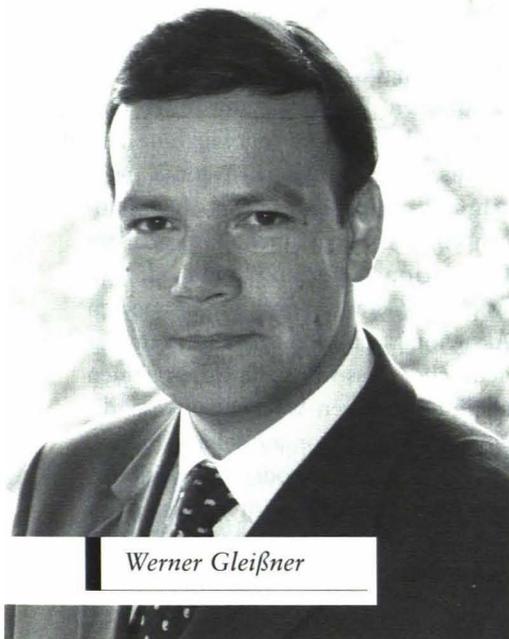


Arnold Weissman

*Prof., Dr.;*  
*Jahrgang 1955;*  
*Inhaber der FutureValue Academy;*  
*seit 27 Jahren selbständiger Unternehmer und Berater,*  
*gilt als Spezialist für strategische Unternehmensentwicklung;*  
*zusammen mit seinem Partner Dr. Werner Gleißner hat er das System*  
*FutureValue™ zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes*  
*entwickelt;*  
*neben seinem Lehrstuhl für Unternehmensführung an der*  
*Fachhochschule Regensburg hat er mehrere Aufsichtsratsmandate sowie*  
*Sitze in Beiräten inne;*  
*Autor zahlreicher Managementbücher zum Thema*  
*Unternehmensentwicklung (letzte Neuerscheinungen: „Kursbuch*  
*Unternehmenserfolg: 10 Tipps zur nachhaltigen Steigerung des*  
*Unternehmenswertes“, Gabal-Verlag 2001 mit W. Gleißner; Erfolgreich*  
*sein ... und trotzdem leben?!, Helmut Unger, 2001; Sinnenergie:*  
*Wendezeit für das Management, 1. Aufl., Orell Füssli 2002)*



Werner Gleißner

*Dr., Dipl.-Wirtsch.-Ing.;*  
*Vorstand der FutureValue Group AG;*  
*seit seiner Promotion in Volkswirtschaftslehre (Geldpolitik,*  
*Ökonometrie und Handlungstheorie) ist er zudem Lehrbeauftragter an*  
*der TU Dresden (Entrepreneurship und Risikomanagement);*  
*die Schwerpunkte seiner Beratertätigkeit liegen in den Bereichen*  
*Strategieentwicklung, Risikomanagement und Quantitative*  
*Analyseverfahren;*  
*Geschäftsführer der RMCE RiskCon GmbH;*  
*befasst sich zudem mit der Weiterentwicklung von Methoden der*  
*Risikoaggregation sowie von Ansätzen zur Integration des*  
*Risikomanagements in umfassende Konzepte einer wertorientierten*  
*Unternehmenssteuerung;*  
*Autor zahlreicher Managementbücher*

## Das Paradigma der Wertorientierung

Nach dem Leitbild der wertorientierten Unternehmensführung ist es Ziel jedes Unternehmens, das Vermögen der Anteilseigner nachhaltig zu erhöhen. Während dies für börsennotierte Unternehmen schon allein aufgrund des Zwangs zur Kapitalbeschaffung unstrittig ist, gilt dieser absolute Anspruch natürlich für eigentümerge-

führte Unternehmen weniger stark. Trotzdem macht es auch für diese Unternehmen Sinn, sich an den gleichen Wertmaßstäben zu orientieren und so regelmäßig den Erfolg der eigenen Strategie zu überprüfen.

In den USA hat sich seit längerem die Auffassung etabliert, dass die Maximierung des Unternehmenswertes die rich-

tige Steuerungsgröße bei der Führung jedes Unternehmens ist. Amerikanische Manager kommen von Seiten ihrer Kontrollorgane oder auch von den Kapitalmärkten massiv unter Druck, wenn dieses Ziel nicht erreicht wird. In Europa und wohl auch in Asien konnte man sich bisher nicht im gleichen Umfang dazu durchringen, dieses Primat des „Share-

-4% - 34%  
-13% - 30%  
-8% - 50%

holder-Value“ so konsequent zu formulieren. In unserem Kulturkreis spricht man deshalb noch häufiger von einem „Stakeholder-Ansatz“, wobei mit Stakeholder neben den Aktionären resp. Gesellschaftern auch die Kunden, die Mitarbeiter, die Prozesspartner in der Wertschöpfungskette und auch die Gesellschaft insgesamt als Bezugsgruppen des Unternehmens zu zählen sind.

Der Druck auf Unternehmen (insbesondere natürlich börsennotierte), sichtbaren Mehrwert zu schaffen, an denen die Aktionäre in Form von steigenden Aktienkursen und verbesserten Dividenden partizipieren, nimmt immer mehr zu. Dieser Ansatz des „Total Return to Shareholders“ (TRS) wird zunehmend zum Maßstab, um eine gute von einer schlechten Unternehmensleistung zu unterscheiden. Gewinner ist nach diesem Maßstab das Unternehmen, das die höchste Gesamtrendite für seine Eigner erzielt. Alle unternehmerischen Aktivitäten müssen konsequent auf den Unternehmenswert bezogen werden. Letztendlich müssen sich damit alle Aktivitäten an der Steigerung des Unternehmenswertes messen lassen. Dies erfordert, dass zumindest ein Vermutungszusammenhang zwischen den geplanten Maßnahmen und dem zukünftigen Mehrwert formuliert werden kann.

Empirische Daten zeigen heute, dass zwischen den beiden Ansätzen keine entscheidenden Unterschiede liegen: Unternehmen, die ihren Aktionären eine langfristig überdurchschnittliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals erwirtschaften, haben in aller Regel auch bessere Möglichkeiten, die Interessen ihrer Kunden und Mitarbeiter zu wahren. Ebenfalls zeigen empirische Untersuchungen, dass die durchschnittlichen Renditen, die Unternehmen für die Gesellschafter erwirtschaftet haben, deutlich differieren – erfolgreiche Unternehmen gibt es aber in allen Branchen, wie die Obergrenzen der in Abb. 1 angegebenen Spannbreiten zeigen.

### Renditen und Branchen

Branche	Ø Rendite	Spannbreite
Pharma	33%	3% - 51%
IT	27%	-9% - 153%
Handel	23%	-5% - 69%
Versicherung	23%	2% - 66%
Bank	22%	-28% - 65%
Medien	20%	3% - 143%
Mischkonzerne	15%	-16% - 37%
Chemiekonzerne	14%	-4% - 34%
Automobil u. Zulieferer	13%	-13% - 30%
Versorger	13%	-8% - 50%
Investitionsgüter	12%	-7% - 54%
Dienstleistungen	7%	-11% - 56%

Abb. 1: Rendite in verschiedenen Branchen

Die Erfordernis, eine am Unternehmenswert orientierte Unternehmenspolitik zu betreiben („Wertmanagement“), ergibt sich auch daraus, dass Unternehmen um die knappe Ressource „Kapital“ konkurrieren. Unternehmen, die keine adäquate Steigerung ihres Wertes erreichen, werden für Investoren unattraktiv. Sie werden es schwerer haben, zusätzliches Eigenkapital von neuen Gesellschaftern oder durch Kapitalerhöhung an der Börse zu bekommen. Auch ihre Kreditwürdigkeit aus Sicht der finanzierenden Banken ist höher einzustufen, weil Banken immer mehr dazu übergehen, das Verhältnis von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapi-

tals – also dem Unternehmenswert – als Beurteilungskriterium der Bonität heranzuziehen. Eine insgesamt durch eine unbefriedigende Wertentwicklung eingeschränkte Verfügbarkeit von Kapital schränkt schließlich wieder die Chancen eines Unternehmens ein, größere Investitionen vorzunehmen oder zu wachsen. Gerade an den internationalen Aktienmärkten zeigt sich zudem immer deutlicher, dass wertvolle Unternehmen allein durch ihren Wert einen wesentlichen Erfolgsfaktor aufgebaut haben, weil sie bei Fusionen oder Akquisitionen gegenüber anderen Unternehmen im Vorteil sind.

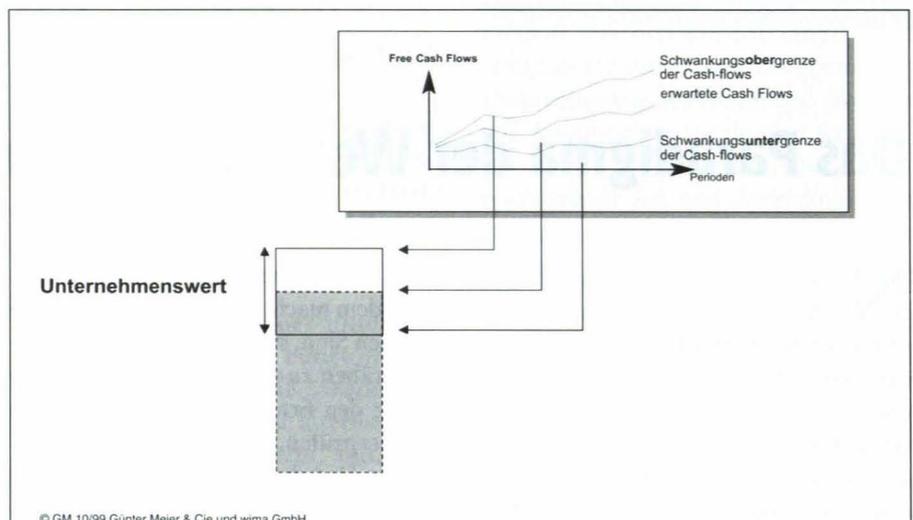
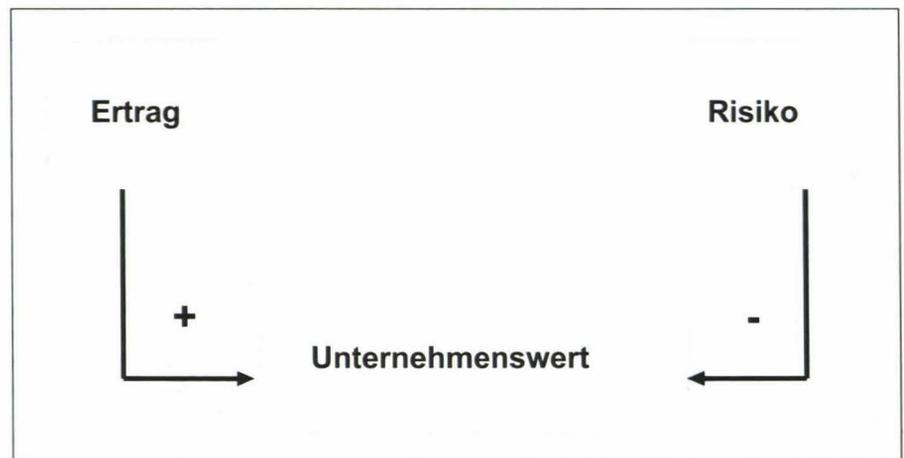


Abb. 2: Unternehmenswert als „Discounted Cash-Flow“ (DCF)

3% - 51%

-9% - 153%

Abb. 3: Determinanten des Unternehmenswerts



Der Wert eines Unternehmens ist somit inzwischen die primäre strategische Zielgröße der Unternehmensführung. Er lässt sich grundsätzlich beschreiben als die Summe seiner mit den erwarteten, risikoabhängigen Kapitalkosten diskontierten, zukünftigen freien Cash-Flows abzüglich des Werts des Fremdkapitals („Discounted-Cash-Flow-Methode“). Die freien Cash-Flows sind dabei die Cash-Flows vor Zinsaufwendungen abzüglich notwendiger Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen. (Abb. 2)

Der Wert eines Unternehmens ist somit abhängig von zwei unternehmensspezifischen Faktoren: Ertrag (Free Cash flow) und Risiko. Da die Kapitalanleger risikoavers sind, werden sie ein risikoärmeres Unternehmen nur dann so hoch bewerten wie ein risikoärmeres, wenn die Erträge höher sind. Anders ausgedrückt: Je höher das Risiko, desto größer auch die erwartete Kapitalrendite. (Abb. 3)

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

Da die Kapitalanleger risikoavers sind, werden sie ein risikoreicheres Unternehmen nur dann so hoch bewerten wie ein risikoärmeres, wenn die Erträge höher sind; höheres Risiko muss „bezahlt“ werden. Damit wird ein oft noch vernachlässigtes Risikomanagement zu einem zentralen Baustein jeder wertorientierten Unternehmensführung.

Grundlage der Bestimmung des Unternehmenswertes ist die geplante Unternehmensentwicklung der nächsten Jahre, insbesondere die zukünftigen freien Cash-Flows, also die Cash-Flows vor Zinsen, aber nach Abzug von Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen. Unternehmenswert ergibt sich durch die Abzinsung dieser zukünftigen freien Cash-Flows - also der Liquiditätsüberschüsse - auf den heutigen Zeitpunkt. Damit ein Geschäftsfeld oder eine Investition einen positiven Beitrag zu diesem Unternehmenswert leistet, ist es erforderlich, dass seine/ihre Rendite größer ist als die risikoabhängigen Kapitalkosten. Wenn ein Unternehmen es also ernst meint mit einem wertorientierten Management, dann müssen für jedes Vorhaben unternehmensspezifische Kapitalkosten ermittelt werden, um den Wertbeitrag eines jeden Projektes berechnen zu können.

Wenn der Imperativ des Shareholder Value das Handeln der Unternehmensleitung bestimmt, dann müssen alle zukunftsgerichteten Maßnahmen nach-

weislich oder zumindest plausibel den Wert des Unternehmens erhöhen. Nur wenn die Geschäftsleitung die Mechanismen der Wertschöpfung versteht, kann sie die Bereiche und Möglichkeiten ihres Beitrags zum Mehrwert klar erkennen.

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

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

Die für die Bestimmung des Unternehmenswertes zentralen zukünftigen Free Cash-Flows lassen sich – im einfachsten Fall – mit der auf Rapapport zurückgehenden „Wertgeneratorenformel“ prognostizieren. (Abb. 4)

## Impressum

**Medieninhaber (Verleger):**  
Österreichischer Verband der  
Wirtschaftsingenieure

**WING-Sekretariat:**  
Inffeldgasse 16b, 8010 Graz,  
Tel. (0316) 873-7795  
Mo bis Fr von 08.00 bis 12.00 Uhr  
WIV-Homepage: www.wiv.at

**Redaktion:**  
Mag. (FH) Ursula Zmöllnig  
Mobil: 0676/7294653  
e-mail: ursula.zmoelnig@chello.at

**Schriftleiter:**  
Univ.-Prof. Dipl.-Ing. Dr. techn. Ulrich Bauer  
e-mail: bauer@iwb.tu-graz.ac.at

**Redaktionsteam:**  
Chefin vom Dienst & Marketingleiterin:  
Mag. (FH) Ursula Zmöllnig  
Redakteure:  
Dipl.-Ing. Andreas Drumel  
drumel@iwb.tu-graz.ac.at  
Dipl.-Ing. Stefan Grünwald,  
gruenwald@iwb.tu-graz.ac.at  
Dipl.-Ing. Borge Kummert,  
boerge.kummert@tugraz.at  
Dipl.-Ing. Reinhild Nöstlthaller  
noestlthaller@bbw.tu-graz.ac.at  
Dipl.-Ing. Karl Ritsch  
karl.ritsch@tugraz.at  
Thomas Eichner  
eichner@sbox.tugraz.at

**Anzeigenkontakt:**  
Mag. (FH) Ursula Zmöllnig  
e-mail: ursula.zmoelnig@chello.at  
Mobil: 0676/72 94 653

**Anzeigenleitung:**  
Werbeagentur Werner Mörth GesmbH.,  
Raiffeisenstr. 118-120, 8041 Graz,  
Tel. (0316) 465519, Fax 465519-17

**Satz, Layout, Druck:**  
Styria Printshop Druck GmbH  
Kleiststraße 73, 8020 Graz  
Tel. (0316) 714920, ISDN: DW 44  
Fax (0316) 714920-30  
e-mail: printshop@styria.com

Auflage: 3.000 Stk.

**Erscheinungsweise:**  
4x jährlich, jeweils April, Juli, Oktober sowie  
Dezember.

Nachdruck oder Textauszug nach Rück-  
sprache mit der Schriftleitung des „WING  
business“.

Erscheint in wissenschaftlicher Zusammenar-  
beit mit den einschlägigen Instituten an den  
Universitäten und Fachhochschulen Öster-  
reichs. Wirtschaftsingenieure sind wirtschafts-  
wissenschaftlich gebildete Diplomingenieure  
mit Studienabschluss an einer Technischen  
Universität oder an einer technischen Fakultät  
einer Universität.  
ISSN 0256-7830

## Wertgeneratorformel der FreeCash-Flows (FCf)

$$FCf_t = U_{t-1} * (1 + g) * CFoS * (1 - s_{cf}) - U_{t-1} * g * (m_{AV} + m_{WC})$$

<b>Wobei:</b> U	Umsatz
t	Periodenindex, t = 1,2,3,...,T
g	Wachstumsrate des Umsatzes (g)
CFoS	Cash-flow on Sales (betriebliche Gewinnmarge)
S <sub>cf</sub>	Cash-flow-bezogener Steuersatz des Unternehmens
m <sub>AV</sub>	auf den Mehrumsatz bezogene Rate der Erweiterungsinvestitionen in das Anlagevermögen
m <sub>WC</sub>	auf den Mehrumsatz bezogene Rate der Erweiterungsinvestitionen in das Working Capital

Abb. 4: Wertgeneratorenformel

Betrachtet man ein Unternehmen als Ganzes, erkennt man, dass es unterschiedlichste Ansatzpunkte für eine wertsteigernde Erhöhung der Cash-Flows oder eine Senkung der risikoabhängigen Kapitalkosten gibt. Die folgende Abbildung zeigt die wichtigsten Ansatzpunkte. Grundsätzlich bietet es sich an, zunächst über eine Verbesserung der strategischen Ausrichtung einen Wertbeitrag zu generieren, weil hier oft der größte Hebel zu finden ist. (Abb. 5)

Wenn man der Aussage „Unternehmenserfolg = Steigerung des Unternehmenswertes“ zustimmt – was wir für ratsam halten –, dann lautet eine zwingende Konsequenz:

**„Alles, was in einem Unternehmen geschieht, sollte seinen Wert nachhaltig steigern“**

Eine gute Unternehmensstrategie ist somit jene, die den Unternehmenswert maximiert. Sinnvoll sind gemäß dieser Sichtweise des „Wertmanagements“ genau die unternehmerischen Maßnahmen – Investitionen, Forschungsprojekte oder Marktausweitungen – die zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führen, also eine Rendite erwarten lassen, die über den (risikoabhängigen) Kapitalkosten liegt.

Um den Wert eines Unternehmens bestimmen zu können, muss man also in der Lage sein, die Cash-Flows aus ver-

schiedenen Zeiträumen risikobereinigt zu vergleichen. Ohne diesen umfassenden Kenntnisstand lassen sich kaum fundierte Entscheidungen treffen. Es liegt auf der Hand, dass der Wechsel zu einer wertorientierten Betrachtung zu erheblichen Kursveränderungen in der Ausrichtung des Unternehmens führen kann. Dies erfordert einen möglichst aussagefähigen Maßstab für den Unternehmenswert bzw. den Wertzuwachs.

Nach unserer Einschätzung spricht vieles dafür, dass sich der Discounted-Cash-Flow (DCF) als Wertmaßstab durchsetzen wird. Im Gegensatz zu anderen Maßstäben lässt er durch seine langfristige Betrachtung der erwarteten Zukunft des Unternehmens keine kurzfristigen Fehleinschätzungen zu. Die Orientierung an aktuellen Erträgen kann nämlich zu einer einseitigen Ausrichtung an der Gewinn-und-Verlust-Rechnung führen, unter Vernachlässigung von Umfang und zeitlicher Struktur des Cash-Flows. Auch andere Maßstäbe wie Umsatzwachstum, Eigenkapitalrendite oder der ROCE sind weniger umfassend und zeitlich begrenzter als der DCF.

Dieser Wert beschreibt die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens und deren zukünftige Entwicklung sehr realistisch. Dabei wird der Unternehmenswert in starkem Maße von den Wachstumsaussichten des Unternehmens geprägt. Die täglichen Erfahrungen an den Börsen zeigen uns, wie sensibel die

Finanzmärkte auf die Ertrags- und Wachstumsaussichten eines Unternehmens reagieren. Für die Unternehmensführung bedeutet dies die strategisch herausfordernde Aufgabenstellung, in zunehmend stagnierenden Märkten die Kapitalertrags- und die Wachstumsaussichten des Unternehmens zu erhöhen.

Kennzahlen zur wertorientierten Unternehmensführung sollen sicherstellen, dass in allen Unternehmensbereichen eine Mindestrendite erzielt wird, die dem Risiko des jeweiligen Geschäftes entspricht. Die knappen Mittel sind dauerhaft nur den operativen Einheiten zur Verfügung zu stellen, die diesen Verzinsungsansprüchen gerecht werden. Aktivitäten, die diesen Ansprüchen (auf Sicht) nicht genügen, sind umzustrukturieren bis hin zur Desinvestition. Oberste Zielsetzung muss die nachhaltige und langfristige Steigerung des Unternehmenswertes sein.

Einen sehr interessanten, ergänzenden Ansatz zum DCF-Modell hierfür hat hier die amerikanische Beratungsfirma Stern/Stewart mit dem Konzept EVA (Economic Value Added) entwickelt. Beim EVA-Verfahren wird der in einer bestimmten Periode erwirtschaftete Netto-Gewinn nach Steuern durch das investierte Kapital (Kapitalbindung) dividiert, was als Resultat die Rendite aus dem investierten Kapital ergibt. Vergleicht man nun diese Rendite mit den Kapitalkosten, so erhält man einen guten



Abb. 5: Wertsteigerungspotentiale

Indikator, ob Mehrwerte geschaffen werden oder nicht. Der Wertgewinn (Mehrwert) einer Unternehmensaktivität – sicher die interessanteste Kennzahl im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung – lässt sich dabei mit dem Economic-Value-Added (EVA) in Abhängigkeit der Differenz von Rendite und Kapitalkosten angeben:

$$\text{EVA} = \text{Kapitalbindung} * (\text{Rendite} - \text{Kapitalkosten})$$

Wertorientierte Unternehmer und Manager werden es in aller Regel schaffen, den Wert ihres Unternehmens zu erhöhen, wenn sie die (kausalen) Zusammenhänge zwischen Wertsteigerung und

den dahinter stehenden Variablen (Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile und Prozessüberlegenheit) kennen. Dies erfordert zunächst eine Operationalisierung des Unternehmenswertes und seiner wesentlichen Determinanten und dann den Aufbau eines „Geschäftsmodells“, das die Ursache-Wirkungs-Beziehungen zwischen den betrieblichen Steuerungsinstrumenten und dem Unternehmenswert widerspiegelt.

Zusammenfassend kann man die wichtigsten Kernthesen des Paradigmas der Wertorientierung wie folgt zusammenfassen:

1. Indikator für unternehmerischen Erfolg ist der nachhaltig geschaffene Unternehmenswert.
2. Gemessen wird der unternehmerische Erfolg an harten finanziellen Messgrößen, die gegen bilanzpolitische Maßnahmen robust sind.
3. Wachstum, Marktattraktivität und Marktführerschaft sind entscheidende Werttreiber.
4. Investitionen werden konsequent in die Bereiche mit dem höchsten Wertschöpfungspotential gelenkt.
5. Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit sind nie Selbstzweck, sondern immer nur Mittel zum Zweck.
6. Alle Maßnahmen im Unternehmen müssen konsequent auf ihr Wertschöpfungspotential geprüft werden.
7. Selbstverantwortung der Mitarbeiter ist einer der wichtigsten Faktoren für Unternehmenserfolg; nur wer unternehmerische Freiheiten zulässt, kann diesen Hebel nutzen.
8. Die Vergütung der Mitarbeiter auf allen Ebenen im Unternehmen sollte an der Wertschöpfung ausgerichtet sein.