

## Kompakt-Training Wertorientierte Unternehmensführung

Bearbeitet von  
Prof. Dr. Bernd Britzelmaier

2. Auflage 2013. Buch. 318 S. Kartoniert  
ISBN 978 3 470 59152 0

Wirtschaft > Betriebswirtschaft > Management, Consulting, Planung, Organisation,  
Steuern

Zu Inhaltsverzeichnis

schnell und portofrei erhältlich bei

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](http://beck-shop.de) ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

## 2. Unternehmensführung und Wertorientierung

Wertorientierung bedeutet, den Wert eines Unternehmens nachhaltig und permanent zu steigern. Ziel ist die dauerhafte Erzeugung und Erhöhung des Wertes für die Eigentümer (i. d. R. Aktionäre) des Unternehmens. In diesem Kapitel erfolgt eine Einordnung der Wertorientierung in Konzepte der Unternehmensführung.

Unter Unternehmensführung versteht man die Gestaltungs- und Steuerungsfunktion der Prozesse in einem Unternehmen – zur Koordination und zum zielgerichteten Ablauf. Außerdem umfasst sie die Entwicklung und Überwachung eines Unternehmens. Sie kann grundsätzlich institutional, funktional und dimensional interpretiert werden (vgl. dazu die Systematik bei *Olfert/Pischulti*).

Diese drei Sichtweisen sind nicht isoliert voneinander, sondern im Zusammenhang zu betrachten. Die institutionale Unternehmensführung beschreibt die Gesamtheit aller Führungsorgane als dispositiven Faktor, die weisungsbefugt sind. *Bleicher* differenziert die institutionellen Formen der Führung weiter in solchen mit originären und derivativen Aufgaben.

Die Tätigkeit der Führungsorgane selbst, also die Ausrichtung des Handelns der Individuen und Gruppen auf die Realisation vorgegebener Ziele, wird als funktionale Unternehmensführung bezeichnet. Die dimensionale Sicht der Unternehmensführung wird in der Betriebswirtschaftslehre unterschiedlich ausgelegt. *Müller-Stewens* beispielsweise unterscheidet strukturelle, personelle und prozessuale Dimensionen.

Weiterhin können verschiedene Merkmale erfolgreicher Unternehmensführung unterschieden werden, die sich in Führungsebenen, Führungsdimensionen und Führungsmerkmalen gliedern lassen (*Rahn*). Die Führungsebene wird in eine untere, mittlere und obere Führungsebene aufgeteilt. Führungsmerkmale können auf persönlicher Ebene (z. B. Führungseigenschaften) und institutioneller Ebene (z. B. Führungsstil) festgestellt werden.

## E. Economic Value Added™ und Market Value Added

Nach Studium dieses Kapitels sollten Sie

- ▶ das Konzept des EVA™/MVA verstehen und erklären können
- ▶ die Anwendungsbereiche sowie die Vor- und Nachteile der Konzepte kennen
- ▶ den EVA™/MVA ermitteln können (nach HGB und IFRS)
- ▶ die Unterschiede zwischen EVA™ und MVA kennen.

Das Kapitel hat folgende Strukturierung:

<b>Economic Value Added™ und Market Value Added</b>	Wertsteigerung durch Überrendite
	Modell des Economic Value Added™
	Ermittlung der Basisgrößen
	Konversionen
	Market Value Added als Gesamtunternehmenswert
	Kritik

### 1. Wertsteigerung durch Überrendite

Das Konzept des **Economic Value Added** (EVA™) wurde Anfang der 90er-Jahre von dem New Yorker Beratungsunternehmen Stern Stewart & Co. entwickelt. EVA™ ist ein eingetragenes Warenzeichen von Stern Stewart & Co.

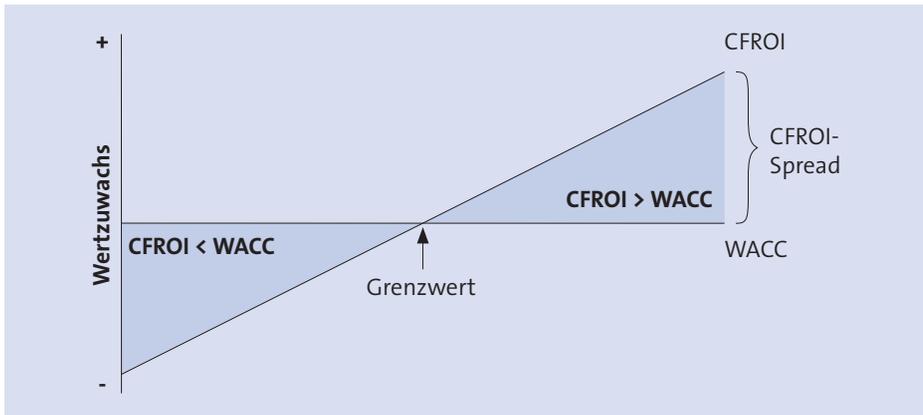
Siemens war das erste deutsche Unternehmen, das diese Kennzahl als Performance-Maßstab einsetzte und sie bis heute anwendet. Siemens verwendet für den geschaffenen ökonomischen Wert die Bezeichnung **Geschäftswertbeitrag** (GWB).

Eine kurze und dafür leicht verständliche Definition des EVA™ verwenden Stern/Shiely/Ross: „[...] EVA™ ist der Gewinn, der übrig bleibt, nachdem die Kosten für das Kapital abgezogen wurden, das investiert wurde, um diesen Gewinn zu erzeugen.“

Eine ebenfalls treffende Aussage über den EVA™ machte Roberto Goizueta, ehemaliger CEO von Coca-Cola: „Sie werden nur dann reicher, wenn Sie Geld so investieren, dass Sie dafür mehr bekommen als Sie selbst dafür bezahlen müssen. Die Kapitalkosten umfassen sowohl die Renditen der Eigenkapitalgeber als auch jene der Fremdkapitalgeber.“

Das EVA™-Modell gehört zu den Contribution-Modellen. „Bei den Contribution-Modellen handelt es sich [...] um Übergewinnmethoden, die davon ausgehen, dass nur die über den Kapitalkosten liegende Rentabilität zusätzlichen Wert schafft“ (Lewis). Der Übergewinn eines Unternehmens ist somit jener Gewinn, der sowohl Fremd- als auch Eigenkapitalkosten übersteigt.

Der CFROI kann damit mit der internen Zinsfußmethode berechnet werden. Er gibt die effektive Verzinsung des eingesetzten Kapitals an. Ist der CFROI höher als die Kapitalkosten (i. d. R. WACC), werden Werte geschaffen. Liegt der CFROI unter den Kapitalkosten, werden Werte vernichtet.



Wertzuwachs nach dem Konzept des CFROI

Im obigen Beispiel ergab sich ein  $i_{\text{CFROI}}$  in Höhe von 13,67 %.

Nimmt man nun einen gewichteten Kapitalkostensatz  $i_{\text{WACC}}$  von 8,6 % an, mit dem die X-AG kalkuliert hat, so berechnet sich der Wertzuwachs des Unternehmens wie folgt:

$$\text{Wertzuwachs} = i_{\text{CFROI}} - i_{\text{WACC}} = 13,67 \% - 8,6 \% = 5,07 \%$$

**Aufgabe 34 > Seite 245**

**Aufgabe 35 - 37 > Seite 246**

## 1.2 Neues Modell

1998 führte die Boston Consulting Group ein **zweites CFROI-Modell** ein, da die klassische Methode Schwächen aufweist: Durch die Transformation der Daten einer Periode in ein dynamisches Mehrperiodenmodell und die anschließende Rückrechnung dieser Daten auf eine Periode durch die Anwendung der internen Zinsfußmethode wird nur scheinbar eine Dynamisierung erreicht.

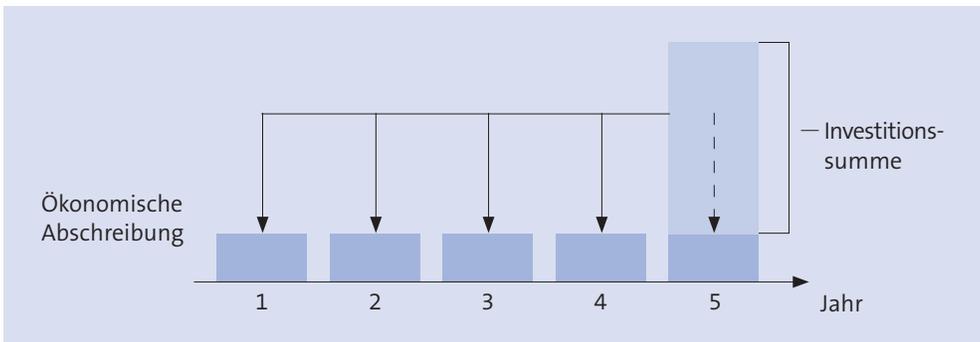
Die Brutto Cashflows werden aber als konstant unterstellt, sodass effektiv keine Dynamisierung eintritt.

Diese Scheindynamisierung wird durch eine Periodenbetrachtung ersetzt und der **CFROI** nach der **zweiten Variante** wie folgt berechnet:

$$\text{CFROI}_{\text{mod.}} = \frac{\text{Brutto Cashflow (BCF)} - \text{ökonomische Abschreibung (öA)}}{\text{Bruttoinvestitionsbasis (BIB)}}$$

Brutto Cashflow (BCF) und Bruttoinvestitionsbasis (BIB) werden dabei nach der ersten CFROI-Variante berechnet.

Die **ökonomische Abschreibung** (öA) umfasst den gleich bleibenden Betrag, der jedes Jahr zurückgelegt werden müsste, um das abnutzbare Anlagevermögen über die gesamte Nutzungsdauer zurückzuverdienen (*Plaschke*). Grafisch dargestellt ergibt sie sich wie folgt:



Sie wird durch Verteilung der (ggf. inflationierten) Bruttoinvestitionsbasis auf die Nutzungsdauer berechnet. Finanzmathematisch geschieht dies durch den Restwertverteilungsfaktor, bei dem die Kapitalkosten des Unternehmens (i. d. R. WACC) Verwendung finden.

Damit ergibt sich für die Berechnung der ökonomischen Abschreibung die folgende Formel, bei der n für die durchschnittliche Nutzung der planmäßig abschreibbaren Aktiva ist:

$$\text{öA} = \text{planmäßig abschreibbare Aktiva} \cdot \frac{\text{WACC}}{(1 + \text{WACC})^n - 1}$$

Die ökonomische Abschreibung kann mit einem Ansparfonds verglichen werden. Durch das dynamische Konzept ist die Höhe der jährlichen Abschreibung, deren Summe am Ende der Laufzeit der Investitionsausgabe entsprechen soll, aufgrund des Zinsezinsseffekts betragsmäßig geringer als der Abschreibungsbetrag nach der klassischen Methode.

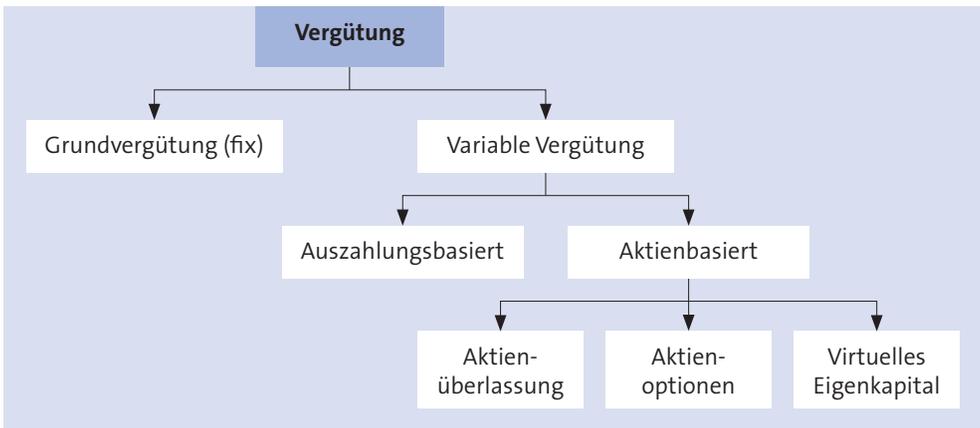
Zusammenfassend lassen sich die **Konzepte** wie folgt **vergleichen** (Pape und Hahn/Hungenberg):

		<b>Rappaport</b>	<b>Copeland u. a.</b> (McKinsey & Co.)	<b>Stern/Stewart</b> (Stern Stewart & Co.)	<b>Lewis</b> (BCG)
<b>Erfolgsgröße</b>		<b>Betrieblicher Cashflow</b> (Ermittlung über Werttreiber)	<b>Freier Cashflow</b> (indirekte Ermittlung)	<b>Economic Value Added</b> (EVA™)	<b>Brutto Cashflow</b> (indirekte Ermittlung)
<b>Kapitalkosten</b>		<b>WACC mit Zielkapitalstruktur und CAPM</b>			<b>Durchschnittliche Kapitalkosten</b> (Aktienportfolio)
<b>Restwertermittlung</b>		<b>Ewige Rente oder Liquidationswert</b>	<b>Ewige Rente mit Wachstum oder Liquidationswert</b>	<b>Ewige Rente</b> (Fortführungswert)	<b>Summe der nicht abschreibbaren Aktiva</b>
<b>Erfolgsmaßstab</b>	<b>periodenübergreifend</b>	<b>Shareholder Value</b> (Marktwert des Eigenkapitals)	<b>Equity Value</b> (Marktwert des Eigenkapitals)	<b>Market Value Added</b> (MVA)	<b>Marktwert des Eigenkapitals</b>
	<b>periodenbezogen</b> <b>Rentabilität</b>	<b>Umsatzrentabilität</b> <b>kritische Marge</b>	<b>Return on Invested Capital</b> (ROIC)	-	<b>Cashflow Return on Investment</b> (CFROI)
<b>Übergewinn</b>		<b>Shareholder Value Added</b> pro Periode	<b>Economic Profit</b>	<b>Economic Value Added</b> (EVA™)	<b>Cashflow Value Added</b> (CVA)

## Aufgabe 41 > Seite 249

(VorstOG) festgelegt, dass die Vergütungen von Vorstandsmitgliedern börsennotierter Unternehmen mit jeweiliger Namensnennung offengelegt werden müssen. Das Gesetz sieht zudem einen getrennten Ausweis zwischen erfolgsabhängigen und -unabhängigen Komponenten sowie Bestandteilen mit langfristiger Anreizwirkung vor. Der Gesetzgeber räumt den Unternehmen allerdings in §286 Abs. 5 HGB die Möglichkeit ein, von den Angaben zur individuellen Offenlegung der Vorstandsvergütung abzusehen, sofern die Hauptversammlung hierzu einen Beschluss mit dreiviertel Mehrheit fasst.

**Managementvergütung** besteht heute i. d. R. aus **fixen und variablen Bestandteilen**:



Durch die variable Vergütung soll Leistung belohnt werden. Sie kann auszahlungs- oder aktienbasiert erfolgen. Beide Formen können sich über Fristen erstrecken, um langfristige Anreizwirkungen zu erzeugen. Die aktienbasierte Vergütung kann aus der Überlassung von Aktien, Aktienoptionen oder virtuellem Eigenkapital bestehen. Bei der Aktienüberlassung erhalten die Vorstände eine bestimmte Anzahl an Aktien (Restricted Shares). Unter Aktienoptionsplänen wird das Recht verstanden, Aktien zu einem festgelegten Preis (Basispreis) innerhalb eines bestimmten Zeitraums kaufen zu können. Steigende Kurse können zu hohen Gewinnen führen, ein echtes Verlustrisiko besteht für die Optionsempfänger nicht. Virtuelle Eigenkapitalzuweisungen können auch bei nicht börsennotierten Unternehmen angewendet werden.

Unter Aktienoptionen fallen z. B.:

- ▶ Qualified Stock Option Plans (QSOP)
- ▶ Non Qualified Stock Option Plans (NQSOP)
- ▶ Incentive Stock Option Plans (ISOP):
- ▶ Performance-Contingent Stock Option Plans (PCSOP).

## Aufgabe 1:

Jean-Marie Pêcheur ist als Kutterfischer in der Bretagne tätig, er betreibt sein Geschäft als französische GmbH unter dem Namen „Lotte de mer SARL“. Aus dem Fischfang erwirtschaftet das Unternehmen jährlich Nettorückflüsse in Höhe von 50.000 €.

Herr Pêcheur hat die Möglichkeit, sich einer Abwrackaktion der EU anzuschließen. Für die Aufgabe seines Betriebes würde er 200.000 € erhalten, die Auflösung des Unternehmens würde zudem einen Liquidationserlös von 50.000 € bewirken. Alternativ kann er sein Unternehmen noch 8 Jahre weiterführen und dann aus der Aufgabe des Unternehmens mit einem Liquidationserlös von 20.000 € rechnen. Wie soll er sich bei einem Zinssatz von 10 % entscheiden?

**Lösung s. Seite 253**

## Aufgabe 2:

Erläutern Sie, was unter folgenden Begriffen zu verstehen ist:

- ▶ Wertorientierung
- ▶ bilanzpolitische Maßnahmen
- ▶ Principal-Agent-Problematik
- ▶ Kapitalmarktorientierung
- ▶ investitionsorientierte Betrachtung.

**Lösung s. MiniLex Seite 289 ff.**

## Aufgabe 3:

Für 2012 liegen Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung der Dolce Vita AG vor:

AKTIVA	2011	2012	PASSIVA	2011	2012
	in T €	in T €		in T €	in T €
Sachanlagevermögen	1.000	1.200	Gezeichnetes Kapital	500	500
			Kapitalrücklagen	100	100
			Gewinnrücklagen	200	200
			Gewinnvortrag	0	0
			Jahresüberschuss	0	200
<b>Anlagevermögen</b>	<u>1.000</u>	<u>1.200</u>	<b>Eigenkapital</b>	<u>800</u>	<u>1.000</u>
Vorräte	1.400	1.500	Pensionsrückstellungen	1.000	1.200
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	800	1.000	Sonst. Rückstellungen	600	600
			Kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	1.700	1.300
Flüssige Mittel	900	400			
<b>Umlaufvermögen</b>	<u>3.100</u>	<u>2.900</u>	<b>Fremdkapital</b>	<u>3.300</u>	<u>3.100</u>
<b>Bilanzsumme</b>	<u><u>4.100</u></u>	<u><u>4.100</u></u>	<b>Bilanzsumme</b>	<u><u>4.100</u></u>	<u><u>4.100</u></u>

## Gewinn und Verlustrechnung (01.01.2012 - 31.12.2012)

	in T €
Umsatzerlöse	2.000
Erhöhung des Bestandes an fertigen Erzeugnissen	100
Materialaufwand	- 520
Personalaufwand <sup>1</sup>	- 800
Abschreibungen Sachanlagevermögen	- 200
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 100
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	- 180
Steuern vom Einkommen und Ertrag	- 100
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>200</b>

Berechnen Sie

- den Cashflow auf Basis des Nettoumlaufvermögens nach indirekter Methode
- den Cashflow auf Basis des Nettogeldvermögens nach indirekter Methode
- den Cashflow auf Basis der liquiden Mittel nach indirekter Methode.

## Lösung s. Seite 253

<sup>1</sup> Personalaufwand inklusive der Zuführung zur Pensionsrückstellung