

SCHÄFFER

POESCHEL

Adolf G. Coenenberg / Rainer Salfeld / Wolfgang Schultze

Wertorientierte Unternehmensführung

Vom Strategieentwurf zur Implementierung

3., überarbeitete Auflage

2015

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Autoren:

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Adolf G. Coenenberg, Emeritus Universität Augsburg

Prof. Dr. Rainer Salfeld, Geschäftsführender Direktor, Artemed SE

Prof. Dr. Wolfgang Schultze, Lehrstuhl für Wirtschaftsprüfung und Controlling, Universität Augsburg

Mitarbeiter der 1.–2. Auflage:

Marco Barth, Stephan Bein, Dr. Johannes Biberacher, Dr. Jörg Fengler, Dr. Andreas Florissen, Andreas Joest, Dr. Lukas Junker, Dr. Georg Klymiuk, Dr. Alexander Schmid, Dr. Udo Specht

Mitarbeiter der 3. Auflage:

Maria Assel, Julia Hagelschuer, Wolfgang Herb, Christine Miller



Gedruckt auf chlorfrei gebleichtem, säurefreiem und alterungsbeständigem Papier

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Print ISBN 978-3-7910-3372-3 Bestell-Nr. 20072-0001

EPDF ISBN 978-3-7992-6914-8 Bestell-Nr. 20072-0150

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2015 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH

www.schaeffer-poeschel.de

service@schaeffer-poeschel.de

Einbandgestaltung: Kienle gestaltet, Stuttgart

Satz: Johanna Boy, Brennbach

Druck und Bindung: BELTZ Bad Langensalza GmbH, 99947 Bad Langensalza

Printed in Germany

September 2015

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Ein Tochterunternehmen der Haufe Gruppe

Kapitel 1

Nachhaltige Wertorientierung – vom Reizwort öffentlicher Diskussion zur übergeordneten Zielsetzung

Als Leitbegriff moderner Unternehmensführung hat sich Wertorientierung heute inzwischen durchgesetzt.

Bereits im Jahr 1986 wurden die theoretischen Grundlagen dafür durch die Arbeiten von Rappaport¹ geschaffen, die wenige Jahre später durch Stewart/Stern² sowie Copeland et al.³ erweitert und präzisiert wurden. Anfang der 90er Jahre erfolgten erste Praxisanwendungen auch in Deutschland; eine Vorreiterrolle übernahmen dabei die großen börsennotierten Publikumsgesellschaften. Pioniercharakter hatte das »wertorientierte Controlling« der VEBA, seit 1992 auf Konzernebene eingeführt, dem ähnliche Anstrengungen bei Mannesmann ab Mitte der 90er Jahre folgten. Auch Siemens setzte erstmals im Herbst 1996 wertorientierte Kennzahlen zur Konzernsteuerung ein. Den weiteren Weg wies dann das »wertorientierte Management« von Bayer mit seiner Orientierung am tatsächlich durch das Unternehmen geschaffenen ökonomischen Mehrwert.

Der Siegeszug der Wertorientierung vollzog sich jedoch nicht ohne Widerstände. Gerade in Deutschland stieß das angloamerikanische Konzept des Shareholder Value jahrelang auf heftigen Widerspruch. Shareholder Value wurde rasch zum Reizthema par excellence und dominierte die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse. In der Diskussion um das Für und Wider ging es vor allem um die Frage, ob die Fokussierung auf die Mehrung des Aktionärsvermögens tatsächlich dem langfristigen Interesse *aller* Beteiligten dienlich ist. Im Ergebnis führte die öffentliche Debatte zu einer begrüßenswerten begrifflich schärferen Differenzierung zwischen Wertschaffung und Wertverteilung. Dass es ökonomisch notwendig ist, Unternehmenswert zu mehrn, darüber besteht heute weitgehender Konsens in Wissenschaft, Politik und Unternehmenspraxis. Mehr und mehr wurde dann auch der wichtigste Aspekt der Wertschaffung – die Langfristorientierung – in das richtige Licht gerückt. Dies geschah allerdings über Umwege.

Die endgültige Etablierung der Wertorientierung fiel zeitlich mit dem Aufkommen der New Economy⁴ zusammen, als die Aktie nicht nur als Quelle der Unternehmensfinanzierung, sondern auch als »Akquisitionswährung« für M&A-Aktivitäten entdeckt wurde. Im Zuge dieses Börsenhypes und der starken Kursanstiege am Kapitalmarkt nahm die Anspruchshaltung der Kapitalmarktteilnehmer erheblich zu. Die Unternehmen waren gezwungen, nach Maßnahmen und Investitionsprojekten zu suchen, um ebenfalls solche Kurssteigerungen realisieren zu können. Unternehmen und deren Geschäftsleitung mussten den Drahtseilakt zwischen der hohen Erwartungshaltung und den eigenen Ansprüchen nach einer langfristigen Wertschaffung bewältigen. Viele Unternehmen hatten kaum eine andere Wahl und gaben diesem Erwartungsdruck nach. Sie fokussierten sich deshalb ausschließlich auf die kurzfristige Maximierung des Börsenwerts des Aktienkurses. Die Finanzmarktkrise hat auf drastische Weise verdeutlicht, dass diese zu starke Ausrichtung auf die kurzfristige Sicht zu Exzessen führt, wodurch Börsenwerte zwar sprunghaft ansteigen, jedoch auch sprunghaft wieder einbrechen.

1 Vgl. Rappaport (1986).

2 Vgl. Stewart/Stern (1991).

3 Vgl. Copeland et al. (1990; 5. Aufl. 2010).

4 Der Begriff der neuen Ökonomie wurde vorrangig zum Ende der 1990er Jahre und im Zusammenhang mit der Dot-Com-Blase verwendet und sollte u. a. den Trend hin zu einer stark dienstleistungsorientierten (und webbasierten) Wirtschaft zum Ausdruck bringen. Die Vertreter der New Economy glaubten, dass die Regeln der klassischen Wirtschaftstheorien aufgehoben waren. Allerdings mussten diese und andere Annahmen nach dem Platzen der Internetblase revidiert werden.

Um den gestiegenen Kapitalmarkterwartungen gerecht zu werden, entschieden sich bspw. die Bayerische Landesbank und deren Geschäftsleitung vor der Finanzmarktkrise für eine stärkere internationale Positionierung und Beteiligung an risikoreichen lukrativen Tradinggeschäften. Die Bayerische Landesbank übernahm deshalb im Mai 2007 die österreichische Hypo Group Alpe Adria, welche eine sehr starke Präsenz in Südosteuropa aufwies. Außerdem investierte die Bayerische Landesbank in »Asset-Backed-Securities«. Heute, nach der Finanzmarktkrise und dem Verkauf der Anteile an der Hypo Group Alpe Adria zum symbolischen Preis von einem Euro, konzentriert sich die Bayerische Landesbank wieder auf das ehemalige Kerngeschäft mit dem Mittelstand und hat das Tradinggeschäft komplett eingestellt.

Die richtig umgesetzte Wertorientierung muss also auf die Schaffung von langfristigen, nachhaltigen Werten abstellen. Anstelle der Maximierung des Börsenkurses sollte sich die Unternehmensleitung dafür auf das Managen des internen Unternehmenswerts konzentrieren. Durch eine glaubhafte Kommunikation dieses internen Werts an den Kapitalmarkt können Börsenhypes, d. h. Unter- bzw. Überbewertungen des Aktienkurses, sowie überzogenen Erwartungshaltungen gegengesteuert werden. Bedingt durch die Lehren aus der Dot-Com-Blase und der Finanzmarktkrise hat der Erwartungsdruck bzgl. der Börsenkursmaximierung erheblich nachgelassen. Stattdessen ist nun vermehrt die Forderung nach einer langfristigen Wertschaffung zu vernehmen, um zukünftige Krisen zu vermeiden bzw. abzumildern.

Das Phänomen der kurzfristigen Sichtweise ist allerdings nicht nur am Kapitalmarkt zu beobachten. Das Fokussieren auf die Gegenwart, das »Hier und Jetzt«, ist fester Bestandteil unserer Gesellschaft. So üben auch Politiker massiven Zeitdruck aus, um genehmigte Projekte noch in der aktuellen Legislaturperiode bei einem medienwirksam inszenierten Spatenstich feierlich einweihen zu können. Dieser Druck führt häufig dazu, dass öffentliche Projekte überhastet und unausgereift gestartet werden. Die nachträglichen Anpassungen während der Umsetzung dieser Projekte verursachen hohe Änderungskosten und erhebliche Zeitverzögerungen. Der Flughafen Berlin Brandenburg oder die Elbphilharmonie in Hamburg sind nur zwei Beispiele für Großprojekte, die weder den angesetzten Zeitrahmen noch die geplanten Kosten einhalten konnten. Um zukünftig erheblichen Kosten- und Terminüberschreitungen solcher Projekte entgegenzuwirken, wurde im Jahr 2013 vom Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung⁵ die Reformkommission »Großprojekte« eingesetzt. Diese soll Handlungsempfehlungen für Politik, Wirtschaft und Verwaltung erarbeiten.

Neben der Abkehr von einer Kurzfristorientierung kann auch eine stärkere Berücksichtigung der wirtschaftlichen Stabilität der Unternehmen als Lehre aus der Finanzmarktkrise gezogen werden. Bedingt durch die hohe Erwartungshaltung hatten Unternehmen versucht, Renditen durch »Asset-Light«-Strategien⁶ sowie einen »übertriebenen« Leverageeffekt⁷ zu maximieren. Die Finanzmarktkrise und das damit verbundene Versiegen der Finanzierungsquelle »Bank« stellten die betroffenen Unternehmen vor gewichtige Probleme, wobei in ein-

5 Kraft Organisationserlass wurde das Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) per 17. Dezember 2013 in Bundesministerium für Verkehr und digitale Infrastruktur (BMVI) umbenannt.

6 Rendite spiegelt allgemein das Verhältnis von Ergebnis zum eingesetzten Vermögen bzw. Kapital wider. Renditesteigerungen können durch einen Anstieg der Ergebnisgröße im Zähler und/oder durch Reduktion des eingesetzten Vermögens im Nenner erzielt werden. »Asset-Light« bedeutet, dass Unternehmen versuchen, den Bestand an bilanziellen Vermögen zu minimieren. Bspw. durch »Sale-and-Lease-back« können Vermögenswerte aus der Bilanz entnommen werden.

7 Vgl. hierzu Coenberg et al. (2014), S. 1072; Kapitel 4.3.2.

zelen Fällen sogar ihr Fortbestehen gefährdet war. Da ein zu großer Bestand an liquiden Mitteln ökonomisch nicht sinnvoll ist, sollten Unternehmen einen bestimmten Grad an leicht liquidierbaren Vermögensgegenständen halten, um auch während Krisenzeiten Liquidität zu gewährleisten. Dieser Grad hängt dabei maßgeblich von der Branche ab, in welcher das jeweilige Unternehmen agiert. Somit setzt wirtschaftliche Stabilität voraus, dass Unternehmen teilweise auf die höchstmögliche ökonomische Maximierung verzichten, um für Krisenzeiten gerüstet zu sein.

Auch der Begriff des »nachhaltigen Wachstums« hat insbesondere durch die Finanzmarktkrise nochmals stark an Bedeutung gewonnen. Zum einen wird damit die notwendige Langfristorientierung angesprochen. Durch wirtschaftliche Stabilität soll ein Unternehmen nachhaltig – also langfristig – Wert schaffen. Zum anderen wird durch die Forderung nach einer nachhaltigen Wirtschaft auch das Problem der verantwortungsvollen Unternehmensführung adressiert. Unternehmen sind ein Teil der Gesellschaft und sehen sich somit auch einer dadurch entstehenden Verantwortung gegenübergestellt (»Corporate Responsibility«). Dabei hat die Gesellschaft zunehmend höhere Erwartungen an Unternehmen. Diese reichen von Aspekten wie dem Umgang mit Menschenrechten und Arbeitsbedingungen über einen schonenderen Umgang mit der Umwelt bis hin zu einer gerechten Entlohnung. Schließlich ist es aber gerade dieser Spagat zwischen ökonomischen, ökologischen und gesellschaftlichen Zielen, welcher derzeit eine der größten Herausforderungen für Manager darstellt. Verschiedene Best Practice Beispiele machen jedoch zunehmend deutlich, dass sich die Unternehmen dieser Herausforderung mit viel Engagement stellen, nicht zuletzt, um ihre »licence-to-operate« innerhalb der Gesellschaft sicherzustellen. Die steigende Bedeutung der gesamten Nachhaltigkeitsdebatte kann auch aus der immer stärkeren Auseinandersetzung mit diesem Themenfeld abgeleitet werden (vgl. Abb. 1-1).

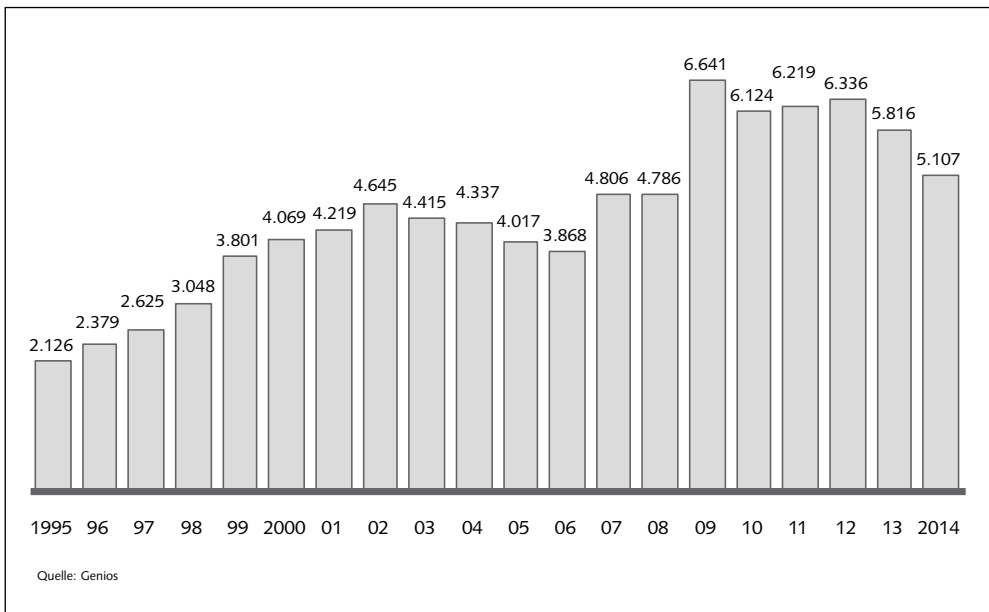


Abb. 1-1: Nennung des Begriffs »nachhaltig« in der Wirtschaftspresse

Allgemein lässt sich festhalten, dass die Wertorientierung als primäres Leitziel in der Unternehmenspraxis fest etabliert ist und wertorientierte Parameter u. a. ein regelmäßiger Bestandteil des Controllings sind. Allerdings hat dies nicht automatisch zu wertsteigernden Aktivitäten im täglichen Handeln der Führungskräfte geführt. Im Gegenteil: Es besteht eine erhebliche Implementierungslücke zwischen der Einführung wertorientierter Messsysteme und der Etablierung einer wertorientierten Unternehmensführung. Von letzterer kann man erst dann sprechen, wenn alle Geschäftsaktivitäten des Unternehmens – auf allen Managementebenen – konsequent darauf ausgerichtet sind, den Marktwert des Unternehmens nachhaltig zu steigern.

1.1 Differenzierung zwischen Wertschaffung und Wertverteilung – die Grundlage für breiten Konsens

Ausgangspunkt der gesellschaftspolitischen Kontroverse um die Wertorientierung war im Prinzip das berühmte Diktum von Karl Marx über den Mehrwert:

»Von dem Augenblick, wo er (d. h. der Arbeiter) in die Werkstätte des Kapitalisten trat, gehörte der Gebrauchswert seiner Arbeit, also ihr Mehrwert, dem Kapitalisten.«

Nach marxistischer Überzeugung fällt der in einem Unternehmen geschaffene Mehrwert **zwanghaft und in vollem Umfang** dem Kapitalgeber des Unternehmens zu, also dem Kapitalisten. Mithin haben Arbeitnehmer keinerlei Nutzen von Versuchen, zusätzlichen Unternehmenswert zu schaffen. Mehr noch, solche Versuche laufen – offen oder verdeckt – den Interessen der Arbeitnehmer entgegen, wenn Wertsteigerung nur Synonym ist für Senkung des Beschäftigungsstands oder Steigerung der Arbeitsintensität.

Als Folge wird in der marxistischen Kapitalismuskritik die volkswirtschaftlich notwendige Aufgabe der Wertgenerierung stets vermennt mit der gesellschaftspolitisch sicherlich relevanten Fragestellung, wem die geschaffenen Werte eigentlich zufallen sollen. Unter den Bedingungen des Frühkapitalismus im 19. Jahrhundert mag diese Begriffsverwirrung verständlich gewesen sein; heute hat der Kapitalismus ein deutlich anderes Gesicht.

Aktien als verbrieftete Miteigentumsrechte am Produktivvermögen werden inzwischen von breiten Bevölkerungsschichten gehalten und bilden zunehmend die Grundlage für unsere Altersvorsorge. Im Jahr 2012 verfügten in Deutschland private Haushalte und Organisationen ohne Erwerbszweck über ein Geldvermögen von 4.939,5 Mrd. EUR, wovon sie ca. 13 % in Aktien und Investmentzertifikate anlegten.⁸ Weitere gute 28 % ihres Vermögens entfielen auf Ansprüche gegenüber Versicherungen. Berücksichtigt man, dass Versicherer ihr verfügbares Kapital größtenteils in Aktien bzw. andere Unternehmensbeteiligungen investieren, so partizipieren Millionen Privatanleger auch hier über Überschussbeteiligungen zumindest indirekt am Produktivvermögen der Unternehmen. Das verdeutlicht, welch breites gesellschaftliches Interesse sich mit der Wertgenerierung der Unternehmen verbindet.

Überdies gibt es heute vielfältige Formen der Mitarbeiterbeteiligung am geschaffenen Mehrwert, von der Gewinnbeteiligung über Optionspläne für Kapitalbeteiligungen bis zu

⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank (2013).

direkten Kapitalbeteiligungen. Besonders populär – wenn auch nicht unumstritten – sind bspw. Kapitalbeteiligungen: Börsennotierte Gesellschaften bieten ihren Mitarbeitern inzwischen vielfach die Möglichkeit, zu Vorzugskonditionen Aktien des eigenen Unternehmens zu erwerben. Nicht öffentlich gehandelte Unternehmen wie Bertelsmann beteiligen ihre Mitarbeiter über Genussscheine am Unternehmenserfolg. Insgesamt hielten 2009 ca. 2,3 Mio. Arbeitnehmer in Deutschland Eigentumsanteile mit einem Substanzwert von ca. 11,59 Mrd. EUR an ihren Unternehmen.⁹ Und auch der Staat selbst hat ein originäres Interesse an der Wertgenerierung: Denn Unternehmen mit hoher Wertgenerierung führen in aller Regel mehr Steuern und Abgaben ab und entlasten durch wachsende Sponsorentätigkeit die öffentliche Hand. Damit leisten sie über die Beschäftigungssicherung hinaus einen dauerhaften Beitrag zur Finanzierung von Gemeinschaftsaufgaben.

Bei nüchterner Betrachtung dient Wertorientierung – als Leitziel unternehmerischer Tätigkeit – also den Interessen aller Beteiligten. Sie ist, wie Heinrich von Pierer es formulierte,¹⁰ »der Maßstab, an dem Unternehmenserfolg zuallererst bemessen wird«. Die eindimensionale Ausrichtung des Shareholder Value Konzepts auf die Kapitalgeber greift allerdings zu kurz. Im Prinzip besteht heute Einigkeit, dass über die Wahrnehmung berechtigter Aktionärsinteressen hinaus eine dauerhafte Wertsteigerung von Unternehmen zum Nutzen aller Beteiligten – Kapitalgeber, Beschäftigte, Staat und Gesellschaft – anzustreben ist.¹¹

So umfassen auch die Ziele innerhalb der aktuellen »Vision 2020« von Siemens eine dauerhafte Wertschaffung.¹² Allerdings beschäftigen sich auch nicht börsennotierte Unternehmen zunehmend mit wertorientierter Unternehmensführung. Die fehlende Börsennotierung stellt dabei kein Implementierungshindernis dar. Im Prinzip können sie ihre eigene Performance an der Entwicklung der Marktwerte bzw. Performanceindizes vergleichbarer börsennotierter Peer Group Unternehmen messen. Zudem ist es möglich, einzelnen Geschäftseinheiten virtuelle Aktien zuzuordnen (»Artificial Shares«), deren Performance wiederum anhand von vergleichbaren Wettbewerbsunternehmen gemessen wird.

Auch wenn wertorientierte Unternehmensführung in verschiedenen Unternehmen unterschiedliche Gesichter zeigt, so stellt sie doch übergreifend ein unumstößliches Leitziel dar.

9 Arbeitsgemeinschaft Partnerschaft in der Wirtschaft e.V./Gesellschaft für innerbetriebliche Zusammenarbeit GIZ GmbH (2009).

10 Vgl. Pierer (2002), S. B23.

11 Grundidee basierend auf dem »Coalition«-Modell, vgl. hierzu Cyert/March (1963). Die Idee wurde als »Stakeholder-Ansatz« weiterentwickelt, vor allem durch Freeman (1984), und popularisiert durch Tony Blair (vgl. hierzu The Guardian, 1996).

12 Vgl. Geschäftsbericht Siemens AG 2014.

1.2 Management der Unternehmenswerte – der Schlüssel zum Erfolg

Zum endgültigen Durchbruch verhalf der wertorientierten Führungsphilosophie vor allem die New Economy. Im Zuge der neuen hightech- und internetgetriebenen Gründerwelle rückte die Marktkapitalisierung wie von selbst ins Zentrum unternehmerischen Denkens: Hohe Börsenbewertungen eröffneten neue strategische Freiheitsgrade bei der Kapitalbeschaffung, aber auch beim Aufkauf von Unternehmen. Gleichzeitig wuchs an den Kapitalmärkten die Bereitschaft, die Bewertung von Unternehmen auf zukunftsorientierte, wertbasierte Kennzahlen zu stützen, statt auf die traditionellen stichtagsbezogenen Bewertungsmaßstäbe. Dass eine ausschließlich auf künftigen Cashflows beruhende Unternehmensbewertung weit aus höhere Risiken birgt als die Betrachtung aktueller Kurs-Gewinn-Verhältnisse, wurde dabei billigend in Kauf genommen. Einige der New Economy Visionen haben sich inzwischen eindeutig als Halluzination erwiesen und auch die deutlich gewachsene Analystenschar hat nicht immer den Realitätssinn der Märkte gefördert.¹³

Dennoch: Seit Mitte der 90er Jahre hat sich ein grundlegender Wandel in der Bewertung von Unternehmen vollzogen. Der Marktwert der Unternehmen ist durchschnittlich auf etwa das 2,5-fache des Buchwerts angestiegen, während er in den Jahrzehnten zuvor grosso modo dem 1,5-fachen des Buchwerts, also des testierten Werts von Anlage- und Umlaufvermögen abzüglich der jeweiligen Verbindlichkeiten, entsprach.

Auch im Zuge der anhaltenden Marktkorrekturen hat sich daran nicht wesentlich etwas geändert, lediglich die Übertreibungen des Technologie- und Internetbooms wurden in den letzten Jahren bereinigt. Diese Einschätzung bestätigt sich, wenn man etwa die Entwicklung börsennotierter amerikanischer Unternehmen in den USA in den letzten 60 Jahren betrachtet (vgl. Abb. 1-2).

Offensichtlich gehen in die Börsenbewertung noch stärker als früher zukunftsbezogene Ertragsaspekte ein, hinter denen intangible Werte stehen. Dem Management gerade dieser intangiblen Unternehmenswerte, an welchem sich besonders die Relevanz der Langfristorientierung zeigt, kommt in der heutigen Zeit eine Schlüsselbedeutung zu, denn nur so lässt sich die Marktkapitalisierung erfolgreich maximieren.

Hoch bewerteten Unternehmen eröffnen sich dabei strategische Handlungsoptionen, die niedriger bewerteten Unternehmen schlichtweg verwehrt bleiben. Dazu gehören allem voran die Finanzierung von Unternehmensaktivitäten über den Kapitalmarkt sowie die Nutzung von Aktien als »Ersatzwährung« bei Mergers and Acquisitions. Die größtenteils durch Aktien getilgte Übernahme des Kurzmitteilungsdienstes WhatsApp durch das soziale Netzwerk Facebook dient hier als Paradebeispiel. Während traditionelle Unternehmen im Wesentlichen auf Bankkredite angewiesen sind, ist es für hoch bewertete Unternehmen meist ohne Weiteres möglich, neue Aktien bzw. Anleihen zu emittieren, um die eigenen Geschäftsaktivitäten zu finanzieren. Sie können damit nicht nur ihre Kapitalkosten und ihre Abhängigkeit von den Hausbanken reduzieren, sie erschließen sich auch zusätzliche finanzielle Mittel und erhalten neue Freiheitsgrade, um ihre Kapitalstruktur zu verbessern.

13 Aktuell beurteilen 39 Analysten regelmäßig die Deutsche Telekom (vgl. Deutsche Telekom AG, 2015). Nach Angaben von Nelson's Investment Research und Bloomberg lag diese Anzahl im Jahr 1998 bei 30 und in 2001 bei 147.

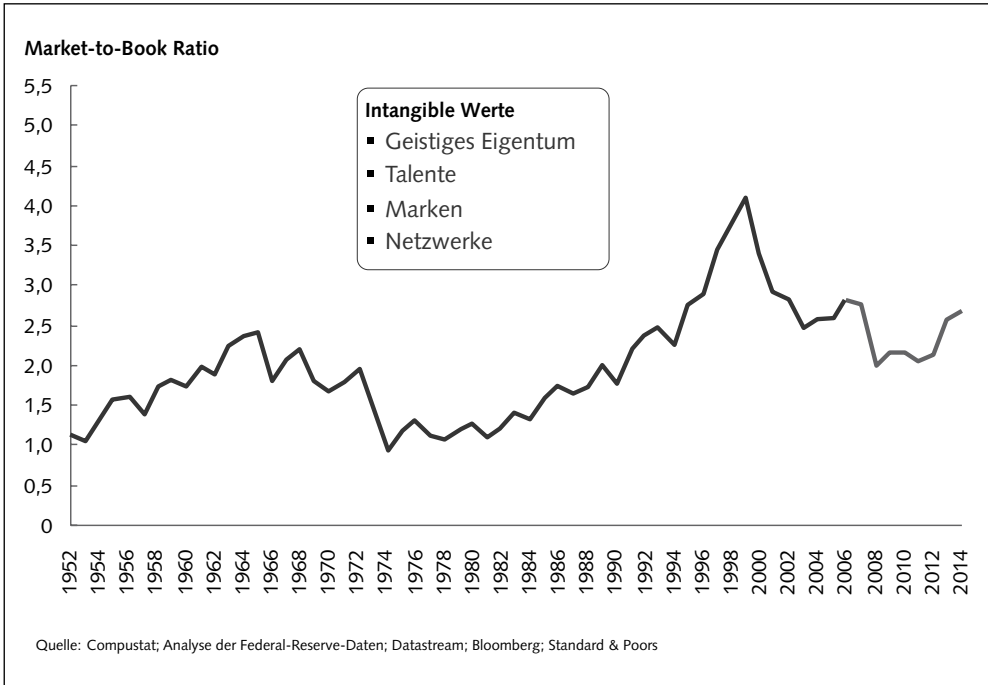


Abb. 1-2: Market-to-Book Ratio von börsennotierten Unternehmen in den USA, 1952–2014

Darüber hinaus erfreut ein höherer Börsenwert nicht nur Analysten und Anleger, sondern hat auch vielfältige positive Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung. Richtig genutzt, setzt die Steigerung des Börsenwerts einen Erfolgskreislauf in Gang, der iterativ durchlaufen systematisch den Unternehmenswert steigert und den Abstand gegenüber weniger erfolgreichen Unternehmen zunehmend vergrößert. Damit wird die Steigerung des Börsenwerts, genauer die Initiierung und Stimulierung eines Wertsteigerungskreislaufs, zur zentralen Aufgabe der Unternehmensführung. Im Einzelnen umfasst dieser Kreislauf fünf Wirkungsstufen, die nachfolgend beschrieben werden:

Stufe 1 – Mehr Investitionskapital: Nach einem Anstieg der Marktkapitalisierung steht zunächst mehr Kapital für Investitionen zur Verfügung. Wie langjährige Börsenlieblinge, wie z. B. Vodafone, immer wieder erfolgreich demonstriert haben, können so die höher bewerteten eigenen Aktien als »Ersatzwährung« für die Finanzierung von Unternehmensakquisitionen genutzt werden – ohne Belastung des Cashflows oder gar Neuverschuldung.¹⁴ Statt einer Barabfindung erhalten die Aktionäre des übernommenen Unternehmens dabei – im Wege des Aktientauschs – Aktien des Aufkäufers. Und natürlich ermöglicht eine hohe Marktkapi-

14 Niedriger bewertete Unternehmen haben hier das Nachsehen und müssen Akquisitionen überwiegend durch liquide Mittel bezahlen oder über Banken finanzieren. Letzteres treibt den Verschuldungsgrad nach oben und steigert das Insolvenzrisiko in Krisenzeiten. Ein möglicher Nachteil eines Aktientauschs liegt allerdings in der Veränderung der Eigentümerverhältnisse.

alisierung auch, über Kapitalerhöhungen oder Wertpapieremissionen zusätzliche Barmittel in erheblichem Umfang und zu attraktiven Konditionen aufzunehmen.

Stufe 2 – Mehr Spielräume für Wachstum: Mehr Investitionsmittel bieten mehr Optionen zu (internem) Wachstum. Eine davon ist die Investition in Forschung und Entwicklung. Neben der direkten Investition in eigene F&E kann man auch Technologie-Partnerschaften eingehen oder Technologie-Start-ups gezielt aufkaufen, wofür z. B. Cisco bekannt ist.

Stufe 3 – Umsatzsteigerung: Werden smarte Investitionen in Forschung und Entwicklung ergänzt und abgesichert durch entsprechende Anstrengungen in Marketing und Vertrieb, so sind die wesentlichen Voraussetzungen für nachhaltiges Umsatzwachstum erfüllt. Ist das Investitionskapital zudem renditeorientiert investiert, geht das Umsatzwachstum in aller Regel Hand in Hand mit der Steigerung der Erträge.

Stufe 4 – Erhöhung der Markterwartungen: Jahr für Jahr erwirtschaftete Umsatz- und Ertragssteigerungen minimieren die Kursrisiken und bestätigen das Vertrauen der Anleger. Da die Kapitalmärkte in ihren Erwartungen grundsätzlich dazu tendieren, vom Erfolg in der Vergangenheit auf Erfolg in der Zukunft zu schließen, erhöhen sich mithin auch die Umsatz- und Ertragsersparungen der Marktteilnehmer: Für die Prognose des Unternehmenswerts werden jeweils die historischen Wachstumsraten und Ertragswerte in die Zukunft projiziert.

Stufe 5 – (Weitere) Steigerung des Börsenwerts: Mit wachsenden Kapitalmarkterwartungen steigt zwangsläufig wieder der Börsenwert; damit tritt das betreffende Unternehmen in den nächsten Wertsteigerungszyklus ein. Der Wertsteigerungskreislauf ist allerdings alles andere als ein Automatismus: Wertsteigerungen können nur dann von Dauer sein, wenn es gelingt, die (zusätzlich) verfügbaren Mittel immer wieder umsatz-/ertragssteigernd zu reinvestieren. Und dabei gilt es, durch glaubwürdige Kommunikation Markterwartungen und (voraussichtliche) Geschäftsentwicklung in Einklang zu bringen! Eine erhöhte Marktkapitalisierung erleichtert auch erheblich die Aufnahme von Fremdkapital. Bei einer hohen Marktkapitalisierung sind Fremdkapitalgeber eher bereit, ihr Kapital zu günstigen Konditionen zu überlassen.

Die Vorteile eines starken Börsenwertes und die damit einhergehenden Möglichkeiten der Unternehmens- und Akquisitionsfinanzierung zeigen auch, wie stark Finanzierungs- und Wachstumsquellen miteinander in Zusammenhang stehen.

1.3 Gesucht: Ein Gesamtkonzept zur wertorientierten Strategieentwicklung und Unternehmensführung

Angesichts der evidenten Vorteile einer hohen Marktkapitalisierung haben sich immer mehr Unternehmen zu einer ganzheitlichen wertorientierten Neuausrichtung entschlossen.

Insbesondere im Rahmen der Diskussion um den Wertbegriff wurde eine Vielzahl neuer Termini eingeführt: Economic Value Added®, Market Value Added, Cash Value Added, Economic Profit, Cashflow Return on Investment usw. Ungeachtet aller semantischen Nuancierungen verbindet sie ein übergreifendes Ziel, nämlich der Anspruch der Leistungsanforderung an die Unternehmensführung, echten ökonomischen Mehrwert zu schaffen, – d. h.

Erträge zu erwirtschaften, die über den Opportunitätskosten des gesamten verwendeten Kapitals liegen.

Dabei konzentrierte sich das wissenschaftliche Interesse zunächst auf die Definition und Evaluierung der Leistungsdimension im Unternehmen. Die maßgeblichen Werke zur wertorientierten Unternehmensführung von Rappaport, Stewart/Stern und Copeland et al.¹⁵ befassen sich vordringlich mit den Anforderungen an ein wertorientiertes Controlling und nur eher am Rande mit der vorgelagerten Stufe inhaltlicher wertorientierter Strategieentwicklung.

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.

Daher erscheint es mehr als angebracht, sich der vorgelagerten, in ihrer Bedeutung noch weitaus wichtigeren Stufe unternehmerischen Handelns zuzuwenden: **der inhaltlichen Gestaltung wertorientierter Unternehmensführung** – einem Thema an der Schnittstelle zwischen Theorie und Praxis, wo sich Forschungsinteressen und Unternehmensbedürfnisse unmittelbar berühren.

Im vorliegenden Buch soll dazu ein Gesamtkonzept wertorientierter Strategieentwicklung **und** -umsetzung vorgestellt werden. Für **wissenschaftlich Interessierte** soll es einen Ordnungsrahmen schaffen, der die Integration bestehender Strategiekonzepte ermöglicht und Zugänge zu praxisnahen neuen Forschungsfeldern eröffnet. **Praktikern** soll es handlungsorientiert eine Methodik zur Verfügung stellen, mit deren Hilfe, zugeschnitten auf die konkrete Unternehmenssituation, ein Maßnahmenprogramm erarbeitet werden kann, das in drei bis fünf Jahren zu einer überlegenen Unternehmenswertsteigerung führt. Um ein Höchstmaß an Handlungsorientierung zu erreichen, wird aufgezeigt, wie alle Unternehmensbereiche auf das Leitziel Wertorientierung ausgerichtet werden können und welche Mittel und Wege dazu im Einzelnen nutzbar sind. Im Zentrum der Betrachtung stehen die notwendigen Entscheidungen des Managements; zugleich gilt es, alle erforderlichen Messinstrumente zur Verfügung zu stellen.

Diesen Intentionen entsprechend gliedert sich das vorgestellte Konzept in folgende Themenschwerpunkte (vgl. Abb. 1-3).

Festlegung einer wertorientierten Zielsetzung für das Unternehmen (Kapitel 2)

Diese gründet zunächst auf dem internen Anspruch des Managements und der Mitarbeiter, sie muss aber auch den externen Erwartungshaltungen aller Stakeholder gerecht werden.

Entwicklung und Operationalisierung einer wertorientierten Unternehmensstrategie (Kapitel 3 & 4)

Als integrativer Ordnungs- und Handlungsrahmen verstanden, umfasst eine solche »Wertstrategie« zum einen die kurz- bis mittelfristig wirksamen Konzepte Wachstum, operative Exzellenz, Management der Vermögensstruktur und Portfoliomanagement, zum anderen auf längerfristige Wertsteigerung abzielende Konzepte zur Transformation von allgemeinen Intangibles zu Intellectual Capital.

¹⁵ Vgl. Rappaport (1986); Stewart/Stern (1991); Copeland et al. (1990, 5. Aufl. 2010).

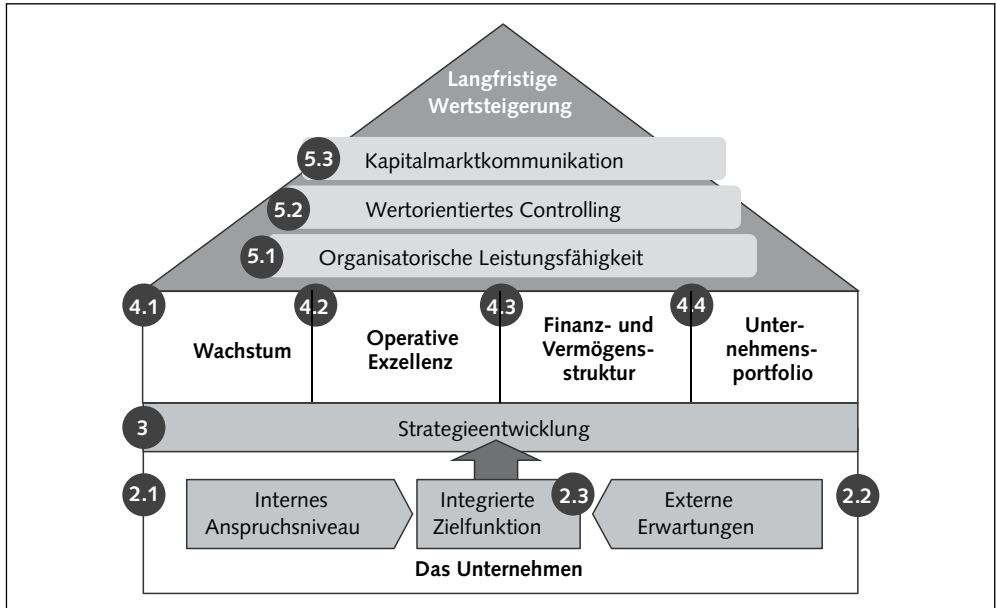


Abb. 1-3: Vom Strategieentwurf zur Implementierung

Umsetzung des strategischen Wertsteigerungsprogramms (Kapitel 5)

Hier kommt es vor allem darauf an, die Unternehmensorganisation systematisch zur Verwirklichung einer solchen Strategie zu befähigen. Kernaufgaben sind die optimale Auf- und Einstellung der Unternehmensmannschaft, die richtige Besetzung erfolgskritischer Positionen sowie eine insgesamt zielorientierte Einbindung aller Beteiligten. Vervollständigt wird diese Darstellung durch Ausführungen zu Controlling und Kommunikation mit den Kapitalmärkten.

In diesem Sinne verstanden bietet wertorientiertes Management, durchgängig konzipiert und entschlossen umgesetzt, die besten Aussichten, Unternehmen dauerhaft auf Erfolgskurs zu halten. Davon profitieren nicht nur die Kapitalgeber, sondern auch Management, Mitarbeiter – und in letzter Konsequenz – die gesamte Volkswirtschaft.