichbar als über die Verbesserung der Umsatzrendite. Für ersteres reicht es oft, das vorhandene Absatzpotenzial zu erschließen, während die Margenverbesserung nur durch aufwendigere Strukturoptimierungen im Unternehmen möglich ist.[14]

Die Wachstumsmöglichkeiten von Unternehmen hängen unter anderem auch von der Entwicklungsphase des Unternehmens bzw. der Märkte, in denen sie operieren, ab. Junge Unternehmen weisen anfangs höhere Wachstumsraten auf, während Umsätze und Gewinne absolut gesehen gering sind, verglichen mit späteren Konsolidierungs-, Stagnations- oder gar Schrumpfungsphasen. Ebenso verhält es sich mit Märkten. Treten zu Anfang hohe Marktzuwachsraten auf, ist über kurz oder lang mit einer Sättigung des Marktes zu rechnen. Es kommt zum Verdrängungswettbewerb, der ein Wachstum kaum noch ermöglicht bzw. sehr teuer werden lässt. Die folgende Abbildung 5.5 zeigt die Entwicklung des Telekommunikationsmarktes in Deutschland und illustriert das eben beschriebene Phänomen.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Wesentliche Wachstumschancen lassen sich nach Ansicht vieler Unternehmen und Wissenschaftler nur noch im Ausland realisieren, da viele Heimatmärkte eher stagnieren, wie das auch am Telekommunikationsmarkt deutlich wird (Abb. 5.5). So zeigen auch die Direktinvestitionen seit Jahren ein Ungleichgewicht zu Gunsten der Expansion ins Ausland.

Aufschlussreich ist die Analyse der kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen eines Unternehmens. **Kurzfristige Wachstumserwartungen** gehen von den heute bereits genutzten bzw. bekannten Erfolgspotenzialen aus und berücksichtigen auch die oben erwähnten Wachstumszyklen von Unternehmen. **Langfristige Wachstumserwartungen** fußen auf noch nicht näher bekannten, aber zu erwartenden Erfolgspotenzialen, die das Unternehmen dann aufbaut und nutzt, wenn wie zu erwarten, die bekannten Erfolgspotenziale sich abgenutzt haben. Beide, kurz- und langfristige Wachstumserwartungen können dann mit den Erwartungen des Kapitalmarkts kontrastiert werden. Abbildung 5.6 zeigt den Zusammenhang schematisch auf. Jedoch

[13] Vgl. *Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W.*, 2015, S. 102ff., und *Shiller* (2000), S. 21. Zum Abgleich zwischen unternehmensinterner Erwartung und Markteinschätzung siehe auch Abschnitt 5.3.3 am Beispiel des Market Value Added.
[14] Vgl. hierzu ausführlicher *Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W.*, 2015, S. 102ff.

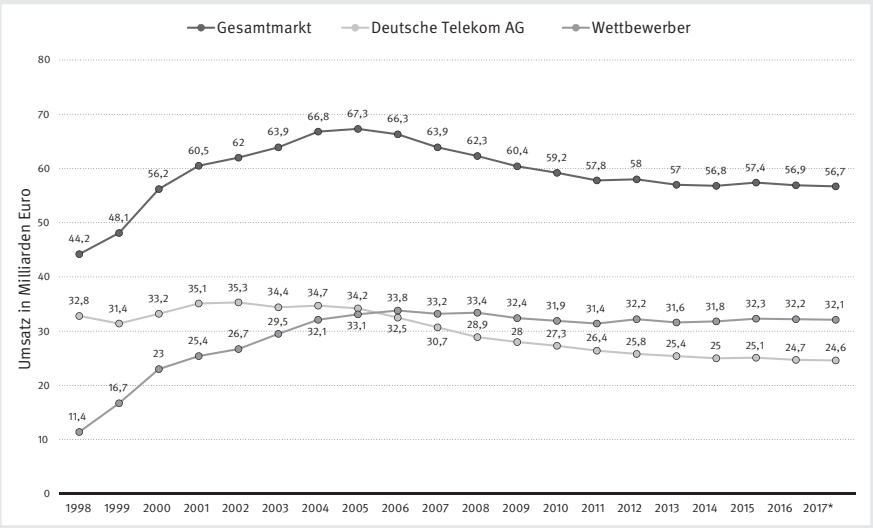

Abb. 5.5 Entwicklung Telekommunikationsmarkt Deutschland[15]

muss wiederum die bereits angesprochene Regression zum Mittelwert beachtet werden: Nur wenige Unternehmen schaffen ein dauerhaftes über dem Branchenschnitt liegendes Wachstum.[16] Es besteht die Gefahr überzogener und unerfüllbarer Erwartungen – sowohl auf Seiten von Investoren als auch von Managern.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

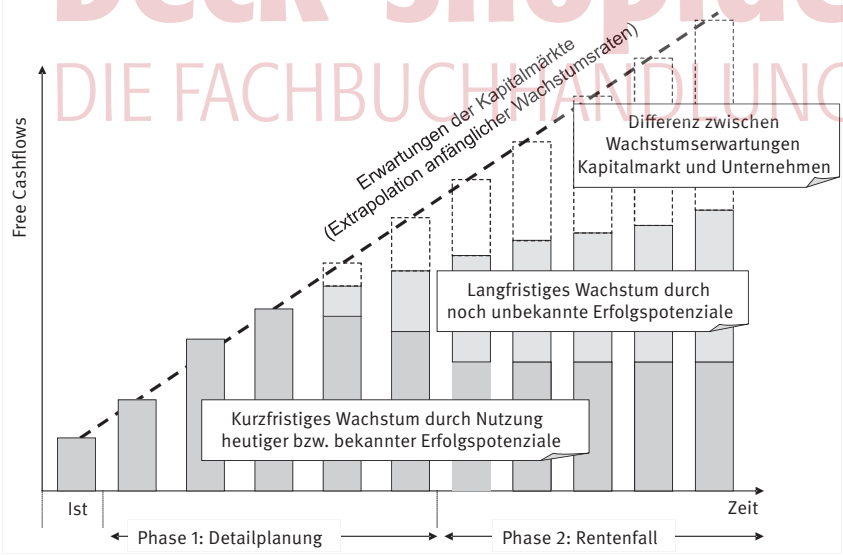

Abb. 5.6 Kurz- und langfristige Wachstumserwartungen (schematisch)

[15] Quelle Grafik: Statista.de [20.08.2018]. Daten entstammen der Bundesnetzagentur.
[16] Vgl. auch *Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W.*, 2015, S. 110.

Zur Realisierung des angestrebten Wachstums muss das Top-Management entsprechende **kurzfristige** und langfristige **Wachstumsstrategien** erarbeiten. Kurzfristige Wachstumsstrategien setzen an den bisherigen Geschäftsfeldern an und definieren geschäftsfeldspezifische, konkrete Maßnahmen zur Steigerung des Umsatz- und Gewinnwachstums. Es kann hilfreich sein, die kurzfristigen Strategien nach Geschäftsfeldtypen zu unterscheiden:[17]

- **Kerngeschäfte**: Sie sind gegenwärtig „Cash Cows", besitzen jedoch kaum noch Wachstumspotenzial. Ziel sollte es sein, dieses Potenzial noch abzuschöpfen und die Profitabilität zu erhöhen. Ein rechtzeitiger Ausstieg aus dem Geschäftsfeld ist erfolgskritisch
- **Wachstumsgeschäfte**: In der näheren Zukunft ist mit einem deutlichen Wachstum zu rechnen. Sie benötigen dafür jedoch auch erhebliche Investitionen. Es kommt darauf an, die Wachstumschancen zu nutzen um entsprechende Umsatzsteigerungen zu realisieren.
- **Zukunftsgeschäfte**: Sie beschreiben Optionen für künftige Geschäftsfelder, gehen jedoch bereits über reine Ideen hinaus. Es existieren also bereits heute erste Studien, Projekte u.ä. Die Zukunftsgeschäfte sind zu fördern und sobald Marktchancen real werden auszubauen.

Langfristige Wachstumsstrategien sind naturgemäß erheblich allgemeiner, da die fernere Zukunft sehr unsicher ist. Einzelne Geschäftsfelder zu planen, die dann in bspw. acht Jahren begonnen und nach elf Jahren Gewinne abwerfen sollen, erscheint in der Regel nicht wirklich tragfähig. *Coenenberg* u.a. sehen als Hauptfaktoren zur Beeinflussung langfristigen Wachstums immaterielle Werte (intangible assets, intellectual capital) an. Dazu gehören zum Beispiel geistiges Eigentum in Form von Patenten o. ä., Marken, Netzwerke mit Lieferanten, Kunden oder anderen „stakeholdern" und talentierte Mitarbeiter. Durch geeignete Maßnahmen sollen diese immateriellen Werte entwickelt und für das Unternehmen nutzbar gemacht werden.[18]

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

5.2.3 Wertsteigerungshebel Operative Exzellenz

Wirtschaftliche Prozesse zur Herstellung und Vertrieb eines Produktes oder einer Dienstleistung sind eine Grundbedingung unternehmerischer Existenz. Die reine Existenzsicherung ist jedoch nicht das Ziel. Es geht um das Erreichen und Übertreffen der von den Investoren geforderten Rendite. Dazu sind vorhandene Prozesse so zu optimieren, dass sie einerseits strategisch richtig ausgerichtet sind (Effektivitätsziel) und andererseits wirtschaftlicher werden (Effizienzziel). Die erzielten Kostenvorteile können zum Teil an Kunden weitergegeben werden, um deren Nutzen und damit die Kundenbindung zu erhöhen. Ziel muss es sein, Prozesse permanent weiterzuentwickeln, da auch die Wettbewerbs- und Marktsituation sich weiterentwickelt.[19]

Hintergrund für das Streben nach operativer Exzellenz ist letztlich die Verbesserung der relativen Wettbewerbsvorteile. Letztere bilden sich aus der Stellung des eigenen Unternehmens relativ zum Wettbewerb in Bezug auf Kundennutzen und Kosten-

[17] Vgl. hierzu und nachfolgend ebd. S. 111ff.
[18] Vgl. ebd. S. 124ff.
[19] Vgl. ebd. S. 143ff.

strukturen.[20] Damit versuchen Unternehmen auch, eine optimale Betriebsgröße zu erreichen, das ist eine die ein optimales Verhältnis von Kosten zu Umsatz aufweist.[21]

Operative Exzellenz lässt sich beispielhaft in drei Schritten realisieren:[22]

1. Konzentration auf die wesentlichen Prozesse
Aus der Vielzahl an Aufgaben, Tätigkeiten und Abläufen im Unternehmen müssen jene identifiziert werden, die für den Unternehmenserfolg entscheidend sind. Das ist alles andere als eine einfache Aufgabe bedingt durch die Vielgestaltigkeit und Komplexität der Zusammenhänge. Hier helfen oft nur Erfahrung und die Einbindung von Mitarbeitern unterschiedlicher Fachgebiete. Hinweise auf die Wesentlichkeit von Prozessen geben die Höhe der Prozesskosten, die Dauer von Prozessen und die Zahl und Schwere von erkannten Problemen.

2. Messung und Zielvorgabe für die ausgewählten Prozesse
Operative Exzellenz hat das Ziel die Produktivität und Wirtschaftlichkeit der Prozesse zu verbessern. Also sind die identifizierten Prozesse mit entsprechenden Kennzahlen zu analysieren. Diese Prozesskennzahlen werden sich meist auf die Dimensionen Kosten, Zeit und Qualität beziehen. Daneben spielt jedoch auch die strategische Bedeutung des Prozesses eine Rolle, die sich nicht unbedingt quantitativ erfassen lässt. Gerade die Vorgabe von Optimierungszielen bestehender Prozesse oder neuer Sollprozesse sollte sich weniger an operativen Verbesserungen als an der Ausrichtung am Wettbewerb, Markt und technischen Fortschritt orientieren. Dazu können Instrumente wie das Benchmarking, Wettbewerberanalysen, Target Costing und Erfahrungskurven eingesetzt werden.

3. Realisierung der Prozessziele durch Organisationsentwicklung
Prozesse zu verbessern bedeutet in der Regel, sie in irgendeiner Weise zu einfachen bzw. ihre Kosten zu senken. Hierbei dominiert meist eine sehr „technokratische" Sichtweise. Man verschiebt Aufgaben zwischen Abteilungen oder führt neue EDV-Systeme zur Prozessbeschleunigung ein. Unbenommen sind diese Maßnahmen wichtig, sie sind jedoch unvollständig, wenn nicht gleichzeitig die Verantwortlichkeiten und Anreizsysteme angepasst werden. Auf diesen Punkt wird weiter unten noch einmal eingegangen.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Aus der Praxis: Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG[23]

Anfang der 1990er-Jahre befand sich der Sportwagenhersteller in einer tiefen Krise. Innerhalb weniger Jahre sank der Absatz auf 14.000 Einheiten im Jahr 1993. Im bisher besten Jahr 1986 stellte das Unternehmen dagegen 50.000 Fahrzeuge her. Der 1993 neu berufene Vorstandsvorsitzende Dr. Wendelin Wiedeking erkannte die Hauptprobleme in den ineffizienten Produktionsprozessen und einer verfehlten Modellpolitik. Zur Reorganisation der Produktion griff er auf japanische Produktionsmethoden zurück, insbesondere das Konzept der schlanken Produktion (lean production). Zusammen mit japanischen Experten wurden Produktionsprozesse vereinfacht, die Fertigungstiefe reduziert und Lagerbestände abgebaut. Dies alles über einen mehrjährigen und noch an

[20] Vgl. *Besanko, D.* u. a., 2015, S. 280f.
[21] Vgl. *Münter, M. T.,* 2018, S. 231.
[22] Vgl. hierzu und weiterführend *Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W.,* 2015, 145ff.
[23] Quelle: Industry Week 21.02.2000, gekürzt und übersetzt durch den Autor.

dauernden kontinuierlichen Verbesserungsprozess, der insbesondere die Mitarbeiter einbezieht und ihnen mehr Verantwortung gibt. Zusammen mit der Einführung neuer Modelle in Rekordzeit wie dem Porsche Boxster gelang die Rückkehr auf einen Weg kontinuierlich steigender Gewinne und Absatzzahlen.

5.2.4 Wertsteigerungshebel Finanz- und Vermögensstruktur

Die Finanz- und Vermögensstruktur beschreibt die im Unternehmen gebundenen Vermögenswerte und deren Finanzierung. Wie bei der Ermittlung des Eigentümerwerts unmittelbar einsichtig, ist sie eine wesentliche Determinante desselben. Ziel des dritten Wertsteigerungshebels ist die Erreichung eines möglichst geringen Kapitaleinsatzes und geringer Kapitalkostensätze. Eine Senkung des gebundenen Kapitals erhöht die Rendite sowie die Liquidität des Unternehmens. Die Ansatzpunkte dieses Werthebels variieren von Branche zu Branche. In personalintensiven Unternehmen spielt er kaum eine Rolle, im Handel ist vor allem das Umlaufvermögen im Fokus während in der Industrie primär das Anlagevermögen zu optimieren ist.[24]

Im Einzelnen finden sich folgende Ansatzpunkte:

a) Optimierung der Nettoforderungsposition
b) Abbau von Lagerbeständen
c) Reduktion von Anlagevermögen
d) Anpassung der Kapitalstruktur
e) Senkung von Zinserwartungen der Fremd- und Eigenkapitalgeber

Zu a) Optimierung der Nettoforderungsposition

Die Nettoforderungsposition ist die Differenz aus Kundenforderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Es leuchtet unmittelbar ein, dass das Unternehmen ein Interesse daran haben muss diese Größe möglichst klein zu halten, um nicht zusätzliche Liquidität zu binden. Gerade in stark wachsenden Unternehmen entstehen schnell Liquiditätsengpässe. Gegensteuern kann ein Unternehmen durch die Vereinbarung entsprechender Zahlungsbedingungen mit Kunden und Lieferanten, Beschleunigung der Fakturierungs- und Mahnprozesse und das Ausnützen von Zahlungskonditionen mit Lieferanten.

Zu b) Abbau von Lagerbeständen

Die Reduktion von Lagerbeständen ist in allen produzierenden Unternehmen und im Warenhandel seit Jahren ein aktuelles Thema. Industrieunternehmen ließen sich durch die Erfolge japanischer Unternehmen inspirieren, die in Lagerbeständen nicht, wie es in europäischen Unternehmen bis dato der Fall war, eine Art „Schmiermittel" für den reibungslosen Produktionsprozess sahen. In Japan standen Lagerbestände als Hinweise auf Fehler durch eine nicht harmonisierte Produktion. Im Handel entstanden bald ähnliche Bestrebungen den Warendurchsatz zu erhöhen und die Bestände sowie die Zulieferung und Produktion besser an die Nachfrage anzupassen.

Der Gedanke der Optimierung von Beständen und Logistikprozessen taucht dementsprechend in so unterschiedlich bezeichneten Konzepten wie Just in Time, Lean Ma-

[24] Vgl. hierzu und nachfolgend *Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W.*, 2015, S. 167ff.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

nufacturing, Kaizen, Efficient Consumer Response etc. auf. Sie alle tragen, ob direkt beabsichtigt oder nicht, durch die Verringerung der Kapitalbindung zur Wertsteigerung bei. Viele Unternehmen haben in den letzten Jahren ihre Lagerbestände reduziert.[25] Damit ging jedoch nicht unbedingt eine gestiegene Profitabilität einher.[26] Vielmehr scheinen profitablere Firmen eher höhere Lagerbestände zu halten, nicht zuletzt, um Leistungsprozesse effektiv und effizient durchführen zu können. Diese empirischen Befunde widersprechen also einer Null-Bestandsidee. Bestände sind keineswegs Anzeichen für „Fehler", sondern eben auch nötig für das Funktionieren eines Unternehmens. Eine zu starke Reduktion ist vermutlich kontraproduktiv.

Zu c) Reduktion von Anlagevermögen
In größeren und über längere Zeit gewachsenen, von Krisen verschonten Unternehmen ist das Anlagevermögen oft größer als unbedingt nötig. Die Beschränkung auf das wirklich betriebsnotwendige Vermögen reduziert die Kapitalbindung und erhöht damit den Unternehmenswert.

Die Bewertung des Anlagevermögens erfolgt möglichst zu Marktwerten (Verkehrswerten) analog dem Vorgehen bei der Unternehmenswertermittlung.

In einem ersten Schritt wird man versuchen, sich einen vollständigen Überblick über alle Vermögenswerte zu machen. Dabei wird man auch auf stille Reserven stoßen. Deren Aufdeckung, das heißt dem Ausweis des höheren Marktwerts im Vergleich zum Buchwert, kann Investoren zusätzliche Informationen über die Werthaltigkeit des Unternehmens geben. Nach der Inventur des Anlagevermögens ist zu prüfen, welche Vermögenswerte betriebsnotwendig sind und welche nicht. In diese Entscheidung fließen Überlegungen ein der Art:

- Welche Vermögenswerte dienen den strategischen Zielen des Unternehmens?
- Welche sind für die operativen Prozesse der Leistungserstellung nötig?
- Welche Kapazitäten werden benötigt und wie können bestehende besser genutzt werden?
- Wie können die nicht mehr benötigten Vermögenswerte anderweitig verwendet oder nutzbringend verkauft werden?

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Daran anknüpfend lassen sich dann Vorgaben für die künftige Investitionspolitik entwickeln bis hin zu Fragen des Fremdbezugs oder der Finanzierungsform für Investitionen wie bspw. Leasing.

Zu d) Anpassung der Kapitalstruktur
Die Kapitalkosten des Unternehmens hängen von der gewählten Finanzierung und dem Geschäftsrisiko ab. Sie zu senken gelingt über die Änderung der Kapitalstruktur bzw. über die Reduktion des Kapitalkostensatzes (siehe Punkt e).

Die unternehmensspezifische Kapitalstruktur als das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital hängt von einer ganzen Reihe von Faktoren ab. Mit die wichtigsten sind das Geschäftsrisiko aber auch die jeweiligen Entscheidungen des Managements. Eine analytisch herzuleitende, optimale Kapitalstruktur gibt es nicht.

[25] Vgl. *Obermaier, R.*, 2012.
[26] Vgl. hierzu *Obermaier, R./Donhauser, A.*, 2012.

Eine hohe Eigenkapitalquote führt zu entsprechend hohen Mindestrenditeforderungen und setzt das Unternehmen unter hohen Leistungsdruck. Außerdem nutzt das Management nicht die Vorteile der Hebelwirkung des Fremdkapitals sowie des Steuerschilds aus. Andererseits bewahrt es jedoch eine größere Unabhängigkeit von Fremdkapitalgebern, beispielsweise durch mehr Flexibilität bei der Finanzierung von Investitionen. Das hohe Eigenkapital federt größere Risiken besser ab.

Eine hohe Verschuldung kann nur dann unkritisch sein, wenn das Geschäftsrisiko gering ist und nur wenig Eigenkapital zur Risikopufferung nötig ist. Es droht jedoch bereits bei kleineren Liquiditätsengpässen die Insolvenz aufgrund Illiquidität. Andererseits nutzt das Unternehmen die Hebelwirkung des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalrendite stark aus.[27] Ein weiterer Vorteil der höheren Verschuldung ist die Begrenzung von Agency-Kosten für die Eigentümer. Da Fremdkapital meist zeitlich begrenzt zur Verfügung steht und regelmäßige Kapitaldienste zu leisten sind, ist das Management gezwungen, entsprechende Zahlungsüberschüsse zu erwirtschaften. Es wird also stärker unter Erfolgsdruck gesetzt, welcher durch eine steigende Profitabilität auch den Eigentümern zugutekommt.

Zu e) Senkung der Zinserwartungen der Fremd- und Eigenkapitalgeber
Die Zinserwartungen der Fremdkapitalgeber hängen, neben dem allgemeinen Zinsniveau an den Kapitalmärkten, hauptsächlich von der Bonität des Schuldners ab. Auf den Punkt gebracht heißt das, das Unternehmen kann Fremdkapital nur dann günstiger erhalten, wenn es ein besserer Schuldner wird.

Um die Bonität des Unternehmens zu verbessern, muss das Unternehmen versuchen, die Einschätzungen der Kreditgeber zu verändern. Diese richten ihr Bonitätsurteil neben dem bisherigen Zahlungsverhalten eines Schuldners auch an den Prognosen und Erwartungen des Managements sowie den offerierten Sicherheiten und Vertragskonditionen aus. Hier deutet sich bereits ein möglicher Zielkonflikt zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern an. Die Verbesserung der Bonität mag den Marktwert des Fremdkapitals erhöhen, damit geht jedoch nicht unbedingt auch eine Steigerung des Eigentümerwerts einher.[28]

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Für die erwartete Rendite der Eigentümer spielt das Geschäftsrisiko des Unternehmens eine Rolle. Dieses hängt zunächst von der Branche an, in der das Unternehmen tätig ist. Eine Senkung wäre dann nur über den Wechsel der Branche möglich, was eher selten geschieht. Hier relevanter sind die unternehmensspezifischen Risiken, die aus den Risiken des Managements und der Organisation, Risiken des leistungswirtschaftlichen Bereichs sowie in Risiken des finanzwirtschaftlichen Bereichs entstehen.[29] Unternehmen, die international tätig sind, sehen sich hier noch weitergehenden Risiken gegenüber, so bspw. Währungsrisiken oder politischen Risiken. Für das Management solcher Risiken wurden zahlreiche Konzepte entwickelt, auf die in Kapitel 8 näher eingegangen wird.

[27] So werden viele Firmenübernahmen mit Fremdkapital finanziert, um für die Eigenkapitalgeber hohe Renditen zu erwirtschaften. Das funktioniert jedoch nur, wenn das gekaufte Unternehmen rasch profitabel wird oder sofort zerschlagen und verkauft wird.
[28] Vgl. hierzu näher *Kürsten, W.*, 2000.
[29] Vgl. den Überblick bei *Schierenbeck, H./Lister, M.*, 2001, S. 332.

5.2.5 Wertsteigerungshebel Portfoliosteuerung

5.2.5.1 Wertorientierte Portfolio-Techniken

Portfoliosteuerung ist das Management der Geschäftsbeteiligungen und Geschäftsfelder eines Unternehmens. Die Kernfrage ist dabei, in welchen Branchen und Märkten das Unternehmen tätig sein soll. Welche Aktivitäten sollen selbst betrieben werden, welche sind hinzuzukaufen und welche ggf. zu veräußern? Die Antworten auf diese Fragen soll das Management im Licht der Wertsteigerung treffen.

In Wissenschaft und Praxis wurde eine ganze Reihe von Portfolio-Techniken entwickelt. Sie sollen es erlauben, die einzelnen Geschäftsfelder unter dem Gesichtspunkt der Wertsteigerung im Überblick zu erfassen sowie Strategien abzuleiten, wie der Gesamtwert des Unternehmens über die Veränderung der Geschäftsfelder gesteigert werden kann. Portfolios dienen zum einen der Komplexitätsreduktion und zum anderen der Einordnung von Geschäftsfeldern, um dadurch Normstrategien abzuleiten.

Zu den bekanntesten Portfolio-Techniken zählt das von der *Boston Consulting Group* erarbeitete **Marktanteils-Marktwachstums-Portfolio**. Es wurde ursprünglich entwickelt zur Gegenüberstellung der Stärken und Schwächen der Geschäftsfelder eines Unternehmens mit den Marktchancen. Die so vorgenommene Einordnung der Geschäftsfelder erlaubt die Ableitung von Normstrategien, in welche Geschäftsfelder zu investieren bzw. zu desinvestieren ist. Die erste, unternehmensinterne Dimension wird über den relativen Marktanteil gemessen. Er ist das Verhältnis aus Marktanteil des eigenen Unternehmens und Marktanteil des größten Konkurrenten. Die zweite Dimension soll die Marktchancen und -risiken abbilden. Dazu ist im Portfolio das reale Marktwachstum einzutragen. Insgesamt sieht das Portfolio wie folgt aus (siehe Abbildung 5.7). [30]

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

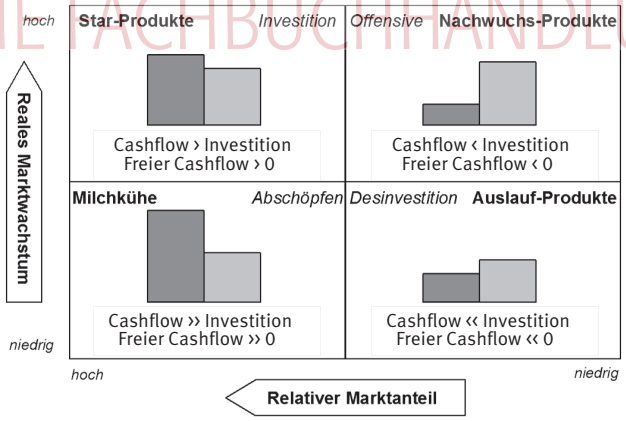

Abb. 5.7 Marktanteils-Marktwachstums-Portfolio[30]

[30] Quelle: leicht modifiziert nach *Günther, T.*, 1997, S. 343.

Durch die Einordnung der einzelnen Geschäftsfelder in die vier Quadranten lässt sich erkennen, welche davon finanzielle Überschüsse erwirtschaften – vor allem „Milchkühe", teilweise auch „Star-Produkte" –, die dann andere Geschäftsfelder für ihr Wachstum benötigen bzw. aufgrund ihrer geringen Profitabilität konsumieren, als da sind die Nachwuchs- bzw. Auslauf-Produkte. Folgerichtig lassen sich aus diesem unternehmerischen Finanzausgleich Normstrategien ableiten, die in Abbildung 5.7 in den Quadranten kursiv gekennzeichnet sind. Neben der eben genannten Quersubventionierung der Geschäftsfelder ist auch darauf zu achten, dass in einer Längsschnittbetrachtung jedes Geschäftsfeld sich in seinem Lebenszyklus von einem Nachwuchs-Produkt mit negativem Free Cash Flow zu einem Star-Produkt und schließlich zu einer Milchkuh entwickelt, bevor es dann beendet wird. Nur dann ist eine dauerhafte und wertsteigernde Unternehmensexistenz gesichert.

Der Zusammenhang des Marktwachstums-Marktanteils-Portfolios mit dem Konzept des Shareholder Value zeigt sich über die Beurteilung der gegenwärtigen und künftigen Free Cash Flow-Situation:[31]

- Im Portfolio sind die derzeitigen Free Cash Flow-Situationen aufgeführt. Diese können mit den angestrebten Zielen verglichen werden und es zeigt sich der derzeitige Finanztransfer zwischen Geschäftsfeldern.
- Geht man von einem idealtypischen Lebenszyklus eines Geschäftsfeldes aus, so kann man eine Prognose künftiger Free Cash Flows und damit der Zukunftserfolge wagen.
- Schließlich kann die derzeitige bzw. prognostizierte Ausgewogenheit des Portfolios beurteilt werden. Sowohl jetzt als auch in Zukunft. So mag ein Unternehmen heute über hohe freie Cashflows verfügen, sofern es jedoch nicht genügend Nachwuchs-Produkte besitzt, die zu künftigem Wachstum führen, wird der freie Cashflow der Zukunft abnehmen.[32]

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Neben der Nutzung bereits bekannter Portfolio-Konzepte aus der strategischen Planung wurden auch speziell auf die Wertorientierung abzielende Instrumente entwickelt.[33] Sie basieren auf den wesentlichen Einflussfaktoren auf den Unternehmenswert, d.h. den Werttreibern eines Geschäftsfeldes. Die Werttreiber ergeben sich aus der Ermittlung des Unternehmenswert als:[34]

- Wachstum
- Investitionen
- Kapitalkostensatz
- Dauer der Wertsteigerung

Ein werttreiberorientiertes Portfolio sollte demgemäß die oben genannten Faktoren abbilden, wobei immer notgedrungen Vereinfachungen vorzunehmen sind. In der Literatur findet sich eine Reihe von Vorschlägen. Aus diesen Instrumenten und dem zugrunde liegenden Wertsteigerungsmodell schälen sich u. E. folgende Kennzahlen heraus, die zur Beurteilung von Geschäftsfeldern dienen und aus denen verschiedene Portfolios konstruierbar sind.

[31] Vgl. *Günther, T.,* 1997, S. 345ff.
[32] Siehe auch den oben beschriebenen Werthebel „Wachstums".
[33] Vgl. den Überblick ebd. S. 348ff.
[34] Vgl. Abschnitt 5.3.

Zunächst ist die aktuelle **Überrendite** ein wichtiger Maßstab für die derzeitige Performance eines Geschäftsfelds. Da für Geschäftsfelder nur selten Kapitalstrukturen bekannt sind, sollte man von einem Gesamtkapitalansatz ausgehen. Die Verwendung der Überrendite statt bspw. der Gesamtkapitalrendite hat auch den Vorteil die unterschiedliche Risikoposition von Geschäftsfeldern mitberücksichtigen zu können. Die Überrendite errechnet sich zu:

$$r_{Ü,j,t}^{GK} = \frac{RI_t - \phi IK_t \times k_{WACC}}{\phi IK_t} \times 100 \qquad (5.2)$$

Mit:

$r_{Ü,j,t}^{GK}$ Überrendite, Gesamtkapitalansatz, in [%] der Periode t für das Geschäftsfeld j.

$RI_{j,t}$ Residualgewinn des Geschäftsfelds j in der Periode t

ϕIK_t Durchschnittliches, investiertes Kapital des Geschäftsfelds j zu Buchwerten[35] der Periode t

k_{WACC} Gewichteter Kapitalkostensatz für das Gesamtkapital. Oft einheitlich für alle Geschäftsfelder, kann jedoch auch je Geschäftsfeld definiert werden, um dessen spezifisches Risiko abzubilden.

Die zweite Kennzahl ist die **Investitionsquote**. Sie beschreibt das Wachstum des Geschäftsfelds und ist definiert als:[36]

$$Investitionsquote = \frac{Cashflow\ aus\ Investitionstätigkeit}{Abschreibungen} \qquad (5.3)$$

Eine Investitionsquote von größer Eins deutet auf ein expandierendes Geschäftsfeld hin. Beträgt sie genau Eins, so werden Ersatzinvestitionen in Höhe des Werteverzehrs vorgenommen. Bei einer Quote kleiner Eins handelt es sich um ein schrumpfendes Geschäftsfeld.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die dritte Kennzahl ist der **Freie Cashflow** (FCF). Er zeigt an, welche Zahlungsüberschüsse erwirtschaftet werden, die an die Kapitalgeber – hier Fremd- und Eigenkapitalgeber – ausschüttbar sind.

Die **Wachstumsrate** als vierte Kennzahl soll die unternehmensexterne Sichtweise abbilden. Sie ist das Verhältnis aus Umsatzwachstum des Geschäftsfelds in Bezug auf die Entwicklung des relevanten Marktes.

Schließlich muss auch die langfristige Erfolgserwartung mitberücksichtigt werden. Da für jedes Geschäftsfeld im Rahmen des wertorientierten Controllings auch ein eigener Geschäftsfeldwert (i.S.d. Unternehmenswerts) errechnet wird, kann aus ihm auch die geplante, durchschnittliche Rendite des Geschäftsfelds ermittelt werden.[37] Die Ermittlung sollte nicht mit der internen Zinsfußmethode erfolgen, da sie eine unrealistische Wiederanlageprämisse enthält. Das Ergebnis der Berechnung ist die **Shareholder Value-Überrendite**:[38]

[35] Vgl. auch ebd. S. 371, der allerdings historische Werte ansetzt, um Verzerrungen aufgrund der Altersstruktur zu vermeiden. Beim Residualgewinn werden jedoch Restbuchwerte verwendet.
[36] Vgl. *Coenenberg, A. G./Mattner, G. R.*, 2000, S. 1833f.
[37] Wie o.g. gehen wir hier vom Entity-Ansatz aus, deshalb ist der Geschäftsfeldwert kein Eigentümerwert. Eine Kenntnis von Kapitalstrukturen je Geschäftsfeld entfällt explizit. Implizit sind sie jedoch nötig, da man mit dem Gesamtkapitalkostensatz rechnet.
[38] Vgl. *Günther, T.*, 1997, S. 249.

$$r_{\ddot{U},j,Plan}^{GK} = \sqrt[t]{\frac{W_j^{Plan}}{IK_{j,t=0}^{Brutto}}} - 1 \qquad (5.4)$$

Mit:

$r_{\ddot{U},j,Plan}^{GK}$ Plan-Überrendite des Geschäftsfelds j

W_j^{Plan} Geplanter Wert des Geschäftsfelds j. Er ergibt sich über eine detaillierte Planung der Nettorückflüsse, analog zur Planung des Unternehmenswerts.

$IK_{j,t=0}^{Brutto}$ Ursprünglich investiertes Kapital in das Geschäftsfeld j

T Anzahl der betrachteten Perioden.

Anhand einiger Beispieldaten lassen sich die Darstellungsmöglichkeiten und Aussagekraft der Kennzahlen rasch erkennen. Gegeben sei ein Unternehmen mit fünf Geschäftsfeldern A bis E. Deren Kennzahlenwerte sind in Tabelle 5.1 aufgeführt.

Tab. 5.1 Beispieldaten für Portfolios

	Kennzahl	Über-rendite	Investi-tionsquote	Freier Cashflow	Wachs-tumsrate	Shareholder Value Überrendite
	Einheit	[% p.a.]	[ohne Einheit]	[TEUR]	[ohne Einheit]	[% p.a.]
Geschäftsfeld	A	4%	1,0	250	0,85	2,5%
	B	-2%	0,8	50	0,5	7,0%
	C	5%	2,5	-100	3,0	7,0%
	D	7%	0,9	80	0,9	4,0%
	E	-1%	0,9	-50	1,2	-2,0%

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Das erste aus den Beispieldaten konstruierte Portfolio stellt dem Freien Cashflow die aktuelle Überrendite gegenüber (Abbildung 5.8). Es lässt sich rasch erkennen, welche Geschäftsfelder Zahlungsüberschüsse erwirtschaften und ausreichend profitabel sind (Quadrant II) und welche aufgrund ihres Wachstums noch zusätzlichen Finanzbedarf haben (Quadrant III). In Anlehnung an das BCG-Portfolio könnte man hier von Cash Cows und Star-Produkten sprechen.

Erwirtschaften Geschäftsfelder zwar noch Zahlungsüberschüsse, reichen ihre Renditen jedoch nicht mehr zur Deckung der Kapitalkosten befinden sie sich in einer Phase des Niedergangs (Quadrant I). Positive Freie Cashflows können auch von zu geringen Investitionen herrühren, da das Management des Geschäftsfelds keine lohnenden Investitionsprojekte sieht. Es ist zu überlegen, ob man noch weiter die Finanzmittel abschöpft, um sie in andere Geschäftsfelder zu investieren oder ob man aus dem Geschäftsfeld aussteigt, so lange es aufgrund seiner Finanzüberschüsse für einen Käufer noch attraktiv ist.

Die ungünstigste Situation ist in Quadrant IV gegeben. Weder erwirtschaften die dort angesiedelten Geschäftsfelder Zahlungsüberschüsse, noch reichen ihre Renditen aus. Dies kann entweder ein neues Geschäftsfeld sein, das sich erst am Markt etablie-